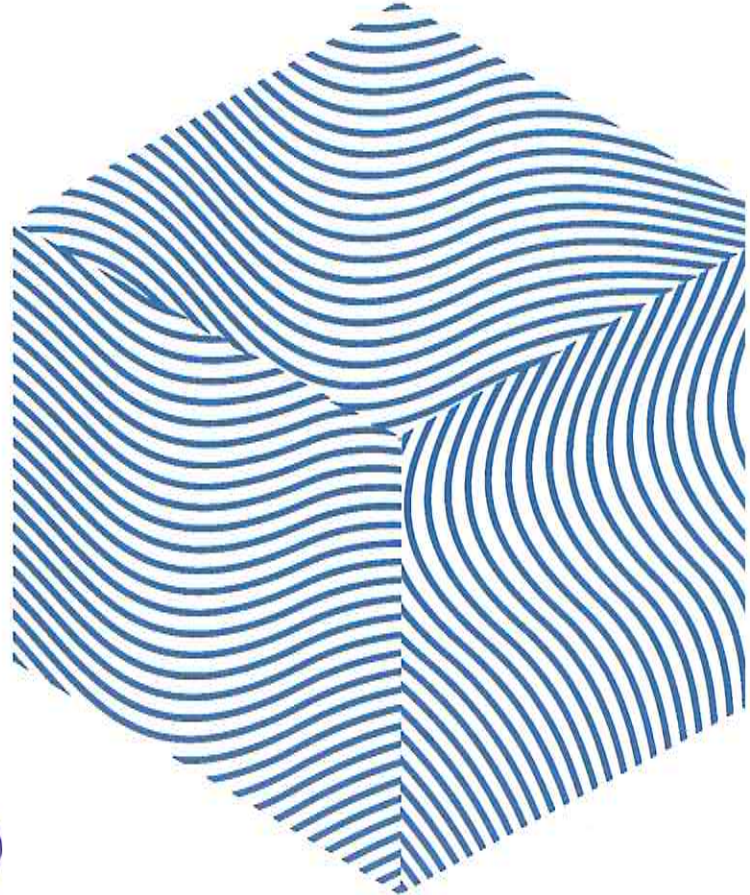


TAB

TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

4 Eylül 2023



[Signature]
İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



İçindekiler

Rapor Özeti	9
1 Şirket Hakkında Özet Bilgi	11
1.1 Genel Bakış ve Tarihçe	11
1.2 Şirket Restoran Faaliyetleri	12
1.2.1 Burger King	15
1.2.2 Popeyes	15
1.2.3 Sbarro	16
1.2.4 Arby's	16
1.2.5 Usta Dönerci	17
1.2.6 Usta Pideci	17
1.2.7 Subway	18
1.3 Grup Hakkında Bilgiler	18
1.4 Şirketin Avantajları ve Dezavantajları	19
1.4.1 Şirketin Avantajları	19
1.4.2 Şirketin Dezavantajları	26
2 Finansal Durum	26
3 Sektör Hakkında Bilgiler	46
4 Değerleme Yöntemleri	53
4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	53
4.2 Piyasa Çarpanları Analizi	53
5 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	53
5.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler	53
5.2 Benzer Şirketler	56
6 TAB Gıda Değerlemesi	58
6.1 Piyasa Çarpanları Analizi	58
6.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi	58
6.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi	60
6.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	62
6.2.1 Makroekonomik Varsayımlar	62
6.2.2 Gelirlerin Projeksiyonu	63
6.2.3 Maliyetlerin ve Faaliyet Giderlerinin Projeksiyonu	65
6.2.4 İşletme Sermayesi	68

6.2.5	Yatırım Harcamaları ve Amortisman	69
6.2.6	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	70
6.2.7	İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı	70
6.3	Değerleme Sonucu	72
7	Ekler.....	73


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kısaltmalar ve Tanımlar

Kısaltmalar	Tanımlar
A.Ş.	Anonim Şirketi
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları	Amerika Birleşik Devletleri para birimi
Ana Franchise	Marka Sahipleri'nin vermiş olduğu haklar doğrultusunda Marka Sahipleri'nden lisans hakkı alıp, Franchise'lara lisans hakkı veren ve/veya doğrudan kendisi restoranlarını işleten Şirket anlamına gelmektedir. İşbu izahnamede Şirket veya TAB Gıda, Burger King, Burger King Cafe, Popeyes, Sbarro, Arby's ve Subway'in Ana Franchise'ı konumundadır.
AVM	Alışveriş Merkezi
Banko Satışları	Müşterilerin sipariş ettikleri ürünleri kendisinin teslim almasıdır. Müşteri tarafından teslim alınan ürünler; restoran mahalinde veya AVM Yönetimleri tarafından tahsis edilen ortak alanda tüketilebileceği gibi, paket yaptırılarak farklı bir lokasyonda da tüketilebilir.
Cadde Restoranı	AVM, havalimanı ve otoyollarda yer almayan restoranlardır.
Ciro	KDV dahil satış tutarını ifade etmektedir.
COVID-19	2019 yeni koronavirüs
Düzeltilmiş FAVÖK	Düzeltilmiş FAVÖK, brüt kardan pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri düşülüp amortisman ile kar veya zarar tablosunda yer alan diğer gelirlerin (atık yağ gelirleri ve maaş protokolü gelirleri) eklenmesi ile hesaplanır.
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	Düzeltilmiş FAVÖK'ün toplam hasılatla bölünmesi ile elde edilen orandır.
Ekosistem veya Ekosistem Şirketleri	TAB Gıda'nın %100 sahibi olan TFI Tab Gıda ve tamamı Türk Ticaret Kanunu uyarınca kurulmuş anonim şirketler olan; Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş., Fasdat Sebze Doğrama Paketleme Sanayi ve Ticaret A.Ş., Reklam Üssü Reklam Ajansı Prodüksiyon Danışmanlık Organizasyon Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş., Ekmek Unlu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ekur Et Entegre Sanayi ve Ticaret A.Ş., Mes Mutfak Ekipmanları Sanayi ve Servis Hizmetleri Ticaret A.Ş., Ekur İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş., Atp Ticari Bilgi. Elk. Güç Kaynakları A.Ş., Ata Express Elektronik İletişim Tanıtım, Pazarlama, Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kısaltmalar	Tanımlar
Euromonitor	Euromonitor International Ltd, bağımsız uluslararası stratejik pazar araştırma şirketi
Fasdat	Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Fast Food	Hızlı servis edilen gıda grubu
Fiş Ortalaması	Satışların fiş sayısına bölünmesi yoluyla elde edilen tutar
Fiş Sayısı	Müşterilerin alışverişleri neticesinde yazar kasadan çıkan belge sayısı.
Franchise	Ana Franchise'dan belirli süreli lisans hakkı alan gerçek veya tüzel kişilerdir.
Franchise Sözleşmesi	İşletme lisansı anlamına gelmektedir. Ana Franchise'ın Franchise alanlarla imzaladığı sözleşmesidir.
FSR	Full Servis Restoran. Ev dışı yeme içme pazarındaki noktalarda, tam hizmet veren restoranları ifade etmektedir. Tam hizmet veren restoranlarda yiyecek, müşteri için ayrı ayrı hazırlanır ve daha sonra garsonlar tarafından müşterinin masasına servis edilir
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
Grup	İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 1.3. sayılı bölümünde açıklanmaktadır.
HSR	Hızlı Servis Restoranları
İlişkili Taraf	Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ilişkili Taraflardır.
KDV	Katma Değer Vergisi
Karşılaştırılabilir restoran satışları	İlgili dönemler itibarıyla en az 13 aydır açık olan sistem genelindeki aynı restoranların satışlarını temsil etmektedir.
Karşılaştırılabilir restoran satış büyümesi	İlgili dönemler itibarıyla en az 13 aydır açık olan sistem genelindeki aynı restoranların satışlarında meydana gelen değişikliğin yüzde olarak ifadesidir.
Karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi	İlgili dönemler itibarıyla en az 13 aydır açık olan sistem genelindeki aynı restoranların satış karşılığı kestiği fiş adetlerinin yıllık büyümesini temsil etmektedir.
Karşılaştırılabilir fiş tutarı büyümesi	İlgili dönemler itibarıyla en az 13 aydır açık olan sistem genelindeki aynı restoranların yaptığı satışlar sonucu oluşan satış tutarının, kesilen toplam fiş sayısı ile bölünerek elde edilen ortalama fiş tutarlarında meydana gelen değişikliğin yüzde olarak ifadesini temsil etmektedir. Toplam fiş ortalaması anlamına gelmektedir.

Kısaltmalar	Tanımlar
Kuzey Kıbrıs, KKTC	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
Kuzey Makedonya	Kuzey Makedonya Cumhuriyeti
Sınırlı Hizmet Zincir Restoran	Ev dışı yeme içme pazarındaki noktalarda, tam hizmet veren restoranlara göre daha sınırlı hizmet veren (tam hizmet veren restoranlarda yiyecek, müşteri için ayrı ayrı hazırlanır ve daha sonra garsonlar tarafından müşterinin masasına servis edilir), bir organizasyon ağının parçası olarak faaliyet gösteren restoranlardır.
Marka Sahipleri	Restaurant Brands International (Burger King, Burger King Cafe, Popeyes) Sbarro LLC (Sbarro) Inspire Brands Inc. (Arby's) Subway IP LLC (Subway) TAB Gıda (Usta Dönerci) TAB Gıda (Usta Pideci)
Mes Mutfak	Mes Mutfak Ekipmanları Sanayi ve Servis Hizmetleri Ticaret A.Ş.
Münhasırlık	Marka hakkı sahiplerinin Ana Franchise'a ihtiyari olarak sözleşme ile verdiği bir hak olup, Ana Franchise'ın lisans hakkı sahibi olduğu markaları, Marka Sahipleri ile imzalamış olduğu sözleşmelerde belirtilen coğrafyalarda ve belirtilen süreler boyunca tek başına temsil etme hakkını tanımlar.
m/d	Mevcut değil
RBI	Burger King ve Popeyes markalarının sahibi, Kanada merkezli kurulmuş tüzel kişilik olan Restaurant Brands International Inc.
Restoran satışları	Şirket tarafından işletilen restoranların gelirlerini ifade etmektedir. Banko satışları ve paket servis satışlarını içermektedir.
Royalty Bedeli Geliri	Şirket'in lisans hakkı verdiği Franchiseler'dan Marka kullandırım hakları sahipliği nedeniyle Franchiseler'in KDV hariç satışlarından, iptal/iade düşülmüş tutar üzerinden tahsil ettiği tutardır.
Sistem Geneli	Şirket'in kendi işlettiği restoranlar ile Franchise'ların işlettiği restoranların tümünü ifade etmektedir.
TAB Gıda, Şirket	TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TFI Tab Gıda	TFI TAB Gıda Yatırımları A.Ş.
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
Turquality	Devlet destekli markalaşma programı
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Tablolar

Tablo 1: Sistem Genelindeki Restoran Sayısı	11
Tablo 2: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar ve Faaliyetlerini Sürdürdüğü Ülkeler	11
Tablo 3: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi	12
Tablo 4: Şirket Restoran Sayıları Kırılımı	12
Tablo 5: Sistem Geneli Restoran Büyümeleri	14
Tablo 6: Karşılaştırılabilir Fiş Sayısı Büyümesi.....	14
Tablo 7: Sistem Geneli Satış Kırılımı	15
Tablo 8: Burger King	15
Tablo 9: Popeyes.....	16
Tablo 10: Sbarro	16
Tablo 11: Arby's	17
Tablo 12: Usta Dönerci	17
Tablo 13: Usta Pideci	18
Tablo 14: Subway.....	18
Tablo 15: TFI Tab Gıda Bağlı Ortaklıkları	18
Tablo 16: Grup Ekosistemi.....	19
Tablo 17: Şirket'in Özet Bilançosu	26
Tablo 18: Şirket'in Gelir Tablosu.....	27
Tablo 19: Satışların Kırılımı	28
Tablo 20: Satışların Maliyeti	30
Tablo 21: Brüt Kar	32
Tablo 22: Genel Yönetim Giderleri	32
Tablo 23: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri.....	34
Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler.....	35
Tablo 25: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler.....	36
Tablo 26: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler.....	37
Tablo 27: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	38
Tablo 28: Finansal Gelirler	38
Tablo 29: Finansal Giderler.....	39
Tablo 30: TFRS Dışı Finansal ve Operasyonel Bilgiler	41
Tablo 31: Diğer Finansal ve Operasyonel Bilgiler	42
Tablo 32: Düzeltilmiş FAVÖK	43
Tablo 33: Net Restoran Büyümesi	43
Tablo 34: Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi.....	45
Tablo 35: Sistem Geneli Satışları	45
Tablo 36: Net Borçluluk Durumu	45
Tablo 37: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran Sayıları	51
Tablo 38: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran Satışları (milyon TL)	51
Tablo 39: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran – Burger Kategorisi – Restoran Sayıları	52
Tablo 40: Sınırlı Hizmet, Zincir Restoran – Burger Kategorisi – Satış (milyon TL).....	52
Tablo 41: FAVÖK Hesaplaması.....	54
Tablo 42: Net Kar Hesaplaması.....	54
Tablo 43: Net Finansal Borç Hesabı	55
Tablo 44: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları	56
Tablo 45: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları.....	57
Tablo 46: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları.....	59

Tablo 47: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları.....	59
Tablo 48: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı.....	59
Tablo 49: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı	60
Tablo 50: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı.....	60
Tablo 51: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları	61
Tablo 52: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı	61
Tablo 53: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı.....	61
Tablo 54: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı	62
Tablo 55: Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	62
Tablo 56: Makroekonomik Varsayımlar	62
Tablo 57: Ağırlıklı Ortalama Restoran Sayısı Projeksiyonu	64
Tablo 58: Restoran Bazında Günlük Ortalama Kesilen Fiş Adeti Projeksiyonu.....	64
Tablo 59: Ortalama Fiş Fiyatı Projeksiyonu	64
Tablo 60: Hasılat Projeksiyonu	64
Tablo 61: Hasılat Projeksiyonu (Denetim Raporu)	65
Tablo 62: Satışların Maliyeti Projeksiyonu	67
Tablo 63: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu.....	67
Tablo 64: FAVÖK Hesaplaması.....	68
Tablo 65: İşletme Sermayesi Projeksiyonu	69
Tablo 66: Yatırım Harcamaları Projeksiyonu	69
Tablo 67: Amortisman Projeksiyonu	69
Tablo 68: AOSM Hesabı	70
Tablo 69: İNA Hesabı	71
Tablo 70: Değerleme Yöntemleri Sonucu.....	72
Tablo 71: Halka Arz Fiyatı Hesabı	72


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Rapor Özeti

Raporun Amacı

Bu rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") ile TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Tab Gıda" veya "Şirket") arasında 18.05.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 2020, 2021 ve 2022 yılları ile 30.06.2023 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve İş Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

İş Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İş Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.



Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

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.



1 Şirket Hakkında Özet Bilgi

1.1 Genel Bakış ve Tarihçe

Tab Gıda, 29 Temmuz 1994 tarihinde kurulmuştur. Şirket ve bağlı ortaklıklarının ana faaliyet konusu, Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro, Usta Dönerci, Usta Pideci ve Subway markaları altında, Franchise lisans verme ve hamburger, tavuk, pizza, sandviç, döner ve pide restoranları işletmeciliğidir. Şirket, AVM'ler başta olmak üzere, cadde restoranları, havalimanları ve otoyollarda açılan restoranlar ile hizmet vermektedir.

Şirket, hızlı servis sektöründeki faaliyetlerine, 1995 yılında Burger King'in Ana Franchise haklarını alarak Türkiye'ye getirmesiyle başlamıştır. Şirket, 2006 yılında, portföyüne Sbarro markasını ekleyerek İtalyan mutfağının lezzetlerini Türk tüketicilerle buluşturmuştur. 2007 yılında Popeyes markası ile, tavuk mutfağı ürünlerini müşterilerinin beğenisine sunmuş, 2010 yılında ise, Arby's markasının Ana Franchise haklarını alarak, HSR sektörüne yeni ve çeşitli lezzetler katmaya devam etmiştir. Tab Gıda, kendi markaları olan Usta Dönerci markasını 2013 yılında ve Usta Pideci markasını da 2019 yılında yaratarak Türk mutfağına özgü ürünleri portföyüne katmıştır. En son ise 2022 yılında Subway, Tab Gıda markaları arasına eklenmiştir.

Şirket, ürünlerinin satışını iki ana kanal üzerinden gerçekleştirmektedir. Şirket'in ana satış kanalı, kendi işlettiği restoranlarda yapılan banko satışları olup, hem kendi işlettiği restoranlar, hem de üçüncü taraf paket servis sağlayıcıları aracılığıyla paket servis kanalından satış gerçekleştirmektedir. Şirket aynı zamanda Franchiseları aracılığıyla gerçekleşen satışlar üstünden gelir elde etmektedir.

Şirket, 30.06.2023 tarihi itibarıyla Sistem Genelinde 1.534 adet restoran ile hizmet vermektedir.

Tablo 1: Sistem Genelindeki Restoran Sayısı

	30.06.2023							
	Burger King	Popeyes	Arby's	Sbarro	Usta Dönerci	Usta Pideci	Subway	Toplam
Şirket Tarafında İşletilen	401	269	99	43	89	13	4	918
Franchise I	325	37	4	13	-	6	72	457
Franchise II	1	-	3	59	61	23	12	159
Toplam	727	306	106	115	150	42	88	1.534

Kaynak: Şirket

Şirket, Türkiye, Kuzey Kıbrıs, Kuzey Makedonya ve Gürcistan coğrafyalarında hizmet vermektedir. Şirket'in isim haklarına sahip olduğu markalar ve faaliyetini sürdürdüğü ülkeler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 2: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar ve Faaliyetlerini Sürdürdüğü Ülkeler

	Burger King	Popeyes	Sbarro	Arby's	Usta Dönerci	Usta Pideci	Subway
Marka Sahibi	RBI	RBI	Sbarro LLC	Inspire Brands Inc.	TAB Gıda	TAB Gıda	Subway IP LLC
Restoran Bulunan Ülkeler	Türkiye, Kuzey Kıbrıs, Kuzey Makedonya, Gürcistan	Türkiye, Kuzey Kıbrıs	Türkiye, Kuzey Makedonya, Gürcistan	Türkiye	Türkiye, Kuzey Kıbrıs, Kuzey Makedonya, Gürcistan	Türkiye	Türkiye
Münhasırlık Hakkı Bulunan Ülkeler	Türkiye, Kuzey Kıbrıs	Türkiye	Türkiye, Kuzey Makedonya, Gürcistan	Türkiye			Türkiye



	Burger King	Popeyes	Sbarro	Arby's	Usta Dönerci	Usta Pideci	Subway
Sözleşme Bitiş Tarihi	1.12.2032	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2027			31.12.2029
Sözleşme Başlangıç Yılı	Türkiye, Kuzey Kıbrıs - 20.09.1994; Kuzey Makedonya, Gürcistan - 27.05.2013	Türkiye - 17.04.2007; Kuzey Kıbrıs - 15.04.2008	25.07.2006	1.06.2010			27.07.2022

Kaynak: Şirket

Tablo 3: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	Son Genel Kurul 28.04.2023		Son Durum İtibarıyla 04.09.2023	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
%5 Üzerinde Pay Sahipliği Bulunanlar				
TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.	232.417.000	100	232.417.000	100
Toplam	232.417.000	100	232.417.000	100

Kaynak: Şirket

1.2 Şirket Restoran Faaliyetleri

Şirket'in restoran sayılarının kırılımı aşağıdaki gibidir:

Tablo 4: Şirket Restoran Sayıları Kırılımı

	Restoran Sayıları - 30.06.2023							
	Burger King	Popeyes	Sbarro	Arby's	Usta Dönerci	Usta Pideci	Subway	Toplam
Türkiye	705	302	112	106	144	42	88	1.499
Şirket Tarafından İşletilen	381	265	40	99	83	13	4	885
Franchise I Sistemi	323	37	13	4	-	6	72	455
Franchise II Sistemi	1	-	59	3	61	23	12	159
Kuzey Kıbrıs	11	4	-	-	1	-	-	16
Şirket Tarafından İşletilen	10	4	-	-	1	-	-	15
Franchise I Sistemi	1	-	-	-	-	-	-	1
Franchise II Sistemi	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuzey Makedonya	6	-	2	-	2	-	-	10
Şirket Tarafından İşletilen	6	-	2	-	2	-	-	10
Franchise I Sistemi	-	-	-	-	-	-	-	-
Franchise II Sistemi	-	-	-	-	-	-	-	-

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
[Signature]



Gürcistan	5	-	1	-	3	-	-	9
Şirket Tarafından İşletilen	4	-	1	-	3	-	-	8
Franchise I Sistemi	1	-	-	-	-	-	-	1
Franchise II Sistemi	-	-	-	-	-	-	-	-

Toplam	727	306	115	106	150	42	88	1.534
Şirket Tarafından İşletilen	401	269	43	99	89	13	4	918
Franchise I Sistemi	325	37	13	4	-	6	72	457
Franchise II Sistemi	1	-	59	3	61	23	12	159

Kaynak: Şirket

Şirket, iki farklı iş modeli ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

1. Şirket tarafından işletilen restoranlar: Şirket'in yatırım yaparak açtığı ve kendisi tarafından işletilen restoranlardır.

Şirket tarafından işletilen restoranlarda restoran ekipmanlarına ilişkin sermaye harcamaları Grup tarafından üstlenilmektedir. Şirket, her ay Marka Sahipleri'ne KDV hariç satışlarından, iptal/iade düşülmüş tutar üzerinden Royalty Bedeli ödemektedir.

2. Franchise tarafından işletilen restoranlar:

Şirket, Franchise veren olarak, Franchise'larla iki farklı iş modeli ile çalışmaktadır.

Franchise I modeli: Restoran yatırımlarının Franchise alan tarafından yapıldığı ve lisans hakkı boyunca Franchise tarafından işletilen modeldir. Restoran yatırımlarının Şirket tarafından yapıldığı durumlarda Franchise alan, Şirket tarafından yapılan restoran yatırım bedelini Şirket'e ödeyerek yine lisans hakkı boyunca restoranı işletir. Bu modelde Şirket Franchise'dan bir defaya mahsus "Franchise Açılış Bedeli", "Proje Onay Bedeli" ve her ay "Royalty Bedeli" tahsil eder.

Franchise II modeli: Restoran yatırımlarının Şirket tarafından yapıldığı modeldir. Restoranlarda bulunan ekipman ve bilumum demirbaşın mülkiyetinin Şirket'e ait olduğu bu modelde, restoran kira sözleşmelerinin tarafı Şirket'tir. Franchise II modelinde bu modelden faydalanmak isteyen girişimcilerin, özellikle işletmeye aday olduğu marka ve/veya HSR sektöründe bulunan markalara ait restoranlarda "Restoran Yönetimi" tecrübesi aranmaktadır. Bu modelde tüm restoran yatırımı Şirket tarafından yapıldığından, bilumum ekipman ve demirbaş mülkiyeti Şirket'e ait olduğundan, Şirket Franchise'dan bir defaya mahsus "Sisteme Giriş Bedeli", her ay "Royalty Bedeli" ve yine her ay "Ekipman ve Demirbaş Kira Bedeli" tahsil edilmektedir. Şirket, Franchise II modelini 2022 yılında hayata geçirmiştir.

Şirket, Franchise I ve Franchise II modellerinden, restoranın ticari şartlarına ve konumuna göre aylık olarak, satışları üzerinden %15-%35 aralığında Royalty Bedeli Geliri elde etmektedir.

Sistem Geneli'nde restoran büyüme tablosu aşağıda verilmiştir:



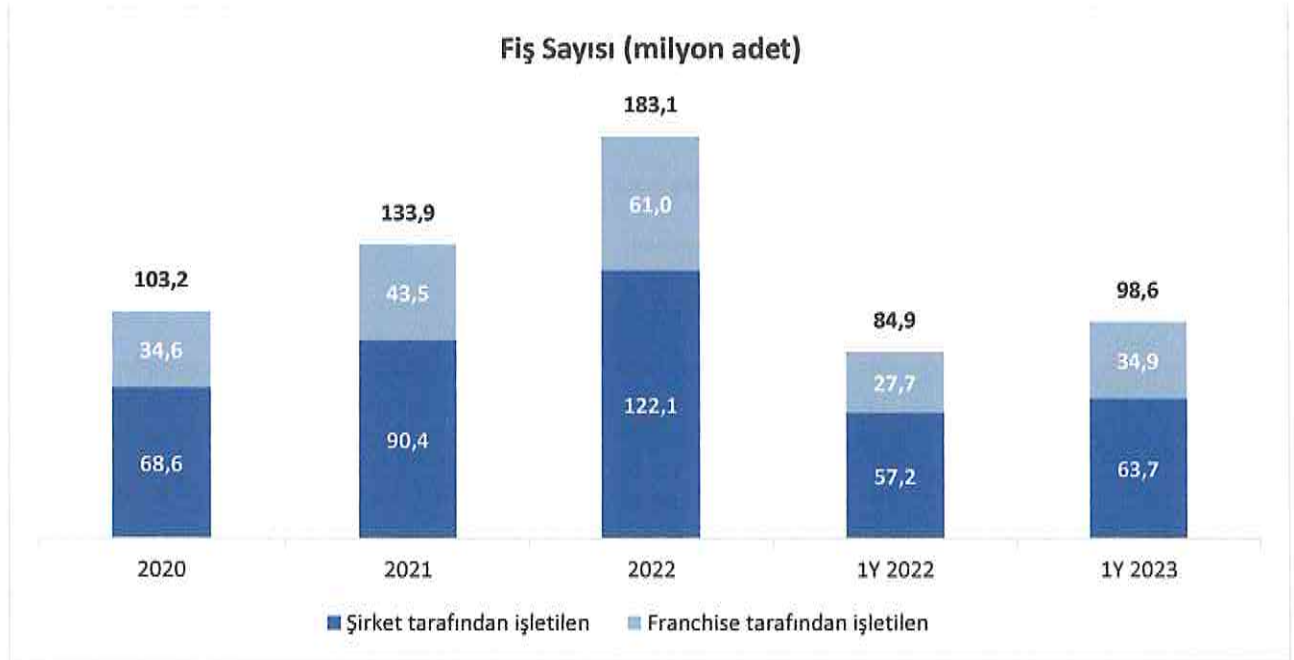
Tablo 5: Sistem Geneli Restoran Büyümeleri

Sistem Genelindeki Restoranlar	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönem Başı	1.468	1.281	1.281	1.220	1.186
Açılan Restoranlar	82	74	225*	84	71
Kapanan Restoranlar	-16	-23	-38	-23	-37
Dönem Sonu	1.534	1.332	1.468	1.281	1.220
Net Restoran Büyümesi	66	51	187	61	34

Kaynak: Şirket

(*) Ekim 2022'de yapılan sözleşmeye istinaden 76 adet Subway restoranı Franchise olarak Şirket bünyesine devrolmuştur.

Şirket, Sistem Geneli restoranlarındaki fiş adetini 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %16 oranında artırarak 84,9 milyon adetten 98,6 milyona yükseltmiştir. Geçmiş yıllar fiş sayıları ve kırılımları aşağıda verilmiştir.



Kaynak: Şirket

31.12.2022 ile sona eren mali yılda, Şirket, Sistem Geneli 183,1 milyon adet fiş sayısı gerçekleştirmiştir. 30.06.2023 ile sona eren mali dönemde ise Şirket'in Sistem Geneli fiş sayısı 98,6 milyon adet olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6: Karşılaştırılabilir Fiş Sayısı Büyümesi

(%)	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Şirket tarafından işletilen	13,1%	51,3%	23,6%	19,1%	-29,5%
Franchise tarafından işletilen	8,6%	34,5%	14,6%	11,1%	-30,6%
Sistem geneli	11,6%	42,6%	20,7%	16,5%	-29,9%

Kaynak: Şirket

30.06.2023 ile sona eren altı aylık dönemde, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi, Şirket'in işlettiği restoranlarda %13,1 olarak gerçekleşirken, Franchise'lar tarafından işletilen restoranlarda ise %8,6 olarak ve Sistem Geneli'nde %11,6 olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2022 ile sona eren mali yılda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi, Şirket'in işlettiği restoranlarda %23,6 olarak gerçekleşirken, Franchise'larda %14,6 ve Sistem Geneli'nde %20,7 olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2021 ile sonra eren mali yılda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi, Şirket'in işlettiği restoranlarda %19,1 olarak gerçekleşirken, Franchise'larda %11,1 ve Sistem Geneli'nde %16,5 olarak gerçekleşmiştir..

31.12.2020 ile biten mali yılda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi Sistem Geneli restoranlarda COVID-19 etkisi ile -%30 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 ile sonra eren mali yılda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesi, Şirket'in işlettiği restoranlarda -%29,5 olarak gerçekleşirken, Franchise'larda -%30,6 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 ile sona eren mali yılda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesinin negatif olmasının sebebi, 2020 yılında başlayan COVID-19 ve bununla birlikte pandeminin yaygınlaşmasını engellemeye yönelik tedbirlerle beraber restoranların kısmi süreli olarak hizmet vermesi, kısmi süreli olarak sadece paket servis hizmeti vermesi ve restoran trafiğinin azalmasıdır. COVID-19 pandemi kısıtlamalarının kalkması ile 31.12.2021 ve 31.12.2022 ile sona eren mali yıllarda, karşılaştırılabilir fiş sayısı büyümesinde artış meydana gelmiştir ve Şirket'in Sistem Geneli satışlarının artmasına da katkı sağlamıştır.

Tablo 7: Sistem Geneli Satış Kırılımı

milyon TL	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Restoran İçi	7.823	3.364	9.224	3.535	2.204
Paket Servis	2.499	1.221	2.969	1.706	722
Toplam	10.322	4.585	12.193	5.241	2.926

Kaynak: Şirket

Restoran Markaları:

1.2.1 Burger King

1954'te kurulan Burger King dünya çapında 100 ülkede 18.000'den fazla restoranla temsil edilen bir markadır. Burger King restoranları restoran sektörünün Sınırlı Hizmet Zincir Restoran alt segmentinin bir parçasıdır. Burger King restoranları ateşte pişirilmiş Whopper, Big King ve King Chicken sandviçlerinin yanı sıra çeşitli hamburgerler ve diğer sandviçler, patates kızartmaları, salatalar, kahvaltılıklar ve diğer seçenekleri portföyünde bulundurmaktadır.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in portföyü, 401'i Şirket tarafından işletilen ve 326'sı Franchise tarafından işletilen olmak üzere toplamda 727 adet Burger King restoranından oluşmaktadır. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyünde yer alan Sistem Geneli'ndeki Burger King restoranlarından elde edilen restoran satışları 6.788 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Sistem Geneli'nde Burger King operasyonlarından elde ettiği satışlar, 30 Haziran 2022'ye göre %114 oranında artmıştır.

Tablo 8: Burger King

	Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
	1995	727	718	8.269	3.834	%116	6.788	3.165	%114

Kaynak: Şirket

1.2.2 Popeyes

Popeyes 1972'de New Orleans, Louisiana'da kurulmuştur ve dünya çapında 4.000 restorana sahip bir sınırlı hizmet zincir restoran tavuk markasıdır. Halihazırda Burger King'in de ana şirketi olan RBI'nin pay sahipliği altındadır. Sınırlı Hizmet Zincir Restoran sektörü içerisinde, Popeyes, kendisini baharatlı tavuk, tavuk kanadı ve burger ürünlerini portföyünde bulundurmaktadır.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in portföyü 269'u Şirket tarafından işletilen ve 37'si Franchise tarafından işletilen toplamda 306 adet Popeyes restoranından oluşmaktadır. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyündeki Popeyes restoranlarından edilen Sistem Geneli'ndeki restoran satışları 2.064 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Popeyes operasyonlarından elde ettiği Sistem Geneli'ndeki satışlar, 30 Haziran 2022'ye göre %141 oranında artmıştır.

Tablo 9: Popeyes

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 2007	306	282	2.345	864	%171	2.064	856	%141

Kaynak: Şirket

1.2.3 Sbarro

Sbarro markası dünya üzerinde 28 ülkede faaliyetlerini sürdürmekte ve İtalyan mutfağı ürünlerini sınırlı hizmet zincir restoran konseptinde tüketiciyle buluşturan bir markadır. Sbarro restoranları tüketicilerine pizza, makarna, salata, içecek ve tatlılardan oluşan bir menü sunmaktadır. Sbarro restoranları Türkiye'de alışveriş merkezi odaklı restoran markası anlayışıyla hizmet vermektedir.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in restoran bazında 43'ü Şirket tarafından işletilen ve 72'si Franchise tarafından işletilen toplam 115 adet Sbarro restoranı bulunmaktadır. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyündeki Sbarro restoranlarından elde edilen Sistem Geneli'ndeki restoran satışları 370 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Sbarro operasyonlarından elde ettiği Sistem Geneli satışları, 30 Haziran 2022'ye göre %142 oranında artmıştır.

Tablo 10: Sbarro

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 2007	115	110	439	136	%224	370	153	%142

Kaynak: Şirket

1.2.4 Arby's

Arby's ilk restoranını 1964'te Boardman, Ohio'da açmıştır. Yavaş pişirilmiş roast beef sandviçler ve kıvrıkcık patates kızartması ile tüketicilerle buluşan Arby's aynı zamanda tavuk sandviçler, tatlı, yan ürünler (soğan halkası, tavuk parçaları, peynir çubukları) ve salatalardan oluşan kapsamlı bir menü sunmaktadır.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in portföyünde Franchise tarafından işletilen 7 restoran haricinde tümü Şirket tarafından işletilen 106 adet Arby's restoranı bulunmaktadır. Şirket'in 2022 yılında Arby's markasına yönelik yaşamış olduğu talep artışının yarattığı önemli bir büyüme potansiyeli doğrultusunda söz konusu markayı Türkiye'de geliştirme üzerinde odaklanmaya devam etmektedir. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyündeki Arby's restoranlarından elde edilen Sistem Geneli'ndeki restoran satışları 424 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Arby's operasyonlarından elde ettiği Sistem Geneli satışları, 30 Haziran 2022 ile biten 6 aylık döneme göre %120 oranında artmıştır.

Tablo 11: Arby's

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 2010	106	94	493	184	%169	424	193	%120

Kaynak: Şirket

1.2.5 Usta Dönerci

Şirket, 2013 yılında kendi tedarik zincirinin güvenilirliği ile Türk klasik döner kebab ve sandviçleri ürünlerini sunan bir Sınırlı Hizmet Zincir Restoran markası olan Usta Dönerci'yi kurmuştur. Usta Dönerci markasının Şirket portföyüne ilavesi Şirket'in yerel tatları tercih eden müşterilerine ulaşabilmesine katkıda bulunmuştur.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in, portföyünde 89'u Şirket tarafından, 61 tanesi ise Franchise tarafından işletilen toplam 150 Usta Dönerci restoranı bulunmaktadır. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyündeki Usta Dönerci restoranlarından edilen Sistem Geneli'ndeki restoran satışları 409 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Usta Dönerci operasyonlarından elde ettiği Sistem Geneli satışlar 30 Haziran 2022 ile biten 6 aylık döneme göre %115 oranında artmıştır. Aynı tarih itibarıyla Şirket'in Kuzey Makedonya, Gürcistan ve Kuzey Kıbrıs'ta 6 adet Usta Dönerci restoranı bulunmaktadır.

Şirket, 31.01.2020 tarihi itibarıyla; Türk markalarının yurt dışı pazarlardaki gelişim süreçlerini destekleyen Turquality Teşvik Programına kabul edilmiştir. Usta Dönerci markamızın belirlenen hedef pazarlardaki; pazarlama, tanıtım, kurumsal proje, lisans ve tescil, vb. harcamalarına yönelik teşvikler barındıran bu program; Usta Dönerci markasının farkındalığının ve bilinirliğinin artmasına, operasyonel maliyetlerinin düşmesine katkı sağlayacaktır. Mevcut durumda, Gürcistan ve Kuzey Makedonya ülkelerinde Turquality programından yararlanılmaktadır.

Tablo 12: Usta Dönerci

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 2013	150	150	488	189	%158	409	191	%115

Kaynak: Şirket

1.2.6 Usta Pideci

Şirket 2019 yılında, kendi tedarik zincirinin güvenilirliği ile Türk klasik pide ürünlerini sunan bir Sınırlı Hizmet Zincir Restoran markası olan Usta Pideci'yi kurmuştur. Usta Pideci markasının Şirket portföyüne eklenmesi Şirket'in geleneksel Türk mutfağına olan talebi karşılama konusunda mevcut fırsattan yararlanmaya devam edebilmesine katkı sağlamıştır.

30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in portföyünde 13'ü Şirket tarafından işletilen ve 29'u Franchise tarafından işletilen toplam 42 Usta Pideci restoranı bulunmaktadır. 30 Haziran 2023'te sona eren 6 aylık dönemde Şirket'in portföyündeki Usta Pideci restoranlarından elde edilen Sistem Geneli'ndeki restoran satışları 49 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Usta Pideci operasyonlarından elde ettiği Sistem Geneli satışlar, 30 Haziran 2022 ile biten 6 aylık döneme göre %71 oranında artmıştır.

Tablo 13: Usta Pideci

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 2019	42	38	68	35	%94	49	29	%71

Kaynak: Şirket

1.2.7 Subway

1965 yılında kurulan ve ilk olarak Bridgeport, Connecticut, ABD’de açılan Subway restoranları; 2022 yılında, 110 ülkede toplam 44.105 şubeye sahiptir. İlk Franchise restoranı; Wallingford, Connecticut’ta açılmıştır. Şirket portföyünde 15 ve 30 cm’lik çeşitli sandviç ürünlerini ve kurabiye tarzı tatlı ürünlerini portföyünde barındırmaktadır.

Ekim 2022’de yapılan sözleşmeye istinaden 76 adet Subway restoranı Franchise olarak Şirket bünyesine devrolmuştur. 30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket’in portföyünde 4’ü Şirket tarafından işletilen ve 84’ü Franchise tarafından işletilen, toplam 88 adet Subway restoranı bulunmaktadır. 30 Haziran 2023’ta sona eren 6 aylık dönemde Şirket’in portföyündeki Subway restoranlarından elde edilen Sistem Genel’indeki restoran satışları 217 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 14: Subway

Başlangıç	Restoran Sayısı 30.06.2023	Restoran Sayısı 31.12.2022	Satış 2022 (milyon TL)	Satış 2021 (milyon TL)	22/21 Satış Büyüme (%)	Satış 1Y 2023 (milyon TL)	Satış 1Y 2022 (milyon TL)	1Y 23/ 1Y 22 Satış Büyüme (%)
 10/2022	88	76	90	Mevcut Değil	Mevcut Değil	217	Mevcut Değil	Mevcut Değil

Kaynak: Şirket

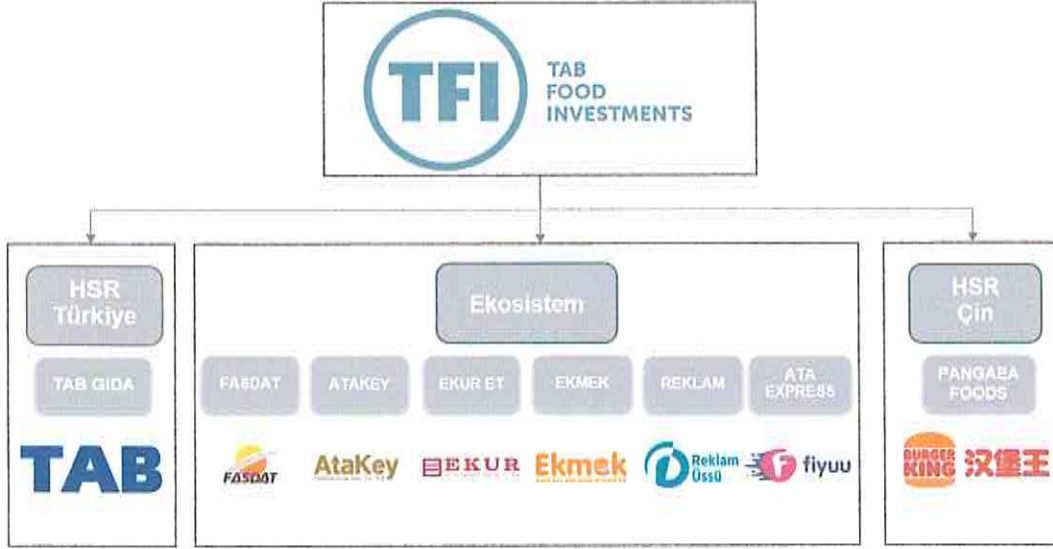
1.3 Grup Hakkında Bilgiler

Tab Gıda’nın işbu İzahname tarihi itibarıyla tek hissedarı olan TFI Tab Gıda’nın bağlı ortaklıkları ve kayıtlı olduğu ülkeler, faaliyet konuları hakkındaki bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 15: TFI Tab Gıda Bağlı Ortaklıkları

TFI Tab Gıda Bağlı Ortaklıkları	Faaliyet Yeri	Faaliyet Konusu
TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Hızlı tüketim servisleri
Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Lojistik,dağıtım,depolama
Reklam Üssü Reklam Ajansı Pro. A.Ş.	Türkiye	Reklam prodüksiyon
Ekmek Unlu Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Ekmek üretim ve ticaret
Ekur Et Entegre Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Et üretim ve ticaret
Atakey Patates Gıda San. ve Tic.A.Ş.	Türkiye	Patates üretim ve ticaret
Ata Express Elk.İlt.Tan.Paz.Dağ.San. ve Tic. A.Ş.	Türkiye	Paket servis
Pangaea Foods (China) Holdings Ltd.	Çin	Hızlı tüketim servisleri

Tablo 16: Grup Ekosistemi



TFI Tab Gıda, 30 Haziran 2023 itibarıyla iştirak ettiği Türkiye’de 1.535 ve Çin’de 1.433 olmak üzere toplam 2.968 restoranı, dünyaca bilinen markaları (Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby’s, Subway) ve yerli bilinen markaları (Usta Dönerci, Usta Pideci) ile hızlı servis restoran sektöründe Türkiye’nin öncü kuruluşlarından. TFI Tab Gıda’nın ana faaliyet konusu, sayılan markalar altında hamburger, tavuk, sandviç, pizza, pide ve döner hızlı servis restoranları (“HSR”) işletmeciliğidir. TFI Tab Gıda, Türkiye ve Çin’de işlettiği restoranlar ile önemli sektör oyuncularından birisidir. Restoran faaliyetlerine ek olarak TFI Tab Gıda, HSR işletmeleri bakımından uçtan uca tedarik zinciri yaratmak için kurmuş olduğu aşağıdaki tabloda yer alan işletmelerde de faaliyet göstermektedir.

Şirket’in Ekosistem dışındaki üç önemli tedarikçisi olan Mes Mutfak Ekip. San. ve Serv. Hiz. Tic. A.Ş. (“Mes Mutfak”); Ekur İnşaat San. ve Tic. A.Ş. (“Ekur İnşaat”) ve ATP Ticari Bilgi Ağı ve Elek. Güç Kaynakları A.Ş. (“ATP Ticari”) Kurdoğlu ailesinin üyeleri tarafından idare edilmektedir. Mes Mutfak, Şirket’in çeşitli restoranlarına restoran ekipmanlarıyla ilgili olarak sarf malzemesi, yedek parça, montaj, bakım ve tamir hizmetleri sunmaktadır. Ekur İnşaat, müstakil restoranların inşasıyla ilgili hizmetler sunmaktadır. ATP Ticari, Şirket’e çeşitli IT hizmetleri sunmakta ve Şirket’in IT altyapısını yönetmektedir. Şirket an itibarıyla söz konusu ilişkili taraflarla olan güçlü ilişkilerinden faydalanmaktadır. Gelecekte bu şirketlerin sahiplerinde veya Şirket’in onlarla olan ilişkilerinde bir değişiklik olması halinde, Şirket yeni tedarikçiler ve hizmet sağlayıcılar bulmakla bağlantılı masraflara maruz kalabilir ve bu da Şirket’in faaliyet sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.

1.4 Şirketin Avantajları ve Dezavantajları

1.4.1 Şirketin Avantajları

Farklı ve Lider Markalardan Oluşan Şirket Portföyü

Şirket halihazırda çeşitli HSR kategorilerine yönelik yedi farklı marka platformunda faaliyet göstermektedir. Şirket’in marka portföyünde Burger King, Popeyes, Arby’s, Sbarro ve Subway olmak üzere beş global marka; Usta Dönerci ve Usta Pideci olmak üzere iki yerel marka bulunmaktadır.

Şirket bünyesinde bulunan markaları sayesinde, ürün portföyü ile oldukça geniş mutfak tercihlerine hitap edebilme yeteneğine sahiptir. Bu mutfaklar içerisinde burger ve sandviç ürünleri, tavuk ürünleri, iskender, pide, lahmacun gibi yerel lezzetler, pizza, makarna gibi İtalyan mutfağının lezzetleri, cıtır lezzetler, sebze proteini bazlı etsiz ürünler, tatlılar, dondurma ve sıcak/soğuk içecekler yer almaktadır. Bu ürünlere ek olarak,



kahvaltı öğününde tüketilmek üzere tost ürünleri ve menüyü zenginleştirecek çorba, soslar gibi yan ürünler ile oldukça geniş bir mutfak tercihinə hitap eden ürünler sunmaktadır.

Şirket, ürün portföyü sayesinde, farklı ihtiyaçlara cevap verebilecek, dönemsel olarak kendi faaliyet alanları ve iştiğal konusu ile alakalı mutfaklarda ön plana çıkarabilecek ve maliyetlerini de yönetilebilecek esnek ve hızlı yapıya sahiptir.

Şirket'in pazarlama stratejisi, geleneksel ve yeni medya kanalları araçlarıyla yıl boyunca çevik ve tutarlı iletişim stratejileri izlemektir. HSR kapsamındaki Şirket bünyesinde bulunan Şirket'in sahibi olduğu yahut lisans hakkına sahip olduğu markalara ait pazarlama stratejileri, konularında ve markalarında ayrı ayrı uzmanlaşmış ekipleri ile yürütölüp yönetilmektedir. Bu profesyonel yapı sayesinde, çözüm odaklı, amaca hizmet eden, doğru ve hızlı stratejiler geliştirilerek yönetilmektedir.



Şirket bünyesinde farklı markalarının bulunması, her bir markanın stratejilerinin başarısını Şirket'in diğer grup markalarının da etkilenme seviyelerine bakarak hızla ölçümlemeye imkân tanımaktadır. Bu durum, kampanya verimliliğini artıran önemli unsurlardan biridir. Bu markalar arasında dijital kanallar aracılığıyla çapraz kampanyalar düzenlenerek, markalar arası trafik güçlendirilmekte ve daha fazla satışın gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. Aynı zamanda Şirket'in yönettiği markalar arasındaki rekabetten doğan bir sinerji de söz konusudur.

Şirket portföyünde yer alan markaların; ürün gamı, rekabet avantajı ve planlanan büyüme stratejileri aşağıda belirtilmiştir.

BURGER KING

Burger King, 30.06.2023 tarihi itibarıyla toplam 727 restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: Burger King markası, dünya standartlarına uygun hazırlanan ürünleri ile Şirket'e pazarda rekabet avantajı sağlar ve marka değerini artırır. Faaliyet gösterdiği coğrafyalarda, yüksek restoran sayısı ve ürün çeşitliliği ile hem satış hacmi hem de restoran sayısı açısından en yakın rakibinin yaklaşık üç katı büyüklüğe sahip olan Türkiye'nin lider HSR markasıdır (Kaynak: Euromonitor).



POPEYES

Şirket 30.06.2023 tarihi itibarıyla toplam 306 Popeyes restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: 2020 yılı itibarıyla büyüme odaklı ve rekabetçi stratejilerle ilerleyen Popeyes, restoran sayısı bakımından Türkiye’de faaliyet gösteren sınırlı servis hizmet restoranları arasında tavuk kategorisinde lider durumdadır. Pandemi öncesinde TAB Gıda’nın en bilinen markası olarak Burger King değerlendirilirken, Popeyes markası da bu dönemde gerçekleştirmiş olduğu performans sayesinde, pandemi sonrasında Burger King’in yanında Şirket’in en bilinen diğer markası olarak yerini almıştır.



SBARRO

Şirket 30.06.2023 tarihi itibarıyla Türkiye genelinde 115 Sbarro restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: Uygun fiyat, hızlı servis ve restoran sayısı ile hem AVM içerisinde hem de pizza sektöründeki diğer rakiplerine göre avantajlı konumdadır.



ARBY'S

30.06.2023 tarihi itibarıyla Türkiye genelindeki toplam 106 Arby's restoranı bulunmaktadır.

Rekabet Avantajı: "Etçiyiz Biz" söylemi ile fırınlanmış dana eti sunmaktadır. 16 saate kadar fırınlanmış et ürünleri ve kıvrıcık patatesi ile pazarda ayrılan Arby's markası, diğer HSR markalarına kıyasla daha üst segmente hitap etmektedir.



USTA DÖNERCİ

Şirket, 30.06.2023 tarihi itibarıyla toplam 150 Usta Dönerci restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: Şirket, Ekosistem sayesinde hem kalite standartları hem de fiyat açısından rakiplerine karşı avantajlı konumdadır. Türk Mutfağını zincir restoran olarak her şubesinde aynı kalite ve standartta tüketici ile buluşturan Şirket hem ekosistemin hem de diğer markalar ile olan sinerjinin getirdiği maliyet avantajlarını uygun fiyat yapısı ile sürekli olarak tüketiciye sunmayı hedeflemektedir.



USTA PİDECI

Şirket, 30.06.2023 tarihi itibarıyla toplam 42 Usta Pideci restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: Şirket’in yerel lezzetlerini sunan marka, AVM içerisinde kendi faaliyet alanında en uygun bütçeli teklifleri sunma stratejisiyle kendini konumlamaktadır.



SUBWAY

30.06.2023 tarihi itibarıyla Türkiye genelindeki 88 Subway restoranı ile hizmet vermektedir.

Rekabet Avantajı: Markanın güçlü imajı sayesinde, Şirket markaları arasında yerini alarak, sektördeki konumunu güçlendirici etkiye sahiptir. Restoranda pişirilen ekmeği ve şarküteri, peynir ve sebze seçenekleri ile Türkiye pazarında fark yaratması hedeflenmektedir.



Şirket Pazarlama Stratejileri

Şirket, pazarlama stratejilerini oluşturmak için hedef müşterilerin ihtiyaç ve beklentilerini global ve yerel trendleri ve rekabeti analiz eder. Buna göre fiyatlandırma politika ve önerilerini belirler, ürün ve marka konumlandırılması yapar ve kampanya tekliflerini planlar. Pazarlama stratejilerinin amacı, Şirket'in müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılayacak ürün ve hizmetler sunarak müşteri sadakatini güçlendirmek ve yeni müşteri kazanmalarına yardımcı olmaktır. Aynı zamanda, stratejiler, Şirket'in satışlarını artırmasına ve pazar paylarını genişletmelerine olanak tanımaktadır.

Şirketin ana pazarlama stratejileri aşağıdaki gibidir:

- Yıl Boyu İletişim
- İnovasyonlar
- Kategoriler İçin Büyüme Modeli
- Gelir Artış Yönetimi
- Dijital Çözümler
- İş Birlikleri

Yıl Boyu İletişim:

Şirket, müşteri trafiğini artırmak, müşterilerin zihninde markaların bilinirliğini artırmak ve müşteri sadakatini güçlendirerek tüketim frekansını arttırmak için yıl boyunca etkili iletişim stratejileri uygulamaktadır.

Trafik artışı, restoranlara müşteri çekmek ve satışlar üzerinde olumlu etki yaratmak açısından kritik öneme sahiptir. Şirket, farklı kampanya ve promosyon teklifleriyle rekabetçi fiyat avantajı sağlayarak müşterilere uygun teklifler sunmaktadır. İki veya daha fazla kişi için özel teklifler oluşturarak, daha geniş kitlelere ulaşma fırsatı yakalamakta ve sepet ortalamasındaki gelire olumlu yönde katkı sağlamaktadır. Ayrıca, menüye ek olarak anlık satın almayı teşvik eden ek satış getirici teklifler de sunmaktadır. Bu stratejinin, müşteri memnuniyetini artırırken, aynı zamanda Şirket'in gelirlerini ve karlılığını da arttırması hedeflenmektedir.

Marka bilinirliğinin artması ile müşterilerin zihinlerindeki marka paylarının artması desteklenmektedir. Tercih edilme sebeplerinde marka bilinirliği önemli bir paya sahiptir. İmaja yönelik kampanyalar bu amaca hizmet etmektedir. Şirket, dönemsel olarak, marka stratejileri doğrultusunda, marka değer konumlandırmasını ön plana çıkaran iletişimler hazırlamaktadır. Ürün portföyünün genişlemesi, farklı lezzetler sunulması da marka imajının güçlenmesinde ve bilinirliğinin artmasında ciddi öneme sahiptir. Geliştirilen ürünler sayesinde, kalite standartlarına uygun olarak tüm markalar için yeni ürünler satışa sunulmaktadır. Şirket'in ürün inovasyonu kabiliyetleri pazardaki segmentleri doğru olarak hedefleyebilmesini ve müşterilerin tat ve lezzet seçimleri ile fiyat puanlarına hitap ederek hem restoran trafiğini artırmasını hem de marka bilinirliğinin güçlendirilmesini sağlamaktadır.

Müşteri sadakati ise, veriye dayalı ve müşteri odaklı bir pazarlama stratejisi yaklaşımına sahip olup müşteriler ile bağ kurarak, bir sonraki siparişlerinde tercih edilme nedenini oluşturmakta ve satın alma frekansını arttırmaktadır. Buna ek olarak, Şirket, pazarlama girişimlerinin iletişimi konusunda üçüncü taraflar ile iş birliği içerisinde. Bu durum Şirket'in etkin bir pazarlama bütçesi ile müşteri veri tabanını arttırmasına yardımcı

olmaktadır. Çevrim içi ve geleneksel kanallardaki medya satın almasına ek olarak, iş birliği içinde bulunduğu üçüncü taraflar ile gerçekleştirdiği kampanyalarda, iş birliği içinde bulunduğu üçüncü tarafların sahip olduğu mecralarda ve platformlarda da görünürlük elde etmektedir. Buna ek olarak, sunulan alternatif satış ve ödeme kanallarından da yararlanmaktadır.

Şirket, farklı hedef gruplarına göre özelleştirilmiş ürün ve kampanyalar tasarlayarak kullanıcı tabanını genişletmeyi sağlamaktadır. Burada amaç, yeni müşteri çekmek, zihinlerindeki marka paylarını arttırmak ve sahip olduğu müşterilerin alışveriş frekansını arttırmaktır.

İnovasyonlar:

Şirket sürekli olarak inovatif ürünler üzerinde çalışmakta, ürün portföyünün zenginleşmesine katkıda bulunmaktadır. Düzenli yapılan inovasyon çalışmalarının markalara ve şirkete katkısı aşağıdaki gibidir.

1. **Müşteri memnuniyeti:** Yenilikçi ve özgün ürünler sunarak, müşterilerin beklentilerini karşılamak ve memnuniyetlerini artırmak.
2. **Farklılaşma:** Rakiplerden farklılaşarak, yenilikçi ürünlerle müşterilere daha fazla seçenek sunmak ve marka imajını güçlendirmek.



**Sebze Bazlı
WHOPPER®**



3. **Pazar payı artışı:** İnovatif ürünler sayesinde, yeni müşteri kitlelerine ulaşarak pazar payını artırmak ve sektörde lider konumunu güçlendirmek.
4. **Karlılık:** Ürün çeşitliliği ve yenilikçi yaklaşımlar sayesinde, müşteri taleplerini karşılayarak satışları ve karlılığı artırmak.
5. **Sürdürülebilir büyüme:** Yenilikçi ürünler ve sürekli gelişim ile şirketin uzun vadeli büyüme stratejilerini desteklemek ve sürdürülebilir başarı sağlamak.
6. **Küresel rekabet:** Yenilikçi ürünlerle, uluslararası pazarlarda rekabet gücünü artırarak, Şirket'in küresel alanda daha fazla tanınmasına ve büyümesine katkı sağlamak.



Farklı ülkelerde iyi performans gösteren ürünlerin tecrübe transferi vasıtasıyla Türkiye pazarına adapte edilmesi adına inovasyon çalışmaları yapılmaktadır. Sebze bazlı, içeriğinde et bulunmayan ancak lezzet olarak Burger King'in bilinen Whopper'a çok yakın olan Plant-Based Whopper ürünü bu duruma örnek teşkil etmektedir. Bu sayede et tüketimini azaltmak isteyen veya et tüketmeyen tüketicilere ulaşma amacı güdülmüştür.

Premium ürünler kategorisi için de inovasyon çalışmaları ile, rekabetten ayrışan, içerik olarak zengin ürünler üzerinde çalışmalar mevcuttur. King Beef ürünü 175 gram eti ve özel üretim ekmeği ile bu çalışmaların bir örneğidir.

Şirket'in, Popeyes markası için gerçekleştirmiş olduğu inovasyon çalışmaları ile Popeyes XL ürününü çıkarmış, ve tavuk kategorisinde Premium ürün ihtiyacını gidermek için adımlar atmıştır.

Popeyes markası, pazarda daha fazla tüketiciye ulaşabilmek adına ekonomik segmentteki ürün grubuna mevcutta satışa sunduğu ürünlerine göre uygun maliyetli Poppy sandviç ürününü eklemiş ve burger kategorisindeki ürün alternatiflerini bu sayede genişletmiştir.

Şirket bütün markaları için inovasyon çalışmaları gerçekleştirerek, pazardaki konumunu güçlendirmekte, müşteri deneyimini iyileştirmekte, müşteri memnuniyetini artırmakta ve hem ulusal hem de uluslararası düzeyde büyüme ve başarıyı sürdürmeye katkı sağlamaktadır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Kategoriler İçin Büyüme Modeli

Şirket, HSR sektöründe farklı mutfak tercihlerine hitap etmek amacıyla zengin ürün portföyüne ve mutfak seçeneklerine sahiptir. Her marka için özel olarak oluşturulan kategoriler ve farklı satış stratejileriyle çeşitli seçenekler sunar. Bu seçeneklerin bazıları ve ürün kategorileri şu şekildedir:

1. **Ekonomik Ürünler:** Fiyat/performans açısından avantajlı ürünler sunarak trafiği artırmaya ve yeni müşterileri markaya kazandırılmasını sağlar.
2. **Ana Ürünler:** İlgili markaların en bilinen ürünlerini içeren kategori olup, gelir ve karlılığı arttırmaya yönelik marka stratejisine hizmet eder.
3. **Premium Ürünler:** Karlılığı arttıran, zengin içerikli ve üst segmente hitap eden ürünler sunarak markanın prestijini yükseltir, bu kategoride yeni müşteriler kazanmasını sağlar.
4. **Yan Ürünler:** Menü yanı ürünler olarak adlandırılan çıtır lezzetler, alışveriş sepet ortalamasını artırarak ek satışları destekler. Bu durum, müşterilere ana ürünlerle birlikte satın alabilecekleri tamamlayıcı ürünler sunarak gerçekleştirilir.
5. **Çocuk Menüleri:** Çocuklara yönelik özel menüler, uzun vadeli marka bağının inşa edilmesinde ve marka farkındalığının oluşmasında kritik öneme sahiptir. Ailelerin çocukları için tercih ettiği bu menüler, yeni müşteri çekmek ve satışları artırmak amacıyla kullanılır. Çocuk menülerinin satışı, ebeveynlerin de aynı markadan kendileri için farklı ürünler satın almasıyla ek satış ve karlılık getirir.
6. **Dondurma ve Kahve Kategorileri:** Dondurma ve kahve gibi fiş sayısını arttırıcı ürünlerdir.

Şirket, mevcut müşterilerini elinde tutarken daha geniş bir tüketici segmentine ulaşmak için ürün yeniliği ve fiyat optimizasyonu yoluyla karşılaştırılabilir restoran satışlarını büyütmeyi hedeflemektedir.

Gelir Artış Yönetimi ve Fiyatlandırma:

Şirketin fiyatlandırma, gelir arttırımı ve büyüme stratejisi şu şekildedir:

- Menü yapısının kategorilere dayandırılması
- Her kategorinin fiyatlandırma stratejisinin dikkatlice seçilmesi, izlenmesi ve tüketici tercihleri ile rakip faaliyetlerine dayalı olarak yenilenmesi
- Mevcut müşterilerin pazarlama yoluyla frekanslarının arttırılması ile fiş sayılarının arttırılması, yeni müşterilerin çekilmesi ve karlılığı arttırmak amacıyla fiş ortalamasının arttırılması

Şirket, gelir artış yönetimi ve doğru fiyatlandırma stratejisi ile karlılığını yönetmektedir. Yapay zeka destekli model sayesinde, müşteri odaklı ve veriye dayalı pazarlama uygulamaları ile analizler gerçekleştirilmektedir.

Şirket, müşteri ve restoran verilerini analiz ederek müşterilerin tercihlerine dayalı olarak esnek ve rekabetçi fiyatlandırma gerçekleştirir. Bu sayede Şirket, müşteri tabanını genişleten ve optimum indirim ve değer odaklı trafik fırsatı sağlayan kampanyalar sunmayı hedeflemektedir.

Restoranlarda satışa sunulan ürünler, konumlandırımlarına göre değerlendirilir ve hem marka içi ürün grupları hem de markalar arası ürün fiyatları endekslenir. Şirket ayrıca, doğru segmentasyon ve pazar-rekabet dinamiklerini gözeterek pazarlama stratejilerini tasarlar ve bütünsel pazarlama stratejilerine göre aksiyonlar alır.

Satın alma isteğini arttırmak amacıyla, Şirket, müşterilere geniş bir yelpazede uygun fiyatlı teklifler sunan kampanyalar geliştirmektedir. Proaktif bir yaklaşımla, sektörel gelişmeler, rakip analizleri ve kriz durumları değerlendirilerek etkin önlemler alınmaktadır. Esnek fiyatlandırma yapısı sayesinde, Şirket, piyasadaki anlık değişikliklere hızlı bir şekilde uyum sağlayabilmektedir.

Dijital Çözümler:

Şirket, 2015 yılından bu yana dijital dönüşüm sürecine giren ve büyümesine katkı sağlayan güçlü dijital uygulama kabiliyetlerine sahiptir. COVID-19 pandemisi nedeniyle 2020 yılında dijital dönüşüm konusunda daha fazla yoğunlaşmıştır. Gerek dünyadaki gelişmeler gerek ise bu dijital ve teknoloji gelişimleri konusunda oldukça ileri seviyede olduğu düşünülen Çin pazarındaki gelişmeler yakından takip edilmekte ve dijitalleşme konusunda gelişmiş pazarların seviyesine gelinmesi hedeflenmektedir. Şirket'in bu alanda temel hedefi, müşterilerine dijital teknolojiler kullanarak kişiselleştirilmiş ve zenginleştirilmiş pürüzsüz bir müşteri deneyimi sunmaktır. Sipariş aşamasından, kişiselleştirmeye, ödeme yöntemlerinden restoran performans takibine kadar her alanda dijital girişimler tüm hızıyla devam etmektedir.



Şirket, dijital yeteneklerine yenilikçi bir uygulama ekleyerek sipariş kiosk hizmetini sunmaya başlamıştır. Havalimanları dahil olmak üzere özellikle turistik ve trafiğin yoğun olduğu bölgelerde kiosk uygulamasının yaygınlaştırılması planlanmaktadır.

Şirket'in merkezi olarak yönetilen dijital menuboard sistemleri fiyat değişikliği veya kampanya özelleştirme gibi konularda özellikle esneklik ve hız konusunda rekabet avantajı yaratmaktadır.

İş Birlikleri

Şirket, bulunduğu HSR pazarında, ürünlerini yüksek oranda paket servis kanalıyla da tüketicilerle buluşturmaktadır. Şirket, yaygın restoran ağı sayesinde, faaliyet gösterdiği bölgelerde paket servis hizmetlerini stratejik bir şekilde genişletmeyi hedeflemiştir. İş birliği içinde bulunduğu hizmet sağlayıcılarla, paket servis hizmetlerini Şirket'in önemli bir faaliyet alanı haline getirmiştir ve 2020'deki COVID-19 pandemisi sonucunda dijital ve teknolojik girişimlerini hızlandırmıştır.

Şirket, bulunduğu pazardaki ana hedef müşteri segmentlerini, günlük yemek ihtiyaçlarına odaklanan ve maliyet konusunda bilinçli olan, kentsel bölgelerde yaşayan öğrenciler, genç yetişkinler ve genç aileler olarak belirlemiştir. Şirket, marka iletişimini güçlendirmek adına, üçüncü taraf platformlarla da iş birliği yaparak ortak kampanyalar düzenlemektedir.

Şirket, sektörün önde gelen büyük oyuncularını ile iş birliği gerçekleştirmektedir. Paket servis sağlayıcıları ile yapılan iş birlikleri ile, platformlarda artan görünürlük sayesinde satışların yükseltilmesine, yeni müşterilere erişilmesine ve sipariş frekansının artırılmasına imkân tanımaktadır. Platforma özel hazırlanan kampanya ve iletişim bütçeleri, iş birliği kapsamında maliyetlerin paylaşılmasına ve böylelikle fayda elde edilmesine de olanak sağlamaktadır.

Ekosistemde yer alan Tıkla Gelsin platformundaki Gel-AI uygulaması sayesinde, uygulama üzerinden sipariş veren müşteriler sıra beklemeden sipariş verme ayrıcalığını elde eder. İş birliği kapsamında, banko kanalına özel kampanya fırsatlarının müşterilere sunulmasını sağlar.

2020 yılında gerçekleşen paket servis satışı yapılan restoran sayısı, 2022 yılında 1,5 katına çıkmıştır. Aynı zamanda, 2020 yılına göre, 2022 yılında paket servis satışına dayalı fiş sayısı da 2,3 katına yükselmiştir.

Farklı sektörlerdeki pazarın önde gelen markalarıyla TAB Gıda markaları arasında gerçekleştirilen kampanyalar, iş birliği kampanyaları olarak adlandırılmaktadır. İşbu kampanyalar içecek, giyim, gıda, perakende vb. farklı sektörlerdeki şirketler, e-ticaret uygulamaları, yayın platformları ve bu şirketlerin kendi mecralarında TAB Gıda markalarının kampanyalarının duyurulması ve bu şirketlerin çalışan veya tüketicilerine yönelik özel tekliflerini kapsamaktadır. Bu kampanyaların ana amacı, farklı kanallardan potansiyel misafirlere ulaşarak marka bağlılığını güçlendirmek, marka bilinirliğini korumak veya artırmak ve restoranlara fiş ve ciro desteği sağlayarak karlılığı arttırmaktır.



2021 yılına kıyasla, 2022 yılında yukarıda bahsedilen iş birliği kampanyaları üzerinden yapılan satışların fiş sayısında %35 büyümeye sağlamıştır. İş birliği içinde bulunan kampanya sayısı ise, 2021 yılında 82 iken, 2022 yılında 176'ya ulaşmıştır. Bu sayede Şirket'in temsil ettiği ve sahibi olduğu markaların mevcut ve potansiyel müşterilerine farklı markalar aracılığı ile de ulaşarak marka bağlı güçlendirilmiş ve sisteme fiş ve ciro katkısında bulunularak karlılık arttırılmıştır.

İş birliği kampanyaları, ana teklife ek olarak, ek satışları desteklemek amacıyla fiş içine dahil edilen yan ürünler ve farklı ürünlerin satın alımını teşvik eden bir yapıya sahiptir. 2022 yılında yaygınlaşan kampanya modellerinden biri olan maliyet paylaşım modeli, kampanya kapsamında menüye uygulanan indirimin iş birliği kurulan firma ile paylaşıldığı bir yapıdır. Bu model, hem tüketicilere daha cazip teklifler sunulmasını sağlarken, hem de kampanya maliyetlerinin iş ortakları arasında dengeli bir şekilde dağıtılmasına olanak tanımaktadır.

1.4.2 Şirketin Dezavantajları

Döviz kuru dalgalanmaları

Şirket, gelirlerinin büyük kısmı TL cinsinden elde etmektedir. Şirket'in satın alma, faaliyet ve finansman giderlerinin bir kısmı TL cinsindendir. Ancak, Şirket'in restoran yatırımları için almış olduğu makine, ekipman, yazılım ve donanım hizmetlerinin bir kısmının döviz kuruna bağlı oluşundan dolayı döviz kurundaki dalgalanmaların yüksek olduğu dönemlerde karlılık olumsuz etkilenebilir.

Enerji maliyetlerin ve operasyonlara etkisi

Şirket'in, operasyonlarını yürüttüğü restoranlardaki enerji giderleri önemli maliyet kalemlerinden biridir. Enerji fiyatlarında oluşabilecek ani artışlar mal ve hizmet maliyetlerinde baskıya neden olabilir. Enerji maliyetlerindeki artışların devam etmesi durumunda, restoranların enerji maliyetleri artabilir ve bu maliyetlerden kaynaklanabilecek marj kayıplarının korunması için fiyatlamanın gözden geçirilmesi gerekebilir. Enerji maliyetlerinin artışından Şirket olumsuz etkilenebilir.

Ülke genelinde satın alma gücündeki değişiklikler ve fiyatlamalar

Şirket'in faaliyet gösterdiği HSR pazarında yaşanabilecek maliyet artışları nedeniyle yaşanabilecek ürün / menü fiyat değişikliklerinde, tüketiciler daha ucuz alternatiflere yönelebilmektedir ya da evde tüketime yönelebilmekte ve Şirket'in faaliyetleri olumsuz etkilenebilmektedir.

Asgari ücret artışı

Şirket çalışanlarının %50'si asgari ücret veya asgari ücrete çok yakın maaşlar ile çalışmaktadır. Yüksek enflasyon oranlarının devam etmesi durumunda Şirket, asgari ücret artışından etkilenebilir ve personel maliyetlerindeki artış operasyonel kar marjlarında düşüşe sebep olabilir.

2 Finansal Durum

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından seçilen önemli finansal bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 17: Şirket'in Özet Bilançosu

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	1.716.154.781	833.974.865	422.756.159	515.613.833
Duran Varlıklar	5.949.195.979	4.626.897.625	2.320.841.905	1.540.423.048

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Toplam Varlıklar	7.665.350.760	5.460.872.490	2.743.598.064	2.056.036.881
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.871.421.953	2.743.649.863	1.531.472.858	1.534.088.645
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.915.564.123	1.769.499.312	1.339.778.131	893.308.518
Toplam Özkaynaklar	1.878.364.684	947.723.315	-127.652.925	-371.360.282
Toplam Kaynaklar	7.665.350.760	5.460.872.490	2.743.598.064	2.056.036.881

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

30.06.2023 tarihinde 1.716.154.781 TL olarak gerçekleşen Dönen Varlıklar, aynı dönem itibarıyla toplam aktiflerin %22'sini oluşturmaktadır. Dönen Varlıklar, 30.06.2023 tarihinde, 31.12.2022 tarihine kıyasla %106 oranında, 31.12.2022 tarihinde, 31.12.2021 tarihine kıyasla %97 oranında artmıştır. 31.12.2021 tarihinde, 31.12.2020 tarihine göre %18 oranında azalmıştır.

Şirket'in Duran Varlıkları, Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklardan, Diğer Alacaklardan, Kullanım Hakkı Varlıklarından, Peşin Ödenmiş Giderlerden, Diğer Duran Varlıklardan ve Ertelenmiş Vergi Varlıklarından oluşmaktadır. 30.06.2023 tarihi itibarıyla 5.949.195.979 TL düzeyine ulaşan Duran Varlıklar, 31.12.2022 tarihi itibarıyla ise 4.626.897.625 TL olarak gerçekleşmiştir. Duran Varlıklar, 30.06.2023 tarihinde, 31.12.2022 tarihine göre %29, 31.12.2022 tarihinde ise bir önceki yıla göre %99 oranında ve 31.12.2021 tarihinde ise bir önceki döneme göre %51 oranında artış göstermiştir.

Kısa Vadeli Yükümlülükler, 30.06.2023, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 tarihlerinde, sırasıyla 3.871.421.953 TL, 2.743.649.863 TL, 1.531.472.858 TL ve 1.534.088.645 TL olarak gerçekleşmiş olup Toplam Kaynaklar içerisindeki payları sırasıyla, %51, %50, %56 ve %75'tir. Kısa Vadeli Yükümlülükler bir önceki yıla göre sırasıyla 2021'de aynı seviyelerde, 2022'de bir önceki yıla göre %79 oranında, 30.06.2023 tarihinde ise, 31.12.2022 tarihine göre %41 artış göstermiştir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler, 30.06.2023'te 1.915.564.123 TL, 31.12.2022'de 1.769.499.312 TL, 31.12.2021'de 1.339.778.131 TL, 31.12.2020'de ise 893.308.518 TL olarak gerçekleşmiş olup Toplam Kaynaklar içerisindeki payı sırasıyla %25, %32, %49 ve %43'tür. Uzun Vadeli Yükümlülükler bir önceki yıla göre sırasıyla 2021'de %50 oranında artış, 2022'de bir önceki yıla göre %32 oranında, 30.06.2023 tarihinde ise, 31.12.2022 tarihine göre %8 artış göstermiştir.

30.06.2023 tarihinde 1.878.364.684 TL düzeyine ulaşan Özkaynaklar aynı tarih itibarıyla toplam kaynakların %25'ini oluşturmaktadır. Özkaynaklar bir önceki döneme göre sırasıyla 31.12.2021 tarihinde %66, 31.12.2022 tarihinde %842 ve 30.06.2023 tarihinde %98 oranında artış göstermiştir.

Tablo 18: Şirket'in Gelir Tablosu

TL	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Hasılat	7.079.233.022	3.332.266.084	8.619.797.534	3.834.030.729	2.167.306.436
Satışların Maliyeti (-)	-5.613.034.902	-3.008.505.700	-7.437.859.584	-3.219.098.651	-2.020.290.734
Brüt Kar	1.466.198.120	323.760.384	1.181.937.950	614.932.078	147.015.702
Genel Yönetim Giderleri (-)	-233.852.763	-106.647.557	-217.800.083	-106.002.213	-80.095.197
Pazarlama giderleri (-)	-351.235.154	-187.237.748	-467.591.690	-218.807.066	-115.874.619
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	200.841.251	109.920.868	204.285.145	116.937.446	46.868.416
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-162.584.769	-77.733.874	-132.088.553	-58.217.506	-71.467.455

TL	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Esas Faaliyet Karı/(zararı)	919.366.685	62.062.073	568.742.769	348.842.739	-73.553.153
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	144.464.282	45.381.215	9.324.604	19.809.646	7.834.702
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-34.893.142	-40.554.522	-27.037.782	-17.751.232	-28.447.283
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1.028.937.825	66.888.766	551.029.591	350.901.153	-94.165.734
Finansal Gelirler	63.794.330	132.717.837	208.417.683	57.957.506	90.437.959
Finansal Giderler (-)	-441.859.685	-239.333.213	-470.434.349	-561.725.717	-336.758.767
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	650.872.470	-39.726.610	289.012.925	-152.867.058	-340.486.542
Dönem vergi gideri (-)	-8.299.032	-	-47.686.152	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri	322.188.769	-9.803.335	120.513.037	22.376.074	30.374.808
Net Dönem Karı/(Zararı)	964.762.207	-49.529.945	361.839.810	-130.490.984	-310.111.734

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Hasılat

Aşağıdaki tabloda 30 Haziran 2023, 30 Haziran 2022, 31 Aralık 2022, 2021 ve 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerdeki hasılat, gelir türüne göre gösterilmektedir.

Tablo 19: Satışların Kırılımı

Hasılat (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Restoran Satışları (*)	6.356.983.137	2.996.766.691	7.739.285.798	3.402.483.563	1.925.695.836
Franchise Gelirleri	573.387.023	237.227.977	645.574.185	322.781.674	154.717.427
Franchise Restoranlara Yapılan Satışlar	137.851.869	95.773.392	224.536.523	104.978.539	83.514.665
Diğer Satışlar	11.010.993	2.498.024	10.401.028	3.786.953	3.378.508
Hasılat	7.079.233.022	3.332.266.084	8.619.797.534	3.834.030.729	2.167.306.436

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

*Satışlardan idelerin çıkarıldığı net tutarlardır.

Şirket'in Hasılat'ı, (a) Restoran Satışları (b) Franchise Gelirlerini, (c) Franchise Restoranlara Yapılan Satışları ve (d) Diğer Satışları kapsamaktadır.

(a) Restoran Satışları: Şirket tarafından işletilen restoranların gelirleri, Şirket tarafından işletilen restoranlardaki yiyecek ve içecek satışından elde edilmektedir.

(b) Franchise Gelirleri: Şirket'in, franchise faaliyetlerinden telif hakkı ücreti, makine ve ekipman kiralama ücreti, franchise açılış ücreti şeklinde elde ettiği gelirleri kapsamaktadır. Franchise ücretleri, esas olarak, franchise verilen restoranlarının satışlarının (franchise satışlarıyla bağlantılı olarak ödenen KDV hariç olmak üzere) bir yüzdesi şeklinde (Şirket, Franchise 1 ve Franchise 2 modellerinden, restoranın ticari şartlarına ve konumuna göre aylık olarak, KDV hariç satışları üzerinden %13-%35 aralığında Royalty Bedeli Geliri elde etmektedir.) kazanılan ücretlerden oluşmaktadır. Şirket'in franchise sözleşmelerinin franchise verdiği şirketlerin, satışlarının bir yüzdesi olarak hesaplanan franchise ücretini Şirket'e ödemelerini şart koşmaktadır.



Aynı zamanda Şirket, franchise'ların inşaat, dekorasyon işlerini üstlenmekte ve ekipman (makine, teçhizat, demirbaşlar) tedarik etmektedir. Kurulum ve ekipman ücretleri söz konusu restoran faaliyete geçtiğinde gelir olarak kaydedilir.

(c) Franchise Restoranlara Yapılan Satışlar: Franchise restoranlardan bazılarının kira sözleşmelerini kendisi imzalamakta ve mülk sahibine ödenecek meblağları ilgili restoranın alt kiracısı olan franchiselardan hiçbir kar payı eklemekten tahsil etmektedir.

(d) Diğer Satışlar: Üçüncü kişilere yapılan diğer satışları kapsamaktadır. Franchise restoran devirlerine ilişkin bir defaya mahsus olmak üzere elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

2014 yılında 1.156 milyon TL olan hasılat, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre %29 oranında bir YBBO ile 2022 yılında 8.620 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Söz konusu artışlar, esas olarak, mevcut restoranların satışlarının artması, yıl içerisinde yeni açılan restoranlardan gelen fiş sayılarının etkisi ve fiyatların genel seviyesinde yaşanan artışların etkilerinden kaynaklanmıştır.

Şirket'in hasılatı 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde 7.079.233.022 TL, 30.06.2022 ile biten altı aylık dönemde 3.332.266.084 TL, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali yıllarda ise, sırasıyla 8.619.797.534 TL, 3.834.030.729 TL ve 2.167.306.436 TL olarak gerçekleşmiştir.

Hasılat, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %112 oranında artmıştır. Mevcut restoranların artan fiş sayıları ve enflasyona bağlı fiş tutarlarına paralel satış büyümeleri ile yeni restoran açılışlarından elde edilen satışların katkıları sebebiyle satışlar artmıştır. Franchise Gelirleri, 2023 yılının ilk yarısı, 2022 yılının ilk yarısı ile karşılaştırıldığında %142 oranında artmıştır. Şirket'in 2022 yılının ilk yarısında 385 olan Franchise restoran sayısı, 2023 yılının ilk yarısında 616'ya çıkmıştır.

Franchise restoranlara yapılan satışlar, 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısı ile karşılaştırıldığında %44 oranında artmıştır. 2022 yılının ilk altı ayında 27 adet Franchise restoran açılışı bulunurken, 2023 yılının ilk yarısında 90 adet Franchise restoran açılışı bulunmaktadır.

2022 yılı, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında hasılat %125 oranında, 2021 yılı, 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %77 oranında artmıştır. 2022 yılı, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında hasılat %125 oranında, 2021 yılı, 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %77 oranında artmıştır.

Şirket'in hasılatı 2020 yılında pandemi etkisi ile düşüş yaşamış olup, 2021 yılının ikinci yarısında pandemi etkisinin kalkması ile artmıştır. Restoran satışları, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %127 oranında, 2021 yılını, 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %77 oranında artmıştır. En önemli sebebi, COVID-19 pandemi etkilerinin ortadan kalkması ve mevcut restoranların satış büyümeleri ile yeni restoran açılışlarından elde edilen satışların katkısıdır, bu restoranların 2021 yılının tamamında faaliyette olmamaları sebebiyle söz konusu yeni restoran açılışlarının tüm yıldaki etkisi 2022 yılında gerçekleşmiştir. Şirket, 2020 yılında 898 olan kendi işlettiği restoran sayısını, 2021 yılında 919'a ve 2022 yılında da 934'e çıkarmıştır.

Franchise gelirleri, Franchise restoranlardan elde edilen gelirlerdir. Bu gelirler, franchise faaliyetlerinden telif hakkı ücreti, makine ve ekipman kiralama ücreti, franchise açılış ücreti şeklinde elde ettiği gelirleri kapsamaktadır. 2022 yılında Franchise gelirleri %100 oranında artmıştır. 2022 yılı içerisinde aynı zamanda Franchise tarafından işletilen, yıl içerisinde yeni açılan restoranların hasılatı olan etkisi de artışın nedenlerindendir. Şirket, 2021 yılında 365 olan Franchise verilen restoran sayısını, 2022 yılında 536'ya çıkarmıştır.

Franchise Gelirleri, 2022 yılı, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %100 oranında, 2021 yılı ise 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %109 oranında artmıştır. Bu artışın temel nedeni, yeni Franchise restoranların açılması ve



mevcut Franchise restoranların satışlarının büyümesidir. 2020 yılında 325 olan Franchise restoran sayısı, 2021 yılında 365'e ve 2022 yılında da 536'ya çıkmıştır.

Franchise restoranlara yapılan satışlar, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %114 oranında, 2021 yılında, 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %26 oranında artmıştır. Şirket'in Franchise'lar adına ödediği kira masraflarının, Franchise'a yansıtılmasıyla elde edilen gelirlerdir. Artışın temel nedeni, sistemdeki Franchise restoran sayısının 2022 yılında 536, 2021 yılında 365 ve 2020 yılında 325 olmasıdır. Aynı zamanda, Franchise restoranların satışlarının artması ile paralel olarak ciro bazlı ödenen kiralara da artmasından kaynaklanmaktadır.

Satışların Maliyeti

Aşağıdaki tabloda 30 Haziran 2023, 30 Haziran 2022, 31 Aralık 2022, 2021 ve 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde Şirket'in yapmış olduğu satışların maliyetini oluşturan kalemler gösterilmektedir.

Tablo 20: Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	-2.706.656.278	-1.362.138.734	-3.399.323.113	-1.460.077.108	-770.921.574
Personel Giderleri	-1.089.682.262	-598.818.349	-1.385.802.247	-683.810.215	-463.507.650
Genel Üretim Giderleri	-867.518.603	-479.663.503	-1.308.632.608	-500.161.849	-334.251.502
Kiralama İşlemlerinden Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	-289.386.801	-205.248.597	-442.995.749	-185.795.615	-190.544.347
Kira Giderleri	-361.127.050	-158.819.289	-467.632.758	-192.856.323	-106.892.106
Amortisman Giderleri	-216.474.894	-129.159.193	-259.104.050	-116.146.600	-106.686.119
Franchise Restoranlara Yapılan Satışların Maliyeti	-47.107.560	-42.804.386	-122.432.872	-46.908.100	-35.816.359
Satılan Ticari Malların Maliyeti	-35.081.454	-31.853.649	-51.936.187	-33.342.841	-11.671.077
Satışların Maliyeti	-5.613.034.902	-3.008.505.700	-7.437.859.584	-3.219.098.651	-2.020.290.734
Satışların Maliyetinin Satışlara Oranı	79%	90%	86%	84%	93%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Satışların Maliyeti, satışlardan hasılat elde edilmesi için doğrudan maruz kalınan maliyetlerden oluşmaktadır.

Satışların Maliyeti 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde 5.613.034.902 TL, 30.06.2022 ile biten altı aylık dönemde 3.008.505.700 TL, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali yıllarda ise, sırasıyla 7.437.859.584 TL, 3.219.098.651 TL ve 2.020.290.734 TL olarak gerçekleşmiştir.

Satışların Maliyeti, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık dönemle karşılaştırıldığında ise 2.604.529.202 TL diğer bir deyişle %87 oranında artmıştır. Satışlara oranı sırasıyla 30.06.2023 ve 30.06.2022 tarihlerinde sona eren altı aylık dönemlerde %79 ve %90'dır. Satışların maliyeti, satışlardaki artış ve enflasyon artışına paralel olarak artmıştır.

İlk Madde ve Malzeme Giderleri, yiyecek, içecek, kağıt ve ambalaj ürünlerinin maliyetinden oluşmaktadır. İlk Madde ve Malzeme Giderleri, 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısına göre 1.344.517.544 TL veya %99 oranında artmış olup, artışın ana sebebi, satışlardaki artış ve enflasyon etkisidir. Restoran ağının genişlemeye devam etkisinin etkilerinden dolayı, istihdam artmış, personel giderleri 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısına göre %82, genel üretim giderleri %81, kira giderleri %127 ve satılan ticari malın maliyeti %5 oranında artmıştır. 2022 yılının ilk yarısında az da olsa pandeminin etkileri devam etmekteydi.

2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında Satışların Maliyeti %131 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %59 oranında artmıştır. Satışlara oranı sırasıyla 31 Aralık 2022, 2021 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda %86, %84 ve %93'tür.

İlk Madde ve Malzeme Giderleri, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %133 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %89 oranında artmıştır. Bu artış esas olarak, Şirket'in restoran ağının genişlemeye devam etmesi, satışlardaki artıştan ve enflasyon etkisinden kaynaklanmıştır.

Personel Giderleri, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %103 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %48 oranında artmıştır. Bu artış esas olarak, Şirket'in restoran ağının genişlemeye devam etmesi ve yeni personel istihdam etmesinden kaynaklanmıştır. Şirket'in 31.12.2022 tarihinde 15.830, 31.12.2021 tarihinde 14.775, 31.12.2020 tarihinde ise 13.923 personeli bulunmaktadır.

Genel Üretim Giderleri, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %162 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %50 oranında artmıştır. Genel Üretim Giderleri içerisinde enerji maliyetleri, paket servis hizmet bedeli, Marka Sahipleri'ne ödenen komisyonlar, temizlik giderleri ve diğer muhtelif giderlerden oluşmaktadır. 2022 yılını, 2021 yılı ve 2021 yılını 2020 yılı ile karşılaştırıldığında, artışın temel sebebi, satışların artışı ile Marka Sahipleri'ne ödenen komisyonların artması, COVID 19 ile paket servis artışına paralel olarak, paket servis hizmet bedelindeki artış ve enflasyon sebebi ile enerji birim maliyetlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in Kira Giderleri, ciro kira (restoran cirosu üzerinden belirli bir yüzde olarak ödenen kira) ödenen restoranlarda, restoran satışlarının artmasına paralel olarak artış göstermiştir. 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısına göre %127, 31.12.2022 ve 31.12.2021 ile sona eren yıllarında sırasıyla %142 ve %80 oranında artmıştır. Kira Giderleri temelde, kira sözleşmelerinde belirtilen ve TFRS16 kapsamına alınan baz kira tutarlarının dışında kalan ciro kira giderlerinden oluşmaktadır. Şirket, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile sona eren yıllarda, sırasıyla 149, 84, 71 adet restoran açmıştır.

Franchise restoranlara yapılan satışların maliyeti, Şirket tarafından, Franchise'lar adına kiralanan restoranların kira giderleridir. 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısına göre %10, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %161 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %31 oranında artmıştır. 2022 yılında, Franchise restoranların sayısındaki artışa ek olarak restoran satışlarının artması ile ciro bazlı ödenen kiralardan da artmasından kaynaklanmaktadır.

Satılan Ticari Malların Maliyeti, Şirket tarafından, Franchise'lara satılan ekipmanların maliyetini içermektedir. 2023 yılının ilk yarısında, 2022 yılının ilk yarısına göre %5, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %56 oranında, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %186 oranında artmıştır. Franchise restoranların açılışındaki artışa paralel olarak artış gerçekleşmiştir.



Brüt Kar

Tablo 21: Brüt Kar

Brüt Kar (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Hasılat	7.079.233.022	3.332.266.084	8.619.797.534	3.834.030.729	2.167.306.436
Satışların Maliyeti	-5.613.034.902	-3.008.505.700	-7.437.859.584	-3.219.098.651	-2.020.290.734
Brüt Kar	1.466.198.120	323.760.384	1.181.937.950	614.932.078	147.015.702
Brüt Kar Marjı	21%	10%	14%	16%	7%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in Brüt Karı, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 1.142.437.726 TL veya %353 oranında artarak 1.466.198.120 olarak gerçekleşirken 30.06.2022 ile biten altı aylık dönemde ise 323.760.384 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk yarısında, satışların artması, maliyetlerle ilgili yapılan verimliliklerin de etkisiyle brüt kar marjı %21 oranında gerçekleşmiştir. 2022 yılında ülkemizde ve dünyada yaşanan yüksek enflasyon sebebiyle ürün maliyetlerinde öngörülemeyen artışlar yaşanması sebebiyle brüt kar marjı 2022 yılın ilk yarısında %10 gerçekleşmiştir.

31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde sırasıyla 1.181.937.950 TL, 614.932.078 TL ve 147.015.702 TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında yaşanan COVID-19 sebebiyle şirketin brüt kar marjında düşüş yaşanmıştır. 2021 yılında salgının etkilerinin azalması ile Şirket, 2021 yılı operasyonlarını %16 brüt kar marjı ile kapatmıştır. 2022 yılında Türkiye'de yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle satışların maliyeti Şirket Hasılat'ına göre daha fazla oranda artmıştır. 2022 yılında ülkemizde ve dünyada yaşanan yüksek enflasyon sebebiyle ürün maliyetlerinde öngörülemeyen artışlar yaşansa da, Şirket pandemi döneminde yaşamış olduğu tecrübeler ile giderlerini önemli bir ölçüde yönetebilmesine rağmen Şirket'in brüt kar marjı 2021 yılına göre düşmüştür. Şirket'in sırasıyla 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 dönemlerinde sırasıyla brüt kar marjı %14, %16 ve %7'dir.

Genel Yönetim Giderleri

Tablo 22: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Personel Giderleri	-95.665.951	-49.199.996	-102.351.852	-52.834.522	-36.194.774
Amortisman Giderleri	-23.519.445	-14.032.817	-26.567.449	-12.437.543	-10.615.481
Finansal ve Yasal Danışmanlık Giderleri	-31.955.568	-10.570.096	-28.623.694	-11.155.338	-9.263.177
Bakım ve Onarım Giderleri	-8.041.920	-3.356.492	-7.359.303	-5.925.281	-5.007.509
Kiralama İşlemlerinden Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	-	-	-12.867.962	-5.498.980	-3.842.957
Ofis ve Genel Yönetim Giderleri	-35.322.489	-13.045.473	-5.606.330	-3.169.692	-2.535.432
Dava Karşılıkları	-2.868.639	-2.098.535	-4.608.418	-1.462.179	-1.807.801

Genel Yönetim Giderleri (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Resim, Harç ve Diğer Vergi Giderleri	-3.209.199	-731.649	-3.152.164	-1.750.332	-1.388.177
Elektrik ve Yakıt Giderleri	-2.990.550	-2.525.889	-5.969.959	-1.666.526	-1.182.691
Seyahat Giderleri	-1.924.755	-1.357.830	-4.036.766	-917.097	-619.054
Tahliye Bedellerinin İtfa Paylaarı	-153.395	-226.817	-226.817	-564.975	-609.636
Sigorta Giderleri	-546.157	-461.175	-1.769.456	-535.133	-578.880
Kira Giderleri	-10.762.188	-5.950.530	-	-41.427	-26.286
Yazılım Giderleri	-6.592.613	-1.490.987	-	-88.718	-
Hisse Bazlı Ödeme Giderleri	-	-	-	-	-1.505.644
Diğer	-10.299.894	-1.599.271	-14.659.913	-7.954.470	-4.917.698
Genel Yönetim Giderleri	-233.852.763	-106.647.557	-217.800.083	-106.002.213	-80.095.197

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in Genel Yönetim Giderleri, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 127.205.206 TL veya %119 oranında artarak 106.647.557 TL'den 233.852.763 TL'ye yükselmiştir. Bu artışın temel sebepleri, Personel Giderlerinin 46.465.955 TL veya %94 oranında artmasından, 31.12.2022 tarihi itibarıyla yapılan yeniden değerlemeden dolayı, 2023 yılının ilk altı ayında, 2022 yılının ilk altı ayına göre oluşan amortisman giderlerinin %68 oranında artmasından, finansal ve yasal danışmanlık giderlerinin 21.385.472 TL veya %202 oranında artmasından kaynaklanmıştır. Bu artışların nedenlerinin içinde, 2022 yılında Türkiye'de fiyatlar genel seviyesindeki artışın devam etmesinden dolayı alınan hizmetlerin fiyatlarının da artmasından ve personel maaşlarına yapılan zamlar yer almaktadır.

Genel Yönetim Giderleri, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde sırasıyla 217.800.083 TL, 106.002.213 TL ve 80.095.197 TL olarak gerçekleşmiştir. Genel Yönetim Giderleri, 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %105 oranında, 2021 yılında, 2020 yılı ile karşılaştırıldığında %32 oranında artmıştır. Genel Yönetim Giderlerinin, satışlara oranı sırasıyla 2022, 2021 ve 2020 yıllarında %3, %3 ve %4'tür.

Genel Yönetim Giderleri, 31.12.2022 ile biten mali yılda, 31.12.2021 ile sona eren mali yılla karşılaştırıldığında 106.622.482 TL veya %105 oranında artış göstermiştir. Bu artış esas olarak Şirket'in büyümesinden kaynaklanmıştır. Şirket'in konsolide Genel Yönetim Giderlerindeki artış, esas olarak, Şirket'in Personel Giderlerinin 49.517.330 TL veya %94 oranında artmasından, 2022 yılında yapılan yeniden değerlemeden dolayı oluşan amortisman giderlerinin %72 oranında artmasından, finansal ve yasal danışmanlık giderlerinin 17.468.356 TL veya %157 oranında artmasından kaynaklanmıştır. Bu artışların nedenlerinden birisi de Türkiye'de fiyatlar genel seviyesindeki artıştan dolayı alınan hizmetlerin fiyatlarının da artmasından ve personel maaşlarına yapılan zamlardır.

Şirket'in Genel Yönetim Giderleri, 31.12.2021 ile sona mali yılda, 31.12.2020 ile biten mali yılla karşılaştırıldığında 30.845.164 TL veya %38,5 oranında artış göstermiştir. Genel Yönetim Giderleri kalemlerinin çoğu Şirket'in büyümeye devam etmesiyle birlikte artmıştır. Şirket'in Genel Yönetim Giderlerindeki artış, ağırlıklı olarak Personel Giderlerinin 29.577.896 TL veya %59,6 oranında artmasından kaynaklanmıştır.

Şirket'in Genel Yönetim Giderlerinin Hasılatı olan oranı, 31.12.2021'de sona eren mali yılda %3 olarak gerçekleşirken 31.12.2020'de sona eren yılda %4 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Genel Yönetim Giderlerinin Hasılatı olan oranındaki düşüş, esas olarak Şirket'in sabit giderlerinin etkin biçimde yönetilmesinden ve hasılatının artmasından kaynaklanmıştır.

Genel Yönetim Giderleri, 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında 25.907.016 TL veya %32 oranında artış göstermiştir. Şirket'in Genel Yönetim Giderlerindeki artış, esas olarak, Şirket'in Personel Giderlerinin 16.639.748 TL veya %46 oranında artmasından kaynaklanmıştır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Tablo 23: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Reklam ve Pazarlama Giderleri	-301.775.638	-160.381.947	-408.641.702	-179.665.654	-91.961.311
Komisyon Giderleri	-47.763.056	-25.926.266	-56.645.921	-38.394.144	-23.300.794
Diğer Giderler	-1.696.460	-929.535	-2.304.067	-747.268	-612.514
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-351.235.154	-187.237.748	-467.591.690	-218.807.066	-115.874.619

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 163.997.406 TL veya %88 oranında artarak 187.237.748 TL'den 351.235.154 TL'ye yükselmiştir. Bu artış tamamen hasılat artışına paralel olarak artmaktadır. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, 30.06.2023 ve 30.06.2022'de sona eren dönemler için Hasılat'a oranı sırasıyla %5,0 ve %5,6 olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde, sırasıyla 467.591.690 TL, 218.807.066 TL ve 115.874.619 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında %114 oranında, 31.12.2021 ile biten mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında ise %89 oranında artış gerçekleşmiştir.

Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin Hasılatı olan oranı, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren dönemler için sırasıyla %5,4, %5,7 ve %5,3 olarak gerçekleşmiştir.

Bu artış, esas olarak Şirket'in büyümesinden kaynaklanmıştır, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri kalemlerinin çoğu Şirket'in büyümeye devam etmesiyle birlikte artmıştır.

Şirket'in Marka Sahipleri ile yapmış olduğu sözleşmeler ile belirlenmiş olan, Şirket'in Sistem Geneli'ndeki restoran satışlarının belirli bir yüzdesini pazarlama girişimlerine ayırması gerektirmektedir. Her iki dönemde de Şirket'in Sistem Geneli'ndeki restoran satışlarının artması, Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinde bir artışa yol açmıştır.

Komisyon Giderleri'nin içeriği, yemek siteleri üzerinden alınan siparişler için ödenen komisyonlardır. 2023 yılının ilk yarısında 2022 yılının ilk yarısına göre %84, 2022 yılında, 2021 yılına göre %48 oranında ve 2021 yılında, 2020 yılına göre %65 oranında artmıştır. İncelenen dönemler itibarıyla, bu artışların temel sebebi, COVID 19 ile beraber paket servis satışlarında gerçekleşen artışlardır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Reeskont Gelirleri	30.673.641	24.505.018	10.729.017	1.052.267	15.721.544
Maaş Protokolü Geliri	2.400.000	2.400.000	4.800.000	4.800.000	4.800.000
Ticari Alacakların Kur Farkı Gelirleri	140.973.785	63.605.528	139.655.672	86.655.137	13.210.590
Atık Yağ Gelirleri	22.132.932	11.759.275	34.237.300	6.326.130	3.384.800
Ticari Alacakların Vade Farkı Gelirleri	584.433	274.432	434.980	304.233	1.947.849
Sigorta Gelirleri	502.380	314.951	940.209	670.011	1.108.330
Tahsil Edilen Şüpheli Alacaklar	-	-	262.176	1.299.389	-
Feragat Edilen Şüpheli Alacaklar	-	-	613.513	4.181.215	-
Turquality geliri	520.182	-	-	-	-
Diğer	3.053.898	7.061.664	12.612.278	11.649.064	6.695.303
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	200.841.251	109.920.868	204.285.145	116.937.446	46.868.416

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabı, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 90.920.283 TL veya %83 oranında artarak 109.920.868 TL'den 200.841.251 TL'ye yükselmiştir. Reeskont gelirleri, 30.06.2023'te sona eren yarı dönemde, 30.06.2022'de sona eren altı aylık dönemle ticari borçların artışına paralel olarak artmıştır. Ticari Alacakların Kur Farkı Gelirleri 30.06.2023'te sona eren yarı dönemde, 30.06.2022'de sona eren altı aylık dönemle karşılaştırıldığında döviz kurlarındaki dalgalanma sebebiyle %122 oranında artmış, atık yağ gelirleri aynı dönemler için yılında hem restoran satış hacminin artışı hem de atık yağ birim satış fiyatının artışından dolayı %88 oranında artmıştır. Ticari alacakların vade farkı gelirleri, aynı dönemler için ticari alacaklar artışı ile paralel olarak 310.001 TL veya %113 oranında artmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde, sırasıyla 204.285.145 TL, 116.937.446 TL ve 46.868.416 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında %75 oranında, 31.12.2021 ile biten mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında ise %150 oranında artış gerçekleşmiştir.

Bu artışın temel nedeni, Ticari Alacakların Kur Farkı Gelirleri 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yılla karşılaştırıldığında döviz kurlarındaki dalgalanma sebebiyle %61 oranında artmıştır. 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yılla karşılaştırıldığında Ticari Alacakların Kur Farkı Gelirleri, %556 oranında artışla 13.210.590 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın temel nedeni döviz kurlarındaki dalgalanmalardır.

Maaş Protokolü Geliri hesabı, bankalar ile yapılan maaş protokolü gereği, sözleşme süresince alınan bedeldir.

Atık Yağ Gelirleri, 2022 yılında, 2021 yılına göre %441 oranında artmıştır. Bu artışın temel sebebi, 2022 yılında hem restoran satış hacminin artışı hem de atık yağ birim satış fiyatının artışından kaynaklanmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Tablo 25: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Geçici Olarak Kapalı ve Açılış Öncesi Restoran Giderleri	-62.177.012	-26.100.712	-57.245.856	-26.127.729	-32.934.235
Ticari Borçların Kur Farkı Giderleri	-54.362.569	-20.246.794	-33.591.552	-3.169.300	-23.150.012
Dava İcra Giderleri	-4.532.279	-2.416.207	-4.018.284	-1.828.607	-1.547.890
Geri Kazanım Katılım Payı	-1.095.676	-1.495.388	-3.078.926	-2.590.267	-1.317.582
Reeskont Giderleri	-8.182.425	-1.872.634	-9.978.694	-9.824.176	-901.586
Tahsil Edilemeyen Alacak Giderleri	-	-	-3.615.230	-	-
Fire Vergi Giderleri	-	-	-1.694.971	-2.267.672	-371.358
Sigorta Hasar Zararları	-3.728.513	-234.829	-875.394	-257.438	-196.069
Vergi Giderleri	-236.747	-188.615	-378.620	-269.221	-152.903
Ceza Giderleri	-464.620	-383.558	-491.062	-222.361	-145.896
Vade Farkı	-	-	-406.725	-	-
Bağışlar	-7.864.964	-3.300	-38.821	-22.814	-68.147
Komisyon Giderleri	-89.396	-146.330	-249.152	-675.343	-18.722
Diğer	-19.850.568	-24.645.507	-16.425.266	-10.962.578	-10.663.055
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-162.584.769	-77.733.874	-132.088.553	-58.217.506	-71.467.455

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, çoğunlukla (i) geçici olarak kapalı ve açılış öncesi restoran giderleri, (ii) ticari borçların kur farkı giderlerinden, (iii) dava icra giderleri, (iv) reeskont giderlerinden, (v) tahsil edilmeyen alacak giderlerinden ve (vi) diğer giderlerden oluşmaktadır.

Açılış Öncesi Giderleri, restoranların açılış öncesi ödenen kiralari, başlangıçtaki iş gücünün eğitimi ve işe alım maliyetlerini, eğitim faaliyetleri ile bağlantılı olarak kullanılan yiyeceklerin ya da malzemelerin maliyeti ve açılıştan önceki dönemde restoranda çalışan personel maaşlarını kapsayan yeni restoran açılış hazırlıklarına ilişkin giderlerdir. Geçici dönem kapalı restoranların giderleri de bu hesapta takip edilmektedir. COVID-19 döneminde, geçici olarak faaliyetleri duran restoranların, kira, elektrik, su, personel ve benzeri gibi giderlerinden oluşmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler hesabı, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 84.850.895 TL veya %109 oranında artarak 77.733.874 TL'den 162.584.769 TL'ye çıkmıştır. 30.06.2023 ile biten yarı dönem ile 30.06.2022 ile biten yarı dönem karşılaştırıldığında, açılış öncesi restoran giderleri, yeni açılışlara paralel olarak %138, ticari borçların kur farkı giderleri döviz kurlarındaki dalgalanmalar sebebiyle %168 artmıştır. Özellikle Marka Sahipleri'ne yapılan royalty ödemelerinin satış hacminin artmasına paralel olarak artması ve ilgili ödemelerin döviz cinsinden yapılması sebebi ile artış göstermektedir. 30.06.2023 ile biten dönemde Türkiye'de yaşanan deprem sebebiyle 7.864.964 TL bağış yapılmıştır. Türkiye'de Şubat ayında yaşanan deprem sebebiyle sigorta hasar zararları 3.493.684 TL veya %1488 oranında artmıştır. Reeskont giderleri, 30.06.2023 ile biten yarı dönem ile 30.06.2022 ile biten yarı dönem



karşılaştırıldığında yine aynı tarihte biten dönemler itibariyle ticari alacakların artmasına istinaden %337 oranında artmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde, 132.088.553 TL, 58.217.506 TL ve 71.467.455 TL olarak gerçekleşmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında %127 oranında artmıştır. Bu artışın temel nedeni Geçici Olarak Kapalı ve Açılış Öncesi Restoran Giderleri hesabının 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla göre %119 olarak artarak 57.245.856 TL olarak gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, 31.12.2021 ile biten mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında ise %19 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Bu düşüşün temel nedeni, Ticari Borçların Kur Farkı Giderleri hesabının 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla göre %86 oranında düşerek 3.169.300 TL olarak gerçekleşmiştir.

Açılış Öncesi Giderleri, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında %119 oranında artarken, 31.12.2021 ile biten mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında ise %21 oranında azalmıştır.

Ticari Borçların Kur Farkı Giderleri, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla göre %960 oranında artmıştır. 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla göre %86 oranında azalmıştır. Bunun temel nedeni, döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle ticari borçların kur farkı giderlerinde yaşanan değişimdir.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Tablo 26: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Faiz Gelirleri	33.548.343	38.935.158	8.409.963	7.063.993	5.566.226
Sabit Kıymet Satış Karı	30.804.128	6.368.694	462.744	7.489.145	986.993
Sigorta Gelirleri Sabit Kıymet Tazmin Gelirleri	30.989.506	-	-	-	-
Sigorta Gelirleri Kar Kaybına İlişkin	19.424.517	-	-	-	-
Yatırım Faaliyetleriyle İlgili Kur Farkı Gelirleri	26.499.479	-	201.632	922.282	415.461
Sabit Kıymet Değer Düşüklüğü İptali	-	-	-	4.211.828	-
Diğer	3.198.309	77.363	250.265	122.398	866.022
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	144.464.282	45.381.215	9.324.604	19.809.646	7.834.702

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %218 oranında artmış olup, 144.464.282 TL gerçekleşmiştir. Bu artışın temel nedeni, 2023 Şubat ayında yaşanan Kahramanmaraş merkezli depremde hasar gören restoranlarımıza istinaden sigorta şirketinden alınan sabit kıymet tanzim ve kar kaybına ilişkin 50.414.023 TL tutarındaki gelirdir. Aynı zamanda dönem içerisinde elde edilen faiz gelirleri 33.548.343 TL'dir.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 10.485.042 TL veya %53 oranında azalmıştır. Bunun temel nedeni, 31.12.2022'de sona eren mali dönemde satılan sabit kıymet satışından elde edilen karın düşmesidir. 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 11.974.944 TL veya %153 oranında artmıştır. Bu artışın temel nedeni, Sabit Kıymet Satış Karı kaleminin 6.502.152 TL veya %659 oranında artmasıdır. Sabit Kıymet Satış Karı hesabı, kapanan dükkanlardaki demirbaşların satışından elde edilen kardır.

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Tablo 27: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Sabit Kıymet Satış Zararı	28.313.011	36.486.563	21.573.697	15.255.985	4.856.796
Kapanan Restoran Giderleri	2.923.187	4.067.959	5.464.085	1.670.362	5.597.885
Kullanım Hakkı Varlıkları Değer Düşüklüğü	-	-	-	-	7.771.515
Yatırım Faaliyetleriyle İlgili Kur Farkı Gideri	-	-	-	-	7.762.846
Sabit Kıymet Değer Düşüklüğü	-	-	-	-	2.458.241
Diğer	3.656.944	-	-	824.885	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	34.893.142	40.554.522	27.037.782	17.751.232	28.447.283

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %14 oranında azalmış olup, 34.893.142 TL olarak gerçekleşmiştir. Azalışın sebepleri, Esas sabit kıymet satış zarar hesabı, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre 8.173.552 TL veya %22 oranında azalarak 36.486.563 TL'den 28.313.011 TL'ye düşmüştür.

31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren yıla göre 9.286.550 TL veya %52 oranında artmıştır. Bunun temel nedeni, 2022 yılı içerisinde satılan sabit kıymetlerden dolayı oluşan zarar %41 oranında artarak 21.573.697 TL olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2021'de sona eren yılda, 31.12.2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 10.399.189 TL veya %38 oranında azalmıştır. 31.12.2020'de sona eren mali yılda oluşan Kullanım Hakkı Varlıkları Değer Düşüklüğü, Vade Farkı Giderleri ve Sabit Kıymet Değer Düşüklüğü 31.12.2021'de sona eren yılda oluşmamıştır. Buna karşılık Sabit Kıymet Satış Zararı 31.12.2021 ile sona eren yılda, 31.12.2020 ile sona eren yıla göre %214 oranında artarak 15.255.985 TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Gelirler

Tablo 28: Finansal Gelirler

Finansal Gelirler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
İlişkili Şirketlere Verilen Borçlardan Kaynaklanan Faiz Gelirleri	53.666.824	-	123.063.947	44.125.619	17.784.081
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Gelirleri	-	121.070.714	85.353.736	13.831.887	72.653.878
Finansal Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Gelirleri	9.870.347	11.647.123	-	-	-

Finansal Gelirler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Gelirleri	257.159	-	-	-	-
Finansal Gelirler	63.794.330	132.717.837	208.417.683	57.957.506	90.437.959

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansal Gelirler, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre, %52 oranında azalarak 63.794.330 TL gerçekleşmiştir. Bu azalışın sebebi, 2022 yılı ilk yarısında pandemi etkilerinin devam etmesi nedeniyle TFRS16 kapsamına giren kiralama sözleşmelerine istinaden sözleşme şartlarının değişikliği sebebiyle yazılan kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz gelirleridir.

Finansal gelirler, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde, sırasıyla 208.417.683 TL, 57.957.506 TL ve 90.437.959 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %260 oranında artmış, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %36 oranında azalmıştır.

Şirket'in TFI Tab Gıda'ya vermiş olduğu borçlardan kaynaklanan faiz gelirleri, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla göre %179 oranında artmıştır. 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sonra eren mali yıla kıyasla %148 oranında artmıştır. Finansman Gelirleri içerisindeki ilişkili Şirketlere Verilen Borçlardan kaynaklanan Faiz Gelirleri, ilişkili şirketlere verilen borç bakiyesinin artmasına paralel olarak artış göstermiştir.

Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Gelirleri, TFRS16 kapsamındaki kira sözleşmeleri etkisinden kaynaklanmaktadır. 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile kıyasla %517 oranında artmıştır. Bu artışın temel nedeni, 31.12.2022'de sona eren mali yılda restoranların kira sözleşmelerinin uzamasından ve sözleşme şartlarının değişiminden (sözleşmelerin uzaması, sözleşme tutarlarındaki değişim) kaynaklanmaktadır. 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sonra eren mali yıla göre %36 oranında azalmıştır. Bu azalışın temel sebebi, COVID-19 sebebi ile kira sözleşmelerine istinaden ödeme dönemindeki güncelleme ve değişikliklerden kaynaklanmaktadır.

Finansal Giderler

Tablo 29: Finansal Giderler

Finansal Giderler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
Faiz Gideri	-121.393.598	-63.973.720	-203.113.446	-137.536.892	-57.359.055
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Giderleri	-80.332.567	-66.568.584	-83.008.550	-96.891.786	-114.029.134
Kredi Kartı Komisyon Giderleri	-29.880.960	-17.178.926	-43.502.653	-17.359.117	-7.128.373
Finansal Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderleri	-153.929.891	-74.551.043	-110.857.220	-214.247.273	-129.390.629
Yapılandırılan Sosyal Güvenlik Primleri Faiz Giderleri	-	-	-9.804.437	-2.455.439	-6.813.736

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansal Giderler (TL)	1.01.2023 30.06.2023	1.01.2022 30.06.2022	1.01.2022 31.12.2022	1.01.2021 31.12.2021	1.01.2020 31.12.2020
İlişkili Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Faiz Giderleri	-	-	-	-52.992.744	-968.273
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Giderleri	-39.264.265	-	-	-14.134.495	-10.109.787
Teminat Mektubu Komisyon Giderleri	-3.153.472	-1.458.284	-2.997.453	-5.162.873	-3.725.009
Diğer	-13.904.932	-15.720.393	-17.150.590	-20.945.098	-7.234.771
Finansal Giderler	-441.859.685	-239.450.950	-470.434.349	-561.725.717	-336.758.767

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansal Giderler, 30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %85 oranında veya 202.408.735 TL artmıştır. Temel sebebi, finansal borçlardan kaynaklanan faiz giderleri, 2023 yılının ilk yarısında 2022 yılının ilk yarısına göre %90 oranında, kur farkı giderleri ise aynı dönemler için %106 oranında artmıştır. 2023 yılının ilk altı yarısında kullanılan kredilerin faiz oranlarının 2022 yılında ilk altı ayında kullanılan kredilerin faiz oranlarından yüksek olması sebebiyle Şirket 57.419.878 TL daha fazla faiz giderine katlanmıştır. Aynı şekilde, aynı dönemler itibarıyla döviz kurlarında yaşanan artış sebebiyle, yabancı para kredilerinden kaynaklanan kur farkı gideri %106 oranında veya 79.378.848 TL tutarında artmıştır.

Finansal Giderler, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sona eren mali dönemlerde sırasıyla 470.434.349 TL, 561.725.717 TL ve 336.758.767 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında, 2021 yılı ile karşılaştırıldığında %16 oranında azalmış olup, 2021 yılında 2020 yılıyla karşılaştırıldığında %67 oranında artmıştır.

31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıl ile karşılaştırıldığında, Finansal Giderlerdeki düşüşün temel sebebi, ilişkili Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Faiz Giderleri ve Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Giderleri oluşmaması ve finansal borçlarda yabancı para finansal borçların azalması sebebiyle Finansal Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderlerinin 103.390.053 TL veya %48 azalmasıdır.

31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla kıyasla finansal borçlanmalar için ödenen Faiz Giderleri %140 oranında veya 80.182.314 TL tutarında, kur farkı giderleri ise %66 oranında veya 84.856.644 TL tutarında artmıştır. Bu artışlar net işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak alınan finansal borçlar ile ilgilidir. Döviz bazında alınan finansal borçların artışı ve bununla birlikte döviz kurlarındaki yükselme sebebiyle, daha fazla kur farkı giderine katlanılmak zorunda kalmıştır.

Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Giderleri, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla kıyasla %14, 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla kıyasla ise %15 oranında azalmıştır. Bu azalışların temel sebebi TFRS 16 kapsamında yapılan kira sözleşmelerinin sürelerinin kısılmasıdır.

Finansal Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderleri, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla kıyasla %48 oranında azalmıştır, 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla kıyasla ise %66 oranında artmıştır. Bu değişimlerin temel sebebi, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalardır.



İlişkili Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Faiz Giderleri, 31.12.2021'de sona eren mali yılda, 31.12.2020'de sona eren mali yıla kıyasla %5373 oranında veya 52.024.471 TL tutarında artmıştır. Bu artışın sebebi, Şirket'e makine ekipman satın alma hizmeti veren Mes Mutfak'a olan borçlarından kaynaklanmıştır.

TFRS Dışı Finansal ve Operasyonel Bilgiler

Aşağıda bulunan tabloda, TFRS kapsamında düzenlenmeyen belirli finansal ve operasyonel bilgilere yer verilmektedir.

Tablo 30: TFRS Dışı Finansal ve Operasyonel Bilgiler

	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Hasılat (TL)	7.079.233.022	3.332.266.084	8.619.797.534	3.834.030.729	2.167.306.436
Şirket Tarafından İşletilen Restoran Satışları (TL)	6.356.983.137	2.996.766.691	7.739.285.798	3.402.483.563	1.925.695.836
Banko Satışları	4.629.705.512	2.122.616.636	5.632.356.424	2.206.033.303	1.425.170.853
Paket Servis Satışları	1.727.277.625	874.150.055	2.106.929.374	1.196.450.260	500.524.983
Net Dönem Karı/(Zararı) (TL)	964.762.207	(49.529.945)	361.839.810	-199.471.975	-318.539.898
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.454.448.792	390.913.334	1.277.118.687	621.127.665	270.919.590
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)	%21	%12	15%	16%	13%
Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	%112	%113	116%	54%	-13%
Şirket Tarafından İşletilen Restoran	%114	%121	119%	56%	-13%
Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar	%107	%97	110%	49%	-14%
Karşılaştırılabilir Fiş Sayısı Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	%12	%46	21%	16%	-30%
Şirket Tarafından İşletilen Restoran	%13	%51	24%	19%	-30%
Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar	%9	%34	15%	11%	-31%
Karşılaştırılabilir Fiş Tutarı Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	%90	%46	79%	32%	24%
Şirket Tarafından İşletilen Restoran	%89	%46	77%	31%	24%
Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar	%91	%47	83%	34%	24%
Net Restoran Büyümesi	66	51	187	61	34
Şirket Tarafından İşletilen Restoran	-16	28	15	21	19
Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar	82	23	172	40	15
Yatırım Harcamaları (TL)	429.019.222	276.057.363	640.486.290	154.053.998	118.042.588
Net Finansal Borçluluk (TL)	2.775.852.045	uygun değil	2.676.959.016	1.706.796.339	1.288.558.070
Kaldıraç Oranı (*)	1,2	uygun değil	2,1	2,7	4,8

*2023 dönemi için Kaldıraç Oranı, 30.06.2023 ile biten son 12 aylık dönem üzerinden hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK üzerinden hesaplanmıştır.

Kaynak: Şirket

Aşağıdaki tablo, ilgili döneme ait Diğer Finansal ve Operasyonel Bilgiler gösterilmektedir.

Tablo 31: Diğer Finansal ve Operasyonel Bilgiler

Diğer Finansal ve Operasyonel Bilgiler	01.01.2023-30.06.2023	01.01.2022-30.06.2022	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2021-31.12.2021	01.01.2020-31.12.2020
Paket Servis Satışları	1.727.277.625	874.150.055	2.106.929.374	1.196.450.260	500.524.983
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	21%	12%	15%	16%	13%
Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	112%	113%	116%	54%	-13%
Karşılaştırılabilir Fiş Sayısı Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	12%	46%	21%	16%	-30%
Karşılaştırılabilir Fiş Tutarı Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	90%	46%	79%	32%	24%

Kaynak: Şirket

Paket Servis Satışları, 30.06.2023'te sonra eren altı aylık dönemde, 30.06.2022'de sona eren altı aylık döneme göre 853.127.571 TL veya %98 oranında artmıştır.

Paket Servis Satışları, 31.12.2022'de sona eren mali yılda, 31.12.2021'de sona eren mali yıla göre 910.479.114 TL veya %76 oranında, 31.12.2021'de sona eren mali yılda 31.12.2020'de sona eren mali yıla göre 695.925.277 TL veya %139 oranında artmıştır. Bu artışın temel sebebi, COVID-19 pandemisi ile başlayan paket servis kanalındaki artışların devam etmesi, restoran sayısının, sipariş adetlerinin ve sipariş fiyatlarının artmasından kaynaklanmaktadır.

Düzeltilmiş FAVÖK, 30.06.2023 ile biten mali dönemde, 30.06.2022 ile biten mali döneme göre %271 veya 1.061.973.832 TL oranında artarak, 392.474.961 TL'den 1.454.448.792 TL'ye çıkmıştır. Düzeltilmiş FAVÖK'teki artışın temel sebebi, satışların artışı ve satışların maliyetinin iyileşmesinden kaynaklanmaktadır.

Düzeltilmiş FAVÖK marjı, 30.06.2023, 30.06.2022, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020'de sonra eren mali dönemlerde sırasıyla, %21, %12, %15, %16, %13 oranında gerçekleşmiştir.

2020 yılında yaşanan COVID-19 sebebiyle şirketin brüt kar marjında düşüş yaşanmıştır. 2021 yılında salgının etkilerinin azalması ile Şirket, 2021 yılı operasyonlarını %16 brüt kar marjı ile kapatmıştır. 2022 yılında Türkiye'de yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle satışların maliyeti Şirket Hasılat'ına göre daha fazla oranda artmıştır. Şirket, 2022 yılında ülkemizde ve dünyada yaşanan yüksek enflasyon sebebiyle ürün maliyetlerinde öngörülemez artışlar yaşansa da, Şirket pandemi döneminde yaşamış olduğu tecrübeler ile giderlerini önemli bir ölçüde yönetebilmesine rağmen Düzeltilmiş FAVÖK marjı 2021 yılına göre düşmüştür.

Sistem Geneli'nde, Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi, 30.06.2023, 30.06.2022, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali dönemlerde sırasıyla, %112, %113, %116, %54, -%13 oranında gerçekleşmiştir. Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi'ndeki artışın temel sebebi, ilgili restoranların daha iyi performans sergileyerek, satılan fiş adetlerindeki artışlardan ve enflasyon etkisiyle yaşanan fiş tutarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır. 31.12.2019 ile biten mali yılda, Sistem Geneli Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi %25 gerçekleşirken 31.12.2020 ile biten mali yılda -%13 oranında gerçekleşmiştir. 2020 yılındaki küçülmenin sebebi ise COVID 19 ile alınan önlemlerin, kısıtlamaların 2020 yılının bazı aylarında da devam etmesinden kaynaklanmaktadır.

Sistem Geneli'nde, Karşılaştırılabilir Restoran Fiş Büyümesi, 30.06.2023, 30.06.2022, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali dönemlerde sırasıyla, %12, %46, %21, %16, -%30 oranında gerçekleşmiştir. Karşılaştırılabilir Restoran Fiş Büyümesi'ndeki artışın temel sebebi, ilgili restoranların daha iyi performans sergileyerek, satılan fiş adetlerindeki artışlardan. 2020 yılındaki küçülmenin sebebi ise COVID 19 ile alınan önlemlerin, kısıtlamaların 2020 yılının bazı aylarında da devam etmesinden ve restoranların tam performans sergileyememesinden kaynaklanmaktadır.

Sistem Genelinde, Karşılaştırılabilir Restoran Fiş Büyümesi, 30.06.2023, 30.06.2022, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali dönemlerde sırasıyla, %90, %46, %79, %32, %24 oranında gerçekleşmiştir. 2023 ve 2022 dönemlerindeki büyümenin ana nedeni, dünyada ve ülkemizde yaşanan yüksek enflasyonun fiş tutarlarına yansıtılmasından kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda restoranların daha iyi performans sergileyerek, satılan fiş adetlerindeki artışlardan ve pandemi döneminde paket servis satışlarının artmasından kaynaklanmaktadır.

30.06.2023, 30.06.2022, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali dönemler için Düzeltilmiş FAVÖK tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 32: Düzeltilmiş FAVÖK

(TL)	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Brüt Kar	1.466.198.120	323.760.384	1.181.937.950	614.932.078	147.015.702
Genel Yönetim Giderleri (-)	-233.852.763	-106.647.557	-217.800.083	-106.002.213	-80.095.197
Pazarlama Giderleri (-)	-351.235.154	-187.237.748	-467.591.690	-218.807.066	-115.874.619
<i>İlaveler</i>					
Amortisman ve İtfa Payları	239.994.339	143.192.010	285.671.499	128.584.141	117.301.600
Kullanım Hakkı Varlıkları Amortismanları	289.386.801	205.248.597	455.863.711	191.294.595	194.387.304
Atık Yağ Geliri	22.132.932	11.759.275	34.237.300	6.326.130	3.384.800
Sigorta gelirleri kar kaybına ilişkin	19.424.517	-	-	-	-
Maaş Protokolü Geliri	2.400.000	2.400.000	4.800.000	4.800.000	4.800.000
Düzeltilmiş FAVÖK	1.454.448.792	392.474.961	1.277.118.687	621.127.665	270.919.590

Kaynak: Şirket

Aşağıdaki tablo, Şirket tarafından işletilen ve Franchise restoranların sayısında, 30 Haziran 2023, 30 Haziran 2022, 31 Aralık 2022, 2021 ve 2020'de sona eren dönemlerde meydana gelen değişiklikleri göstermektedir.

Tablo 33: Net Restoran Büyümesi

Sistem Genelindeki Restoranlar	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönem Başı	1.468	1.281	1.281	1.220	1.186
Açılan Restoranlar	82	74	225*	84	71
Kapanan Restoranlar	-16	-23	-38	-23	-37
Dönem Sonu	1.534	1.332	1.468	1.281	1.220
Net Restoran Büyümesi	66	51	187	61	34

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket Tarafından İşletilen Restoranlar	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönem Başı	934	919	919	898	879
Açılan Restoranlar	48	51	107	54	34
Kapanan Restoranlar	-8	-19	-32	-17	-23
Franchise Restoranların ve Şirket Tarafından İşletilen Restoranların Bir Diğetine Net Dönüşümü	-56	-4	-60	-16	8
Dönem Sonu	918	947	934	919	898
Net Restoran Büyümesi	-16	28	15	21	19

Franchise Restoranlar	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönem Başı	534	362	362	322	307
Açılan Restoranlar	34	23	118	30	37
Kapanan Restoranlar	-8	-4	-6	-6	-14
Franchise Restoranların ve Şirket Tarafından İşletilen Restoranların Bir Diğetine Net Dönüşümü	56	4	60	16	-8
Dönem Sonu	616	385	534	362	322
Net Restoran Büyümesi	82	23	172	40	15

Kaynak: Şirket

(*) Ekim 2022'de yapılan sözleşmeye istinaden 76 adet Subway restoranı Franchise olarak Şirket bünyesine devrolmuştur.

Şirket'in Sistem Geneli'ndeki restoran sayısı son yıllarda hızla artmıştır. 2021 yılının sonunda Şirket'in sisteminde 1.281 restoran bulunmaktaydı. 30 Haziran 2023'e kadar Şirket, Sistem Geneli'ndeki restoran sayısını, önceki yılın aynı dönemine kıyasla %15 oranında bir artış ile 1.332'den 1.534'e çıkarmıştır.

Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi

Karşılaştırılabilir restoran satış büyümesi, Şirket operasyonlarının genel gücüne ilişkin önemli bir göstergedir. Karşılaştırılabilir restoran satış büyümesi, birbirini takip eden dönemlerde ilgili karşılaştırılabilir restoran tabanı bakımından restoran satışlarında veya karşılaştırılabilir restoran satışlarında meydana gelen değişikliğin yüzde olarak ifadesidir. İlgili dönemler itibarıyla en az 13 aydır açık olan Sistem Geneli'ndeki aynı restoranların satışlarını temsil eder ve Şirket tarafından işletilen veya Franchise'ları içerecek şekilde tanımlamaktadır.

Karşılaştırılabilir restoran satış büyümesi, restoran sektöründe çok kullanılan bir temel performans göstergesidir ve Şirket yönetimi tarafından Şirket'in işletme planlanmasında kullanılmaktadır. Karşılaştırılabilir restoran satış büyümesi, Şirket'in girişimlerinin görece başarısı ile yerel ekonomi, rekabet ve tüketici trendlerini yansıtmaya eğilimindedir. Karşılaştırılabilir restoran satışlarındaki değişiklikler, müşteri trafiğindeki ve ortalama fiş tutarındaki değişikliklerden kaynaklanmakta olup, bu da fiyatlandırmadaki ve ürün çeşitlerindeki değişikliklerden etkilenmektedir. Şirket, karşılaştırılabilir restoran satış büyümesinin satışlarının performansı hakkındaki önemli göstergelerden biri olduğu kanaatinde dir.

Aşağıdaki tablo, belirtilen dönemlerde Şirket'in karşılaştırılabilir restoran satış büyümesini göstermektedir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 34: Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi

%	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Karşılaştırılabilir Restoran Satış Büyümesi (Sistem Geneli) (%)	112%	113%	116%	54%	-13%
<i>Şirket Tarafından İşletilen Restoran</i>	<i>114%</i>	<i>121%</i>	<i>119%</i>	<i>56%</i>	<i>-13%</i>
<i>Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar</i>	<i>107%</i>	<i>97%</i>	<i>110%</i>	<i>49%</i>	<i>-14%</i>

Kaynak: Şirket

Sistem Geneli'ndeki Restoran Satışları

Sistem Geneli'ndeki restoran satışları, Şirket tarafından işletilen ve Franchise restoranların tamamından elde edilen toplam hasılatı temsil etmektedir. Herhangi bir dönemdeki Sistem Geneli'ndeki restoran satışları, dönem içindeki faaliyet gösterilen haftalarının sayısı, bu dönemde açılan ve kapanan restoranların zamanlaması ve sayısı ile karşılaştırılabilir restoran satışlardan etkilenmektedir. Şirket, Franchise'ların satışlarını hasılat olarak kaydetmeyip bunun yerine Franchise'lardan Franchise ücreti almakla birlikte hem Franchise'ların, hem de bir bütün olarak Sistem Geneli'nin performansını değerlendirirken Franchise satışlarını dikkate almanın önemli olduğuna inanmaktadır. Restoran satışları, Franchise'lardan alınan Franchise ücretlerini içermemektedir. Şirket, iş planları oluşturmaya yardımcı olmak için, sadece Sistem Geneli'ndeki restoran satışlarını değerlendirmekle kalmamakta, aynı zamanda restoran satışlarını sahiplik yapısı ve marka bazında değerlendirerek restoran portföyünün bileşenlerini de incelemektedir.

Şirket'in Sistem Geneli'ndeki satışları yılları itibarıyla aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 35: Sistem Geneli Satışları

(bin TL)	01.01.2023- 30.06.2023	01.01.2022- 30.06.2022	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2020- 31.12.2020
Sistem Geneli Satışları	10.321.825	4.585.399	12.192.746	5.241.540	8.034.813

Kaynak: Şirket

30.06.2023 ile biten altı aylık dönemde, Sistem Geneli restoran satışları, 30.06.2022 ile biten altı aylık döneme göre %125 oranında artarak 4.585 milyon TL'den, 10.322 milyon TL'ye çıkmıştır.

30 Haziran 2023 itibari ile Sistem Geneli restoran satışlarının %38'si Franchise tarafından işletilen restoranlardan, %62'ü ise Şirket tarafından işletilen restoranlardan yapılan satışlardır.

Net Borçluluk Durumu

Şirket'in Net Borçluluk Durumu yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 36: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
A. Nakit	226.958.505	62.769.171	13.046.080	28.788.270
B. Nakit Benzerleri	245.768.560	107.047.209	16.010.653	93.206.095
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-	-	-	-
D. Likidite (A+B+C)	472.727.065	169.816.380	29.056.733	121.994.365
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-	-	-	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	539.058.430	644.167.112	237.478.813	389.959.533
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	418.169.273	236.090.967	274.596.053	147.276.383

Net Borçluluk Durumu	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar*	660.361.494	512.635.452	189.212.807	156.921.247
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	1.617.589.197	1.392.893.531	701.287.673	694.157.163
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	1.144.862.132	1.223.077.151	672.230.940	572.162.798
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	466.588.930	469.659.764	586.127.214	184.991.598
L. Tahviller	-	-	-	-
M. Diğer Uzun Vadeli Krediler*	1.164.400.983	984.222.101	448.438.185	531.403.674
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	1.630.989.913	1.453.881.865	1.034.565.399	716.395.272
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	2.775.852.045	2.676.959.016	1.706.796.339	1.288.558.070

(*) Finansal Kiralama Yükümlülükleri dahil edilmştir.

Kaynak: Şirket

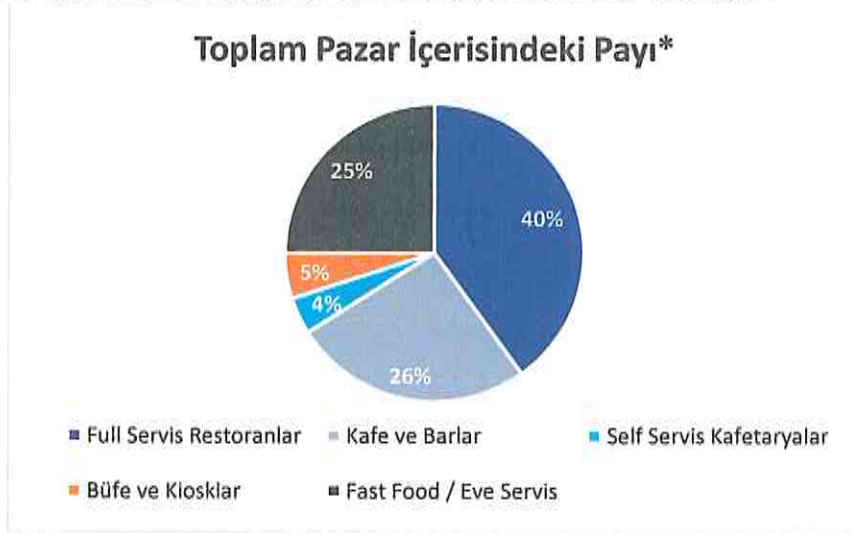
3 Sektör Hakkında Bilgiler

Yemek Hizmeti Pazarı

Deloitte' un Şubat 2023 tarihinde paylaşmış olduğu raporda, Türkiye yemek hizmeti pazarı incelenmiştir.

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

Yemek hizmeti pazar payı dağılımı kategoriler bazında aşağıdaki şekilde verilmiştir.



*2021 pazar büyüklüğü tahmini verilerine göre toplam harcama tutarı bazında

Full Servis Restoranlar (%40) FSR (full servis restoran) odağın müşterinin oturarak yemek yemesi olduğu tüm işletmeleri kapsar. Diğer hizmet türlerine göre daha yüksek yemek kalitesi ve masa servisi vardır.

Kafe ve Barlar (%26) kategorisi, odağın içmeye dayandığı tüm işletmeleri kapsar (alkollü veya alkolsüz içecekler). Çok çeşitli atıştırmalıklar ve yemekler sunulurken, tüketicilerin sadece içecek sipariş etmeleri olağandır.

Fast Food / Eve Servis (%25) kategorisi hızlı servis restoranları, fast food ve eve servis sunan işletmeleri kapsamaktadır. Bu işletmeler, hızlı bir şekilde hazırlanabilen öğelerle sınırlı menüler sunar. Hamburger, pizza veya tavuk gibi bir veya iki ana yemekte uzmanlaşma eğilimindedir, ancak genellikle içecekler, salatalar, dondurma, tatlı vb. ürünler de mevcuttur.

Self Servis Kafeteryalar (%4) hizmet personeli olmayan veya oldukça sınırlı olan işletmelerdir. Masaya hizmet verilmemekte, müşterilerin istedikleri yemekleri seçip tepsilerine koyabilecekleri tezgahlar sunulmaktadır.



Büfe ve Kiosklar (%5) düşük fiyatlar ile sınırlı ürün çeşitliliği sunan küçük yemek hizmet sağlayıcılarıdır.

TAB Gıda, bu rapordaki kategori sınıflamasına göre yeme içme sektöründe Fast Food / Eve Servis kategorisi içerisinde. Bu kategori, toplam yemek hizmeti pazarının %25'lik kısmını oluşturmaktadır.

Şirket, 30.06.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık dönemde yaklaşık 340 milyon kişiye hizmet vermiştir.

Fast food / eve servis restoranların, şubelerin yalnızca eve teslim hizmeti sunmasına izin verildiği COVID-19 döneminde halihazırda kurulmuş olan eve teslim sistemlerine sahip olmasının bir avantaj yarattığı görülmektedir. Fast food restoranlarının devam eden genişlemesi, ucuz yemek alternatifleri için artan tüketici talebi ve genç nüfus, fast food / eve servis restoranların ve büfe ve kioskların performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Geçmişte gerçekleşen ve gelecekte gerçekleşmesi beklenen YBBO seviyeleri aşağıda verilmiştir.

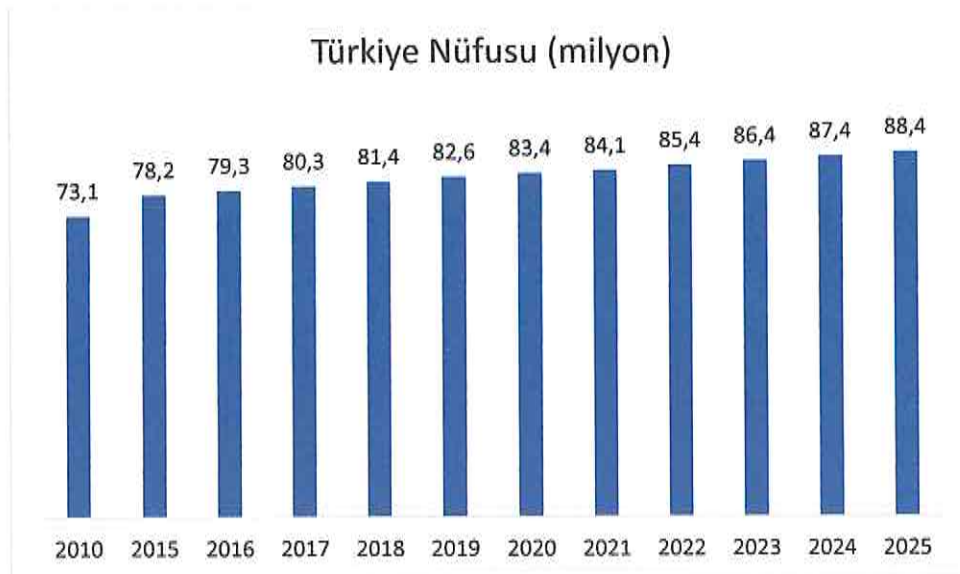
YBBO	2016-2021	2021-2026
Full Servis Restoranlar	15,6%	39,0%
Kafeler ve Barlar	9,8%	34,8%
Fast Food / Eve Servis	25,5%	46,6%
Büfe ve Kiosklar	25,3%	34,2%
Self Servis Kafeteryalar	11,0%	34,6%
Toplam	16,3%	39,9%

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

Kategori bazında 2016-2021 arası gerçekleşen büyümeler incelendiğinde ortalama olarak en hızlı yıllık büyümenin (%25,5) Fast Food / Eve Servis kategorisinde olduğu görülmektedir. Benzer şekilde 2021-2026 arası yıllık ortalama en hızlı büyümenin (%46,6) Fast Food / Eve Servis kategorisinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Nüfus Artışı

Türkiye'nin nüfusu 2015-2021 yılları arasında %1,2'lik bir YBBO göstermiştir ve nüfusun gelecek dört yıl boyunca aynı seviyede büyümeye devam ederek 2025 yılında yaklaşık 88,4 milyona ulaşması beklenmektedir.

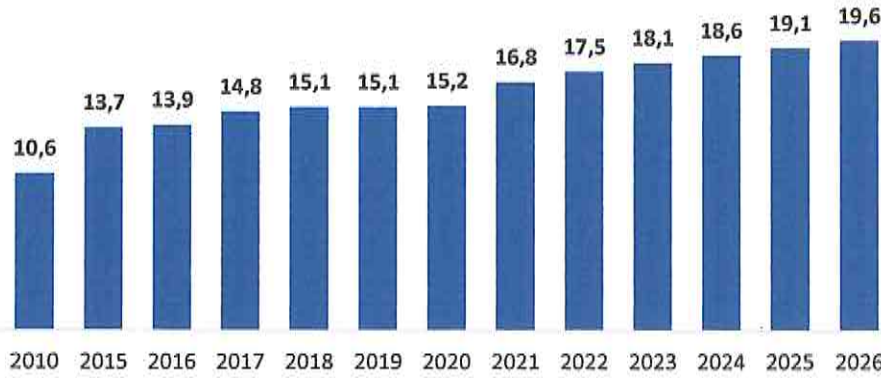


Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf> (2010-2021 yılları gerçekleşen, 2022-2025 yılları tahminidir.)

Gelir Seviyelerindeki Artış

Tüketim harcamalarının önemli tetikleyicilerinden biri olan Türkiye kişi başına düşen reel GSYİH seviyesinin 2021-2026 arasında %3,1 YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Kişi başına düşen reel GSYİH, toplam tüketimin temel tetikleyicilerinden biri olarak kabul edilmekte olup iki metrik arasında genellikle pozitif bir korelasyon vardır. Türkiye’de kişi başı gelirden beklenen güçlü büyüme (%3,1) trendinin yemek hizmeti pazarına olumlu yönde etki etmesi beklenmektedir.

**Kişi Başına Düşen Reel GSYİH (2010 fiyatlarıyla
ABD Doları)*Bin, 2010-2026**

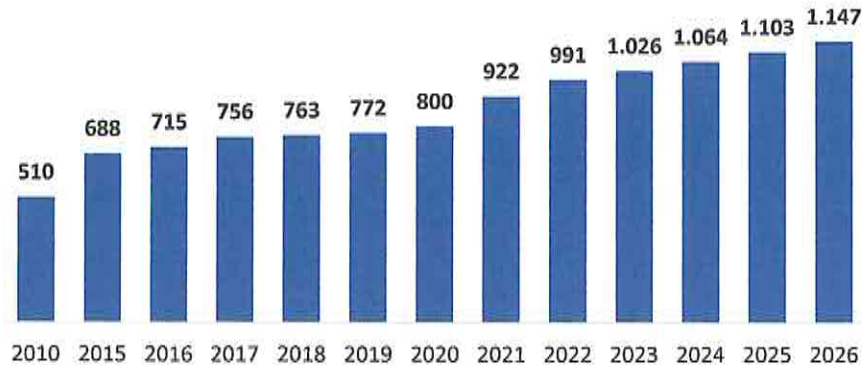


*Reel GSYİH, sabit piyasa fiyatlarında gayri safi yurtiçi hasıladır, 2010 sabit fiyatlarına dayanır ve 2010 yılında \$ döviz kuru kullanılarak ABD Dolarına çevrilir. Kişi başına düşen reel GSYİH, nüfusa bölünmüş reel GSYİH’dir.

Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf> (2010-2021 yılları gerçekleşen, 2022-2025 yılları tahminidir.)

Yükselen enflasyon ve değişken döviz kurunun olumsuz etkilerine rağmen, ekonomik büyümeye paralel olarak reel kişisel harcanabilir gelirin 2021-2026 yılları arasında artması beklenmektedir. Reel kişisel harcanabilir gelir, nüfusun genel refahını gösteren önemli bir göstergedir ve yemek hizmeti harcamalarıyla güçlü bir şekilde ilişkilidir. Gelecek beş yıl boyunca, reel kişisel harcanabilir gelirin %4,5’lik bir YBBO ile artacağı ve toplamda yaklaşık 1,1 milyar ABD Doları olacağı tahmin edilmektedir.

**Kişi Başına Harcanabilir Gelir (2010 fiyatlarıyla
ABD Doları) milyon, 2010-2026**



Kaynak: Deloitte, Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı, Şubat 2023, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/consulting/Turkiye-yemek-hizmeti-pazari.pdf> (2010-2021 yılları gerçekleşen, 2022-2025 yılları tahminidir.)

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>)

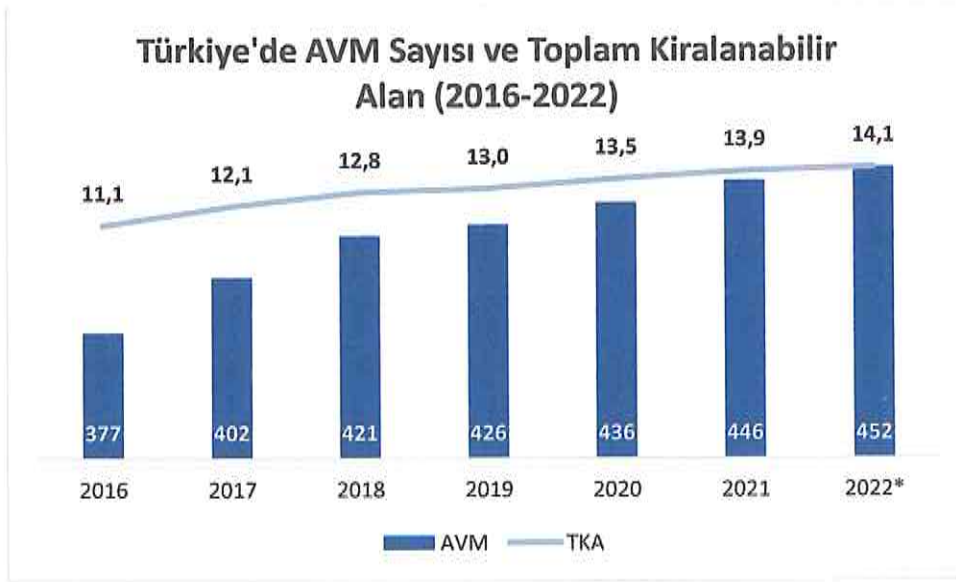
Kadınların eğitim oranı ve çalışan kadın istihdam oranındaki artışa paralel olarak dışarda yeme oranı artış göstermektedir. COVID 19 sürecinde kadın istihdam oranı azalış gösterse de 2021 itibarıyla normalleşme ile bu oran tekrar yükselişe geçmiştir.

Ortalama hane halkı nüfustaki 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 Genel

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 Genel

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 Genel

“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 Genelindeki 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.

(Signature)
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 (mn 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