

TAB GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

17 Ekim 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER		1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER		1
3 FİNANSAL BİLGİLER		3
4 DEĞERLEME		4
5 DEĞERLEME SONUCU		6
6 GÖRÜŞ		7



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	TABGD
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	232.417.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	261.292.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	Sermaye Artırımı 28.875.000 pay Ortak Satışı 23.625.000 pay Toplam 52.500.000 Pay
Halka Arz Satış Fiyatı	130
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi
Talep Toplama Tarihleri	17-18-19 Ekim 2023
Halka Arz Büyüklüğü	1.579.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %78
	Yurt İçi Kurumsal: %20
	Şirket Çalışanları: %2

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.	232.417.000	100	232.417.000	100
Toplam	232.417.000	100	232.417.000	100

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

TAB Gıda, 29 Temmuz 1994 tarihinde kurulmuştur. Şirket ve bağlı ortaklarının 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 müşterileri 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. Şirketin ana satış kanalı, kendi işlettiği restoranlarda yapılan banko satışları olup, hem kendi işlettiği restoranlar, hem de 3. Taraf paket servis sağlayıcıları aracılığıyla paket servis kanalından satış gerçekleştirmektedir. Şirket aynı zamanda franchise'ları aracılığıyla gerçekleşen satışlar üstünden gelir elde etmektedir.

Şirket, 30.06.2023 tarihi itibarıyla sistem genelinde 1.534 adet restoran ile hizmet vermektedir.

Tablo 3: Sistem Genelindeki Restoran Sayısı

	Burger King	Popeyes	Arby's	Sbarro	Usta Dönerci	Usta Pideci	Subway	Toplam
Şirket Tarafından İşletilen	401	269	99	43	89	13	4	918
Franchise 1	325	37	4	13	-	6	72	457
Franchise 2	1	-	3	59	61	23	12	159
Toplam	727	306	106	115	150	42	88	1534

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

3. Finansal Bilgiler

Tablo 4 – TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço – Özet

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
Bilanço (TL)	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
Nakit ve Nakit Benzerleri	466.850.196	169.816.380	29.056.733	121.994.365
Ticari Alacaklar	747.845.756	341.551.457	213.043.425	95.956.991
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	272.531.968	123.286.796	75.477.635	63.628.330
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	475.313.788	218.264.661	137.565.790	32.328.661
Diğer Alacaklar	3.011.802	2.983.300	2.417.257	156.234.431
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	151.850.120
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	3.011.802	2.983.300	2.417.357	4.384.311
Stoklar	270.367.278	147.306.752	81.807.842	38.312.153
Peşin Ödenmiş Giderler	205.506.121	152.602.596	78.947.760	33.425.550
Türev Araçlar	5.876.869	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	16.696.759	19.714.380	17.483.142	69.690.343
Duran Varlıklar	5.949.195.979	4.626.897.625	2.320.841.905	1.540.423.048
Ticari Alacaklar	736.143	736.143	698.708	1.462.310
Diğer Alacaklar	1.253.427.014	690.608.107	321.941.826	8.909.698
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.231.781.551	673.612.824	310.941.826	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	21.645.463	16.995.283	11.750.809	8.909.698
Maddi Duran Varlıklar	2.416.883.825	2.286.155.856	1.386.063.325	824.528.049
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	266.267.126	216.470.318	97.799.539	91.657.222
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.685.781.680	1.404.035.516	500.159.762	589.553.778
Peşin Ödenmiş Giderler	26.325.452	27.168.868	12.636.754	5.659.645
Diğer Duran Varlıklar	1.569.419	1.722.817	1.541.991	2.106.885
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	298.205.320	-	-	16.545.461
TOPLAM VARLIKLAR	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

Kısa Vadeli Borçlanmalar	539.058.430	615.809.169	237.478.813	389.959.533
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	418.169.273	264.448.910	274.596.053	147.276.383
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	660.361.494	512.635.452	189.212.807	156.921.247
Ticari Borçlar	1.629.864.595	993.777.504	636.794.258	627.129.545
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.215.023.146	704.336.351	511.500.912	478.207.613
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	414.841.449	289.441.153	125.293.346	148.921.932
Diğer Borçlar	499.796	540.174	327.932	557.009
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	499.796	540.174	327.932	557.009
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	306.814.677	180.405.675	112.497.898	151.007.391
Kısa Vadeli Karşılıklar	98.385.349	60.321.732	33.635.626	26.599.601
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	79.152.438	49.427.862	27.350.174	21.776.328
Dava Karşılıkları	19.232.911	10.893.870	6.285.452	4.823.273
Ertelenmiş Gelirler	644.008.003	50.764.003	42.757.261	33.548.955
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	7.239.637	31.205.698	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	148.020.699	33.741.546	4.172.210	1.088.981
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.915.564.123	1.769.499.312	1.339.778.131	893.308.518
Uzun Vadeli Borçlanmalar	466.588.930	469.659.764	586.127.214	184.991.598
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.164.400.983	984.222.101	448.438.185	531.403.674
Ticari Borçlar	118.838.632	97.424.015	74.869.631	41.052.873
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	118.838.632	97.424.015	74.869.631	41.052.873
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	74.035.043	55.480.725	28.471.633	25.021.219
Ertelenmiş Gelirler	79.921.082	76.620.678	69.499.859	77.208.896
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	62.206.974	69.387.673	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.779.453	23.885.055	62.983.936	33.630.258
ÖZKAYNAKLAR				
Sermaye	232.417.000	232.417.000	32.417.000	32.417.000
Sermaye Düzeltme Farkları	69.354.867	69.354.867	69.354.867	69.354.867
Yabancı Para Çevrim Farkları	-250.094.290	-152.959.200	-78.296.660	-19.258.170
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	-415.770	-2.830.526	-5.972.049	-7.277.553
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	1.284.731.526	1.224.132.030	679.319.753	247.388.426
Hisse Bazlı Çalışanlara Sağlanan Faydalar	9.509.840	9.509.840	9.509.840	9.509.840
Net Dönem Karı/Zararı	964.762.207	361.839.810	-130.490.984	-310.111.734
Geçmiş Yıl Zararları	-431.900.696	-793.740.506	-703.494.692	-393.382.958
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: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5 – TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar				
	1 Ocak - 30 Haziran 2023	1 Ocak - 30 Haziran 2022	31.12.2022	31.12.2021	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 (-)	-5.604.822.038	-3.008.505.700	-7.437.859.584	-3.219.098.651	-2.020.290.734
Brüt Kar	1.474.410.984	323.760.384	1.181.937.950	614.932.078	147.015.702
Genel Yönetim Giderleri (-)	-242.065.627	-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
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: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

İş Yatırım TAB Gıda'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgeniş 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.Piyasa Çarpanları Analizi

Şirketin öz kaynak 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.

4.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

- ✓ Şirketin özkaynak değeri, yabancı benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.
- a. Şirketin 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.

- b. Şirketin 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık bet 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 şirketin 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 bölünmesiyle; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri net dönem karına 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 gıdanın 2023 1. Yarı sonuçları ile daha doğru karşılaştırılabilmesi amacıyla TAB gıdanın 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.
 - ✓ Şirketin ABD doları bazında hesaplanan özkaynak değeri, 01.09.2023 tarihli kur ile çarpılarak Türk lirasına çevrilmiş ve nihai özkaynak değeri hesaplanmıştır.
 - ✓ Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,6x ve F/K çarpanı 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 edilmiştir.
 - ✓ 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.

4.1.2. Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

- ✓ Şirketin özkaynak değeri, yerli benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.
 - a. Şirketin 30.06.2023 tarihi itibarıyla 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.
 - b. Şirketin 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 şirketin yerli benzer analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

- ✓ Benzer şirketlerin çarpanları 01.09.2023 kapanış itibarıyla İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 karına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.
- ✓ Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 12,7x ve F/K çarpanı medyanı 16,3x olarak hesaplanmaktadır. Hesaplama FD/FAVÖK ÇARPANLARINDAN 6,0x'nin altındaki çarpanlar ve 20,0x'nin üstündeki çarpanlar; F/K çarpanlarından ise 10,0x'un altındaki ve 30,0x'in üstündeki çarpanlar aykırı değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.
- ✓ 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 6: Piyasa Çarpanları Analizi Özet

(Mn TL)	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık
Yerli FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	24.751,1	%50
Yabancı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	42.679,7	%50
Özkaynak Değeri	33.679,4	%100

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- ✓ Yerli benzer şirketlerin piyasa çarpanları analizi ile yabancı benzer şirketlerin piyasa çarpanları analizine 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 gösterilen HSR operatörleri seçilmiştir.

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizinde 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 şirketin beş yıllık iş planı baz alınarak 2023-2027 dönemi için hazırlanmıştır.

4.2.1. 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:** Restoranlara ait satışlar, günlük ortalama fiş adetlerini yıllıklandırılması, fiş fiyatları ve ağırlıklı ortalama restoran adetleri ile çarpılması sonucu hesaplanmaktadır.
- ✓ **Restoran Sayılarının Tahmini:** Şirketin 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 Adeti Tahmini:** Marka bazında geçmiş fiyat terendleri 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. Restoranlara ait satışlar günlük ortalama fiş adetlerinin yıllıklandırılması, fiş fiyatları ve ağırlıklı ortalama restoran adetleri ile çarpılması sonucu hesaplanmaktadır.
- ✓ **Restoran Sayıları Tahmini:** Şirketin 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 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 franchiselara restoranları temin etmektedir. Bu yapılan yatırım harcamaları satışların satışların maliyeti içinde takip edilmekte ve bire bir franchiselara yansıtılmaktadır. Satışların maliyetinde oluşan

bu tutar franchiselara faturalandırılması sebebiyle hasılatı da yer almaktadır.

- ✓ **Oyuncak Satışları:** Oyuncak satışları, restoranların menüler ile beraber sattıkları oyuncaıklardan elde edilen gelirdir. Oyuncak gelirleri şirketin kendi satışlarının artış büyümesi ile paralel olacak şekilde hesaplanmaktadır. Şirket oyuncak satışların maliyeti ne ise aynı tutarda manüverine 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 kendisi yapmakta ve bu tutarı franchiselara bire bir yansıtmaktadır. Satışların maliyeti kısmında tahmin edilen tutar, franchiselara bire bir faturalandırılması sebebiyle hasılatı da yer almaktadır.

4.2.2. 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 7 ayında gerçekleşen tutarlar varsayımların belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Maliyetlerin alt kırılımları temel olarak şunlardır: İlk madde ve malzeme giderleri, kira giderleri, işçi maliyetleri, genel üretim giderleri (ağırlıklı enerji), lojman giderleri, franchiseler adına ödenen kira giderleri, marka sahiplerine ödenen royalti gideri, oyuncak gideri, franchise restoran açılış gideri ve amortisman gideri.
- ✓ **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 şirketin kendi restoranlarının satışlarının %40,7'si olacak şekilde hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- ✓ **Kira Giderleri:** Kira giderleri, şirketin 2022 yılında 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 ayrıştırılarak hesaplanmaktadır.
- ✓ **Franchiselere Adına Yapılan Kira Ödemeleri:** Franchiseler adına yapılan kira ödemeleri ve ilgili masrafları içermektedir. Geçmiş dönemlere paralel olarak franchise satışlarının değişimi ve şirketin kendi kira giderlerinin belirli bir oranı (%15) dikkate alınarak hesaplanmaktadır.
- ✓ **İşçi Maliyeti:** Şirketin kendi restoranlarının 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. Şirketin 2022 yılı elektrik giderlerinde görülen anormal artışların 2023 yılının ilk 7 ayında normaleştiği görüldüğünden, şirketin mevcut tüketimi ve 2022 yılı öncesi baz alınarak 2023 yılında şirketin kendi satışlarının %3,8'i olacak şekilde hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak %4,3'e çıkarılarak geçmiş oranlara yakınsayacağı varsayılmıştır. Genel üretim giderlerinin 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.
- ✓ **Royalti Giderleri:** Şirketin kendi işlettiği restoranları için marka sahiplerine ödenen royalti gideri, projeksiyon gideri boyunca şirketin geçmiş ödemelerini tutarlı olacak şekilde kendi

işlettiği restoran satışları üstünden aynı sabit oran ile; franchiseler adına marka sahiplerine ödenen royalty gideri ise franchiselerin işlettiği restoranların satış tahminleri üzerinden 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, her bir yeni franchise restoranı için yatırım harcamaları yapmakta ve anahtar teslim franchiselere temin etmektedir. Yatırım tutarları franchiseler 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.
- ✓ **Amortismanlar 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 ile ilgili döneme ait şirketin kendi restoranlarına ait kira giderinin %2'si olacak şekilde hesaplanmaktadır.

Şirketin 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 şirketin genel müdürlüğünde çalışanların maaşlarını içermektedir. Şirketin geçmişte kendi satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde 2023 yılında %2,8 olarak varsayılp, 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:** Şirketin geçmişte kendi satışlarına oranı olarak gerçekleşen %2,3 kullanılarak, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen şirketin kendi satışları üstünden hesaplanmıştır.
- ✓ **Satış ve Pazarlama Giderleri:** Reklam ve pazarlama giderleri ve kendi mağazaları ve franchiseler için yapılan pazarlama harcamaları ve dükkan açılışları ile ilgili gelir/giderin netinden oluşmaktadır.
- ✓ **Reklam ve Pazarlama Gideri:** şirketin marka yönetme stratejileri doğrultusunda geçmişte kendi satışlarına oranı olarak 2022 yılında gerçekleşen %3,1'in; 2024 yılında %4,0 ve takiben projeksiyon dönemi boyunca %3,2 kullanılarak şirketin kendi restoran satışları üstünden hesaplanmıştır. 2024'te reklam ve pazarlama giderlerine yapılan bu artış, restoran sayıları ve fiş adetlerindeki büyümeleri desteklemek amacıyla dikkate alınmıştır.
- ✓ **Kendi Mağazaları ve Franchiseler İçin Yapılan Pazarlama Harcamaları ve Dükkan Satışları ile Oluşan Diğer İlgili Gelir/Giderin Neti:** Şirketin geçmişte kendi satışlarına oranı olarak gerçekleşen %2,6 kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen şirketin kendi işlettiği restoran satışları üzerinden hesaplanmıştır.

4.2.3. İşletme Sermayesi

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

- ✓ **Ticari Alacaklar:** Satışların büyük bir kısmı nakit satışlardan oluşan şirket, geçmiş yıllar içerisinde ticari alacak günlerini iyileştirilmiş, 2022 yılında 12 güne ulaşmıştır. Şirket için ortalama tahsilat günleri projeksiyon dönemi boyunca 2022 yılında 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 çıkmıştır.
- ✓ **Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler:** Geçmiş satışlara oranı olan %4,1 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.

4.2.4. Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirketin projeksiyon dönemine ilişkin yatırım harcamaları üç ana kalemden oluşmaktadır: bakım onarım harcaması, restoranların dijitalleşmesi 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 büyütülmesi 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 şirketin ilgili projeksiyon dönemi içinde kendi işletmesi amacıyla açmayı planladığı restoran sayısı dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Her bir açılan restoran için ABD doları bazında olan harcamaların dönem içi açılması planlanan restoran adedi ile çarpılması sonucu hesaplanıp, nihayetinde dönem ortalaması tahmini ABD doları/ Türk lirası kuru kullanılarak Türk lirasında çevrilmiştir.
- ✓ Projeksiyon dönemi toplam amortisman tutarları, mevcut varlıklardan gelen amortisman yeni yatırım harcamalarından oluşan amortisman eklenerek hesaplanmıştır. Yeni yatırım harcamaları 10 yıllık amortisman süresine tabi tutulmuş ve amortisman bu süre üzerinden hesaplanmıştır.

4.3. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirketin nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde ağırlık ortalama sermaye maliyeti yöntemi kullanılmıştır.

- ✓ Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı

varsayılmıştır.

- ✓ Risksiz getiri oranı hesabına sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğünün 10 yıllık Türk lirası cinsinden devlet iç borçlanma senedi faiz oranı tahminleri kullanılmıştır.
- ✓ Şirketin kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş, 1 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.
- ✓ Piyasa risk primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.
- ✓ Borç/(Borç + Özkaynaklar) oranı şirketin geçmiş gerçekleşen oranları ve sektör dinamikleri oranınca 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 gazetede yayınlanan 7456 sayılı kanun ile kurumlar 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükselmiştir. Şirketin halka arz sonrası halka açıklık 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 şirketin 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 gösterildiğinden ve bu dönem boyunca sürdürülebilir nakit akım yarattığından, AOSM hesaplamasında şirkete özel ilave risk primi dikkate alınmıştır.

4.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu

İNA analizi gerçekleştirilirken, şirketin mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik dikkate alınmıştır. Bununla birlikte izahnamede yer verilen risklerin şirketin faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, şirketin yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve dünya ekonomilerinde şirket faaliyetlerine olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır.

- ✓ İNA analizinde şirketin geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ve şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır.
- ✓ Uç değer hesaplanması için büyüme oranı %5,0 olarak varsayılmıştır.
- ✓ Serbest nakit akışından 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 tarihinde indirgenirken indirgeme faktörü ve %50 ile çarpılmıştır.
- ✓ Uç değer 2027 yılı için kullanılan indirgeme faktörü ile 30.06.2023 tarihine indirgenmiş ve uç değerlerin bugünkü değerine ulaşılmıştır.
- ✓ SNA'nın 30.06.2023 itibarıyla değeri ve uç değer bugünkü değeri toplandığında firma değeri hesaplanmıştır.

- ✓ Firma değerinden şirketin 30.06.2023 tarihi itibarıyla hesaplanmış net finansal borç tutarı düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

5. Değerleme Sonucu

İş Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında, Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları analizine göre elde edilen değer %50, Piyasa Çarpanları Analizine göre elde edilen değer %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

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

Tablo 7 – TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Tatlıpınar - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	33.697.403.777	%50
Çarpan Analizi	42.124.954.688	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	37.911.179.232	%100

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Şirketin ağırlıklandırılmış özkaynak değeri 37.911.179.232 TL olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 8 – TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	
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 (TL)	130,00

Kaynak: TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, TAB Gıda Sanayi ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanların ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve sektör dinamikleri ile değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Piyasa çarpanları analizi kapsamında F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının birlikte kullanılmasını makul bulmakla birlikte bu çarpanın dışında PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarından en azından birinin daha değerleme kapsamında kullanılabileceği görüşündeyiz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz. İndirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizinin nihai değer tespitinde %50-%50 şeklinde eşit ağırlıklandırılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. için 130 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**



Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.