

08/07/2025

Güçlü büyüme hikayesi devam ediyor

TAB Gıda (TABGD), Türkiye'nin hızla büyüyen hızlı servis restoran (QSR) sektörünün lideri konumunda yer alıyor. TAB Gıda'yı 12 aylık 244.66 TL hisse başı hedef fiyatla ile araştırma kapsamımıza alıyor ve şirketin güçlü pazar konumu, ölçeklenebilir iş modeli ve kanıtlanmış büyüme stratejisini beğenmemiz nedeniyle hisse için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyesi veriyoruz. TABGD, küresel ölçekte tanınan markalardan oluşan portföyü ve geniş mağaza ağı sayesinde bu alandaki baskın pozisyonunu koruyor. Oldukça rekabetçi bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen TAB Gıda, pazar payını istikrarlı bir şekilde korumayı ve marka bilinirliğini artırmayı sürdürüyor. Bu başarının, şirketin operasyonel çevikliği ve stratejik uygulama kabiliyetine bağlı olduğunu düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde TAB Gıda'nın pazar liderliğini sürdürmesini bekliyoruz.

Pandemi sonrası talep toparlanması ve girdi maliyetlerinde gözlenen olumlu seyir, şirketin güçlü kârlılık marjlarını destekliyor. Bununla birlikte, işlem hacmi odaklı fiyatlandırma stratejisi ve mağaza ağıının istikrarlı şekilde genişlemesi sayesinde güçlü bir ciro büyümesi öngörüyoruz. 2025-2030 döneminde satış gelirlerinin %21,1 bileşik yıllık büyüme oranıyla (YBBO) artarak 2030 itibarıyla 109,8 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Aynı dönem için yıllık ortalama bileşik enflasyon tahminimiz %14,7 seviyesinde bulunuyor. FAVÖK'ün ise aynı dönemde %16,7'lik YBBO ile 19,1 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bu büyümeyi destekleyecek unsurlar arasında stratejik maliyet kontrolleri ve franchise işletmelerin toplam içindeki payındaki artış öne çıkıyor.

TAB Gıda'nın franchise ağırlıklı modele geçişi, yapısal anlamda önemli bir avantaj sağlıyor. Franchise mağazalar yüksek kârlılığa katkıda bulunurken, aynı zamanda sermaye açısından verimli büyümeyi de mümkün kılıyor. Yıllık ortalama 180 yeni mağaza açılışı varsayımıyla, toplam restoran sayısının 2030 yılında 2.900'e ulaşmasını öngörüyoruz. Bu restoranların önemli bir kısmının franchise modeliyle faaliyet göstermesi bekleniyor. Bu dönüşüm, nakit akışlarında istikrar sağlayacak ve yatırılan sermaye üzerinden elde edilen getirileri artıracak. Şirket, güçlü teknolojik altyapısından faydalanan lokasyona göre fiyat optimizasyonu yapılmasını mümkün kılan dinamik bir fiyatlandırma modeli kullanıyor. Bu yetenek, şirketin hem rekabet gücünü hem de marj performansını artırdığı görüşündeyiz.

TAB Gıda'nın dikey entegre TFI ekosistemi içinde faaliyet göstermesi, tedarik zinciri dayanıklılığı, maliyet görünürlüğü ve operasyonel kaldıraç gibi ek yapısal avantajlar sağlıyor. Türkiye'ye özgü demografik değişimler, kentleşme süreci ve artan harcanabilir gelir gibi makroekonomik destekleyici unsurlar da dikkate alındığında, şirketin büyüme potansiyeli önemli ölçüde güçleniyor.

TAB Gıda'nın ekonomik dalgalanmalara karşı görece dirençli bir talep profili ile uzun vadeli yapısal büyüme potansiyelini bir araya getiren az sayıdaki şirketten biri olduğuna inanıyoruz. Öte yandan, 2026 yıl sonu tahminlerimiz hisseye 15,7x F/K, 4,4x FD/FAVÖK ve 2,1x PD/DD değerleme çarpanları atfediyor. Bu çerçevede hisse için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyesi veriyoruz.

TABGD

Bloomberg/Reuters Kodu	TABGD T1 / TABGD.IS
Tavsiye	Endekse Paralel Getiri
Hisse Fiyatı (TL)	188.90
Hedef Fiyat (TL)	244.66
Yükseliş Potansiyeli	30%

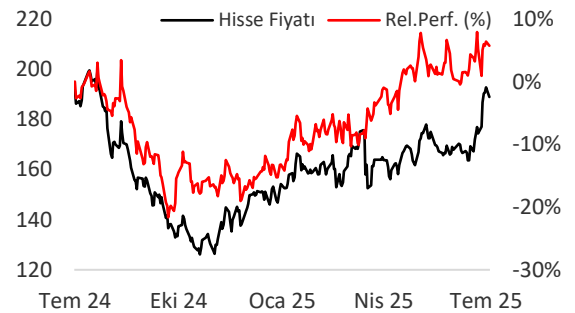
Piyasa Değeri (mn TL)	49,358
Halka Açıklık (%)	20.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	199.54 / 126.13
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	3.9
Net Borç (mn TL) - 2024	-2,068
Firma Değeri(mn TL)	47,290

Tahminler (mn TL)	2024*	2025T	2026T
Net Satışlar	32.0	42.1	56.1
% büyüme		32%	33%
FAVÖK	7.6	8.4	10.9
% marj	23.6	20.1	19.3
Net Kar	1.9	2.4	3.1
% marj	6.0	5.8	5.6
Sermaye Getirisi	12.1%	13.3%	13.3%

Çarpanlar			
F/K	25.8x	20.2x	15.7x
FD/FAVÖK	6.3x	5.6x	4.4x
PD/DD	3.1x	2.7x	2.1x

	3M	12M	YTD
Rel. Getiri	7%	9%	25%
Mutlak	7%	1%	29%

*Bu tutar, 2024 sonuna ait bir değerdir ve endeksli değildir.



Analyst: [Safa Gumus](#)

Analyst: [Övünç Gürsoy, PhD, CFA](#)

İçindekiler

Değerleme	3
Kısaca TAB Gıda.....	4
Ortaklık Yapısı	4
TFI Ekosistemi	4
Restoran Dağılımı ve Gelir Yapısı	5
Franchise Modelleri.....	7
Franchise Odaklı Büyüme.....	7
Güncel Franchise Sözleşmelerine Genel Bakış	8
Sektör Görünümü	9
Pazar Payı Dağılımı	14
TAB Gıda'nın Pazar Konumlandırması.....	15
Değerleme Yaklaşımımız	16
Gelirler.....	17
Talep Koşulları ve Marj Daralması	18
FAVÖK Marjı	26
Yatırım Harcamaları	27
Riskler	28
Sağlıklı Beslenme Trendinin Etkisi	28
Müşteri Trafiğinde Azalma Riski	28
Yoğun Rekabet Ortamında Sürdürülebilir Yüksek Kâr Marjları Zorluğu	28
Franchise Sözleşmelerinin Yenilenmeme Riski.....	29
Değerleme Yaklaşımı	30
Derecelendirme Metodolojisi	30

Değerleme

TL bazlı İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizimizde, tahminlerimize istinaden ortalama %24 oranında varsayılan risksiz faiz oranına dayalı olarak ortalama özsermaye maliyetini %29,7, borçlanma maliyetini ise %24,2 olarak dikkate aldık. Bu doğrultuda kullanılan beta katsayısı 1,04 seviyesinde bulunuyor. Bu bileşenlerle birlikte Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini (AOSM) tahmin ufkumuz boyunca %27,5 olarak hesaplıyoruz. Şirketin faaliyetlerinden doğan vergisel yükümlülüklerini yansıtmak amacıyla %25 seviyesinde efektif vergi oranı varsaydık. Nihai dönem büyüme oranını ise %11 olarak aldık. Tüm bu varsayımlar çerçevesinde elde ettiğimiz 12 aylık hedef değer, mevcut hisse fiyatına kıyasla %30 oranında bir getiri potansiyeline işaret ediyor.

Tablo 1: TABGD İndirgenmiş Nakit Akışları Değerlemesi

TL mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	42,134	56,110	69,427	82,058	95,603	109,854
Yıllık büyüme	32%	33%	24%	18%	17%	15%
Brüt Kar	6,454	9,048	10,683	12,599	14,355	16,013
Yıllık büyüme	19%	26%	15%	16%	15%	11%
FVÖK marjı	8.2%	7.8%	7.2%	7.1%	7.0%	6.7%
FAVÖK	8,448	10,857	12,764	14,865	16,860	19,062
Yıllık büyüme	12%	29%	18%	16%	13%	13%
FAVÖK marjı	20.1%	19.3%	18.4%	18.1%	17.6%	17.4%
Net İşletme Sermayesi	-820	-1,057	-1,318	-1,533	-1,894	-2,188
İşletme Sermayesi Değişimi	-214	-237	-262	-215	-361	-294
Satışlara oranı	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
Yatırım Harcamaları	3,757	4,938	5,971	6,975	7,935	9,008
Satışlara oranı	8.9%	8.8%	8.6%	8.5%	8.3%	8.2%
Vergi	866	1,092	1,257	1,459	1,672	1,852
Serbest nakit akışı	4,040	5,064	5,798	6,646	7,614	8,496
Yıllık büyüme	23%	25%	15%	15%	15%	12%
Serbest nakit akışı marjı	9.6%	9.0%	8.4%	8.1%	8.0%	7.7%
AOSM	33.7%	30.6%	28.0%	25.9%	24.3%	22.2%
İskonto faktörü	0.86	0.67	0.54	0.45	0.38	0.33
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	3,494	3,391	3,128	2,965	2,856	2,817
Serbest nakit akışı - Bugünkü değer toplamı	18,650					
Uç değer bugünkü değeri	28,215					
Firma değeri	46,865					
Net borç (1Ç25)*	-2,068					
Öz sermaye değeri	48,933					
Hisse adeti (mn)	261					
Hesaplanan değer (TL)	187.27					
12 aylık hedef fiyat (TL)	244.66					
Cari hisse fiyatı (TL)	188.90					
Yükselme potansiyeli	30%					

*25.06.2025 tarihinde hisse başına dağıtılan 3.5 brüt temettüye göre düzeltilmiştir.

Tablo 2: TABGD Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları

Tarih	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Faiz Oranı	30.00%	27.00%	24.50%	22.50%	21.00%	19.00%
Özkaynak Maliyeti	35.7%	32.7%	30.2%	28.2%	26.7%	24.7%
Borç Maliyeti	30.2%	27.2%	24.7%	22.7%	21.2%	19.1%
Borç Payı	36.8%	37.4%	39.8%	41.0%	42.5%	44.6%
Özkaynak Payı	63.2%	62.6%	60.2%	59.0%	57.5%	55.4%
AOSM	33.7%	30.6%	28.0%	25.9%	24.3%	22.2%

Kaynak: OYAK Yatırım

Kısaca TAB Gıda

TAB Gıda, 29 Temmuz 1995 tarihinde kurulmuştur. Şirket; Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro, Usta Dönerci, Usta Pideci ve Subway gibi tanınmış markalar altında faaliyet göstermektedir. Bu markalar kapsamında franchise faaliyetleri yürüten şirket, hamburger, tavuk, pizza, sandviç, döner ve pide ürünlerine odaklanan restoranlar işletmektedir.

TAB Gıda gelirlerini iki ana satış kanalı üzerinden elde etmektedir. Birincil satış kanalı, doğrudan şirketin işlettiği restoranlarda yapılan gişe satışlarıdır. Bunun yanı sıra şirket, çevrimiçi sipariş platformlarını ikincil bir kanal olarak kullanmakta ve üçüncü taraf teslimat sağlayıcıları aracılığıyla gelir elde etmektedir. TAB Gıda ayrıca franchise restoranlar üzerinden gerçekleşen satışlardan da gelir sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket, 26 Ekim 2023 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Halihazırda halka açıklık oranı %20,09 seviyesindeyken, kalan %79,91'lik pay TFI Gıda Yatırımları A.Ş.'ye aittir. TFI Gıda Yatırımları A.Ş., Kurdoğlu Ailesi tarafından kontrol edilmektedir. 10 Nisan 2025 tarihi itibarıyla şirket, üç yıl süreli bir hisse geri alım programı yürütmektedir. Programın başlangıcında, toplam sermayenin %2,03'üne karşılık gelen 5.500.000 TL nominal değerli payın geri alınması hedeflenmiştir. Program kapsamında gerçekleştirilen aktif alımlar sonucunda, raporun yayınlandığı tarih itibarıyla 5.307.155 TL nominal değerli pay geri alımı kalmıştır.

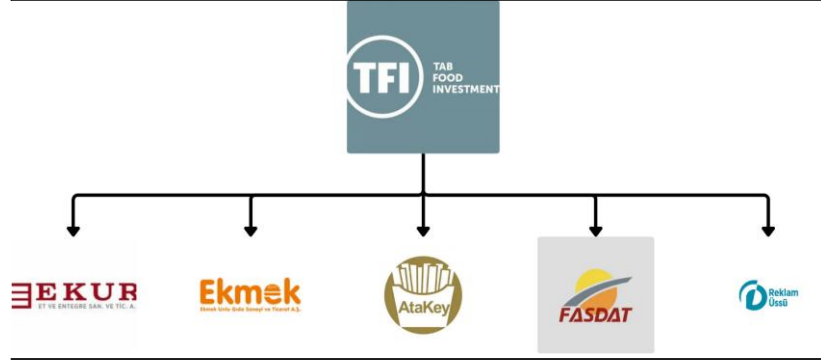
TFI Ekosistemi

TFI TAB Gıda Yatırımları, yalnızca Türkiye'nin en büyük hızlı servis restoran (QSR) operatörü değil, aynı zamanda küresel hızlı servis restoran sektöründe de önemli bir oyuncudur. Şirketin temelleri 1994 yılında TAB Gıda'nın kuruluşuyla atılmış, Türkiye QSR pazarına giriş ise 1995 yılında Burger King markasıyla olmuştur. Bugün itibarıyla TFI, Burger King, Sbarro, Popeyes, Arby's, Usta Dönerci, Usta Pideci ve Subway olmak üzere yedi farklı marka altında faaliyet göstermektedir.

TFI'nin iş modeli yalnızca restoran işletmeciliğiyle sınırlı değildir. Şirket, dikey entegre bir değer zinciri stratejisi üzerine inşa edilmiş çok katmanlı bir yapıya sahiptir. Bu doğrultuda; gıda üretimi, lojistik hizmetleri, tedarik zinciri yönetimi ve pazarlama gibi birçok tamamlayıcı iş kolu bünyesine entegre edilmiştir. Bu yapı; maliyetlerin şeffaf şekilde izlenmesi, tedarik güvenliği ve operasyonel verimlilik açısından önemli avantajlar sunmaktadır.

TFI tarafından geliştirilen entegre ekosistem, sadece restoran zincirlerini değil, aynı zamanda bu faaliyetleri destekleyen geniş bir iştirak ağını da kapsamaktadır (**Tablo 3**). Bu iştirakler; tedarik, dağıtım, üretim ve operasyonel destek gibi kritik alanlarda faaliyet göstermektedir. Çok katmanlı bu yapı, TFI'nin sektördeki konumunu güçlendirmenin yanı sıra, sürdürülebilir büyüme ve kârlılığı destekleyen stratejik bir esneklik de sağlamaktadır.

Tablo 3: TFI Ekosistemi



Kaynak : Şirket Sunumları, OYAK Yatırım

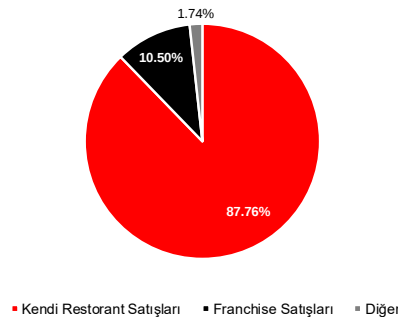
Restoran Dağılımı ve Gelir Yapısı

Şirketin gelir yapısı daha yakından incelendiğinde, TAB Gıda'nın gelirlerinin büyük bölümünün doğrudan şirket tarafından işletilen restoranlardan elde edildiği görülmektedir. Bu modelde yatırım, operasyon, personel istihdamı ve diğer tüm operasyonel yükümlülükler doğrudan TAB Gıda tarafından üstlenilmektedir. Dolayısıyla hem operasyonel hem de finansal risklerin tamamı şirket bünyesinde kalmaktadır. 2025 yılının ilk çeyreğine ait finansal sonuçlara göre, toplam gelirin %87,8'i doğrudan şirket tarafından işletilen restoranlardan elde edilmiştir (Grafik1).

Gelir açısından ikinci en büyük katkısı sağlayan model ise franchise sistemidir. Bu modelde TAB Gıda, üçüncü taraf yatırımcılara marka lisansları vererek restoran işletme hakkı tanımaktadır. Restoranların yatırımı ve işletilmesi franchise tarafından gerçekleştirilirken, TAB Gıda söz konusu restoranlardan royalty (marka kullanım ücreti) ve çeşitli hizmet gelirleri elde etmektedir. 2025 yılının ilk çeyreğinde franchise restoranlardan sağlanan gelir, toplam gelirlerin %10,5'ini oluşturmuştur (Grafik 1).

Şirketin faaliyet gelirlerinin temelini oluşturan bu iki iş modeli, TAB Gıda'nın operasyonel esnekliği ve kârlılık profili üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Özellikle franchise modeli, şirketin sermaye harcaması ve personel maliyetine katlanmaksızın gelir elde etmesini sağladığı için daha avantajlı bir kârlılık yapısı sunmaktadır. Bu giderlerin franchise tarafından üstleniliyor olması, şirketin daha düşük riskle gelir elde edebilmesine imkân tanımaktadır.

Grafik 1: TAB Gıda Ciro Kırılımı (2025 1Ç)



Kaynak : Şirket Sunumları

2025 yılının ilk çeyreği itibarıyla şirketin toplamda 1.854 restoranı bulunmaktadır. Bunların 1.009'u, yatırım, operasyon ve personel yönetimi gibi tüm sorumlulukların TAB Gıda'ya ait olduğu şirket tarafından işletilen birimlerdir. Bu restoranlar, şirketin gelirlerinin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. Kalan 845 restoran ise franchise modeliyle faaliyet göstermektedir (**Tablo 4**). Franchise restoranların toplam gelire katkısı görece sınırlı olsa da, yatırım ve işletme giderlerinin franchise tarafından karşılanması nedeniyle kârlılık üzerindeki etkileri daha olumludur. Marka bazında restoran portföyü incelendiğinde, 805 şubeyle Burger King'in en büyük paya sahip olduğu görülmektedir (**Tablo 4**). Bu durum, Burger King'in TAB Gıda'nın operasyonel yapısındaki merkezi rolünü açıkça ortaya koymaktadır.

Tablo 4: TAB Gıda Restoran Portföyü ve Restoran Sayıları (1Ç25)

Restoran							
Restoran Sayısı (1Ç25, Toplam)	805	412	143	142	125	166	61
Tab Restoranları	434	332	33	134	4	63	9
Franchise	371	80	110	8	121	103	52

Kaynaklar : Şirket Sunumları, OYAK Yatırım

Şirket İşletmesi Altındaki Restoranlar

Şirket tarafından işletilen restoranlardan elde edilen gelirler, TAB Gıda'nın gelir tablosunda yapılan satışların tamamını yansıtacak şekilde yer almakta ve muhasebe süreçleri bu operasyonel modele uygun şekilde yönetilmektedir. Bu birimlerde, satış gelirlerinin yanı sıra, restoran operasyonlarının sürdürülebilmesi için gerekli tüm sermaye harcamaları — ekipman, altyapı, iç tasarım gibi — TAB Gıda tarafından karşılanmaktadır. Ayrıca, personel maliyetleri, kira, elektrik-su giderleri, bakım ve diğer işletme giderleri doğrudan şirketin sorumluluğundadır (**Tablo 5**).

Bu operasyonel yapı nedeniyle, şirket işletmesi altındaki restoranların kâr marjı, franchise restoranlara kıyasla daha düşük olma eğilimindedir. Bunun temel sebebi, franchise modelinde olduğu gibi operasyonel maliyetlerin üçüncü taraflarca değil, tamamen şirket tarafından üstlenilmesidir. Dolayısıyla, şirket işletmesi altındaki restoranlar toplam gelir içinde ağırlıklı paya sahip olsa da, kârlılık oranları bakımından franchise restoranlar daha olumlu katkı sağlar. Buna rağmen, şirketin mevcut FAVÖK'ünün önemli bir bölümü halen şirket tarafından işletilen restoranlardan elde edilmektedir.

Franchise Modelleri

Tip 1 Franchise

Tip 1 Franchise modelinde yatırım franchisee tarafından yapılır, TAB Gıda'nın sermaye harcaması yükümlülüğü bulunmaz. Bu model, şirketin çatısı altındaki tüm markalar için geçerli olup yaygın şekilde tercih edilen bir formattır. Bu yapıda TAB Gıda, franchise restoranın toplam satışları üzerinden belirli sabit bir yüzde oranında gelir elde eder. Bu oran genellikle %12-%15 aralığında, yani orta-yüksek tek haneli rakamlardadır. Restoranın tüm operasyonel giderleri franchisee tarafından karşılanırken, TAB Gıda'nın finansal sorumlulukları yalnızca pazarlama ve royalti (lisans) ücretleriyle sınırlıdır (**Tablo 5**).

Tip 2 Franchise

Tip 2 Franchise modeli ise TAB Gıda'nın sermaye yatırımı yaptığı bir yapıdır. Tip 1 modelinden farklı olarak, bu model sadece Usta Dönerci, Usta Pideci, Subway ve Sbarro gibi belirli markalar için geçerlidir. Bu yapıda, TAB Gıda franchisee'den daha yüksek bir gelir payı alır; bu oran genellikle %20-%35 arasındadır. Bu markalar için restoran açılış maliyetleri Burger King, Popeyes ve Arby's gibi markalara kıyasla daha düşüktür. Yüksek gelir payı, şirketin yaptığı ilk yatırım ile doğrudan ilişkilidir. TAB Gıda ekipman ve tesisat maliyetlerini finanse ederken, franchisee restoranın işleyişine dair personel, malzeme ve günlük işletme giderlerinden sorumludur. Buna karşın, pazarlama, royalti ücretleri ve kira giderleri TAB Gıda'nın sorumluluğu altında kalmaya devam eder (**Tablo 5**).

Tablo 5: TAB Gıda Restaurant Tipleri ve Özellikleri

Model Özellikler	Franchise Model 1	Franchise Model 2
Yatırımı kim yapıyor?	Franchise Yatırımcısı	TAB
Hangi markalar için uygun?	Tüm markalar	Usta Dönerci, Usta Pideci, Subway, Sbarro
Komisyon ücreti (restoran satışlarının %'si olarak)	Düşük ila orta çift haneli yüzde	20 – 35%
Franchise sahibi tarafından karşılanan masraflar	Tüm restoran masrafları	Personel, hammadde, işçilik ve ilgili giderler
TAB Gıda tarafından karşılanan masraflar	Pazarlama, telif hakkı	Pazarlama, royalti, kira

Sources : Şirket Sunumları, OYAK Yatırım

Franchise Odaklı Büyüme

TAB Gıda'nın iş modeli içerisinde franchise operasyonlarının artan payının, şirketin kârlılığı üzerinde kayda değer bir etki yaratmaya devam ettiği görüşündeyiz. Franchise restoranlara yönelik yatırım maliyetlerinin büyük ölçüde franchisee tarafından karşılanıyor olması, TAB Gıda'nın bu restoranlara ilişkin operasyonel harcamalara neredeyse hiç maruz kalmamasını sağlıyor. Bu durum özellikle Tip 1 Franchise modelinde belirgin şekilde görülüyor; söz konusu modelde şirket, ne yatırım ne de işletme gideri üstleniyor ve doğrudan satış

gelirlerinden pay alıyor (**Tablo 5**). Bu nedenle, franchise restoranlardan elde edilen gelirlerin önemli bir kısmı doğrudan brüt kâra yansıyor. Operasyonel kârlılık açısından bu model ciddi bir avantaj sunarken, franchise yapısının TAB Gıda açısından stratejik önemini de vurguluyor.

2025 yılının ilk çeyreğine ait veriler, bu stratejinin benimsenme düzeyini net biçimde ortaya koyuyor. Şirketin 845'i (%46) franchisee'ler tarafından işletilmektedir. Bu tablo, son beş yılda yaşanan anlamlı bir yapısal dönüşüme işaret ettiği görüşündeyiz. 2020 yılının sonunda TAB Gıda toplam 1.230 restorana sahipti; bunların 898'i (%73) şirket tarafından, 332'si (%27) ise franchise modeliyle işletiliyordu (**Grafik 11**).

2020 ile 2025 ilk çeyrek dönemi arasında franchise restoran sayısı yıllık bileşik büyüme oranıyla (YBBO) %26 artarken, şirket tarafından işletilen restoranlardaki büyüme %3 YBBO ile sınırlı kaldı. Bu veriler, TAB Gıda'nın sermaye verimliliğini ve operasyonel kaldıraç gücünü artıran franchise modeline stratejik olarak giderek daha fazla odaklandığını ortaya koyuyor.

Güncel Franchise Sözleşmelerine Genel Bakış

TAB Gıda'nın temel iş modeli, uluslararası marka sahipleriyle imzaladığı franchise anlaşmalarına dayanıyor. Şirketin Türkiye'de ve bazı seçili yurt dışı pazarlarda işlettiği restoranlar, bu anlaşmalar kapsamında faaliyet gösteriyor. Bu nedenle, bu sözleşmelerin süresi ve yenileme koşulları, operasyonel süreklilik ve stratejik öngörü açısından kritik önem taşıyor.

TAB Gıda, Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's ve Subway markaları için ilgili pazarlarda ana franchise (master franchise) haklarına sahip bulunuyor. Bu haklar devredilebilir nitelikte olup, TAB Gıda'ya faaliyet gösterdiği ülkelerde üçüncü taraflara alt franchise verme yetkisi tanıyor. Böylece şirket, yalnızca kendi işlettiği mağazalardan değil, franchise zinciri altındaki restoranlardan da gelir elde ediyor.

TAB Gıda'nın portföyündeki amiral gemisi konumundaki Burger King markası için franchise hakkı ilk kez 1994 yılının son çeyreğinde Türkiye ve Kuzey Kıbrıs için alınmış, 2013 yılında ise Kuzey Makedonya ve Gürcistan'ı kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Mevcut Burger King franchise sözleşmesinin süresi 2032 yılında sona ermektedir (**Tablo 6**).

Diğer franchise sözleşmelerinin bitiş tarihleri ise markalara göre farklılık göstermektedir. Süresi ilk dolacak olan sözleşme, 2026 sonunda sona erecek olan Popeyes anlaşmasıdır. Bunu 2027 yılı sonunda sona erecek olan Sbarro ve Arby's sözleşmeleri takip etmektedir. Subway franchise anlaşmasının süresi ise 2029 yılı sonunda sona erecektir (**Tablo 6**).

Bu takvim dikkate alındığında, franchise anlaşmalarının yenilenme potansiyeli ve marka iş birliklerinin devamlılığı, şirketin uzun vadeli görünülüğünü ve operasyonel sürdürülebilirliğini takip eden yatırımcılar açısından önemli gündem başlıkları olacaktır. Temel varsayımımız, TAB Gıda'nın marka yönetiminde uzun yıllara dayanan tecrübesi ve güçlü geçmiş performansı sayesinde mevcut franchise anlaşmalarını sürdüreceği ve sözleşme süreleri sona erdiğinde başarıyla yenileyeceği yönündedir.

Tablo 6: Kontrat Başlangıç ve Bitiş Tarihleri

Restoran					
Sözleşme Başlangıç Tarihi (Türkiye)	20.09.1994	17.04.2007	25.07.2006	01.06.2010	27.07.2022
Sözleşme Başlangıç Tarihi (Kuzey Kıbrıs)	20.09.1994	15.04.2008	-	-	-
Sözleşme Başlangıç Tarihi (Kuzey Makedonya, Gürcistan)	27.05.2013	-	-	-	-
Sözleşme Bitiş Tarihi	01.12.2032	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2027	31.12.2029

Kaynak: Şirket Fiyat Tespit Raporu, OYAK Yatırım

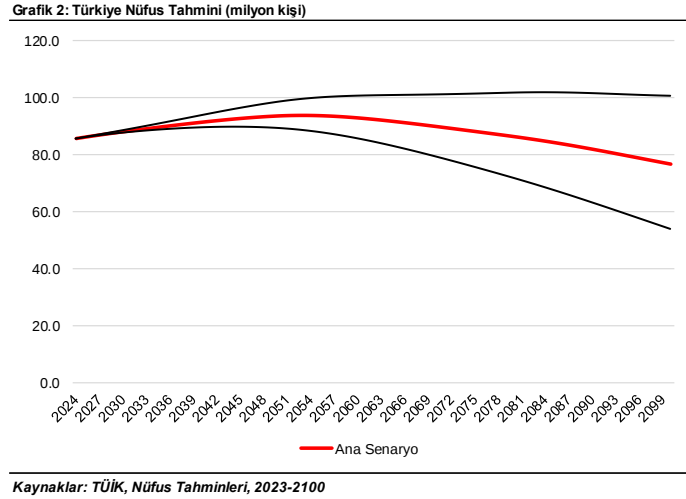
Sektör Görünümü

Yemek hizmetleri sektörü, yüksek düzeyde rekabetin hâkim olduğu bir piyasa yapısına sahiptir. Bu yoğun rekabetin başlıca nedenlerinden biri, sektöre girişin görece düşük maliyetlerle mümkün olmasıdır. Yeni oyuncuların sınırlı sermaye ile pazara girebiliyor olması, arz koşullarının sürekli değişken kalmasına yol açmakta ve sektördeki mevcut işletmeler üzerinde sürekli bir baskı oluşturmaktadır. Buna ek olarak, sektörde sunulan ürün ve hizmetlerin yüksek derecede birbirinin yerine geçebilir yani ikame edilebilir olması, rekabetin şiddetini daha da artıran bir diğer unsurdur.

Tüketicilerin dışarıda yemek tercihlerinde belirleyici olan unsur genellikle belirli bir restoran kategorisine duyulan sadakat değil, anlık ihtiyaçlar ve spontane kararlar olmaktadır. Bu durum, fast food, casual dining ve yerel restoranlar gibi geleneksel segmentler arasındaki sınırların giderek daha da belirsizleşmesine yol açmıştır. Sonuç olarak, segmentler arası rekabetin keskinleştiği ve işletmelerin farklı türde rakiplerle doğrudan karşı karşıya kaldığı bir yapı oluşmuştur. Bu rekabet ortamında talebi şekillendiren temel faktörlerden biri demografidir.

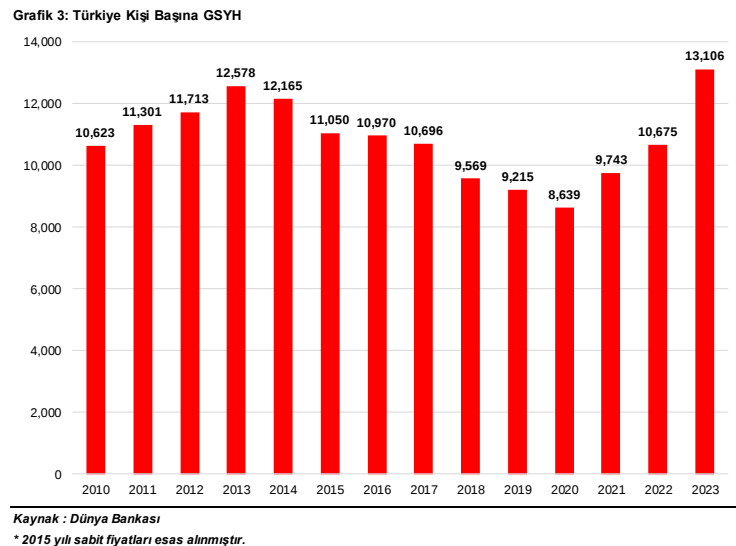
Lüks tüketim segmenti hariç tutulduğunda, yemek hizmetleri sektörü toplumun geniş kesimlerine hitap etmekte ve tüm nüfusu potansiyel müşteri kitlesi olarak değerlendirmektedir. Bu nedenle, demografik eğilimler sektörün uzun vadeli büyüme potansiyelini belirlemede kritik rol oynamaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) temel senaryo projeksiyonuna göre, Türkiye nüfusunun önümüzdeki 30 yıl içerisinde yaklaşık 94 milyona ulaşması, ardından ise düşüş eğilimine girerek 2100 yılı itibarıyla 77 milyonun altına inmesi beklenmektedir (**Grafik 2**).

Bu öngörü, kısa ve orta vadede talep açısından destekleyici bir görünüm sunsa da, uzun vadede nüfus kaynaklı tüketim dinamiklerinde yavaşlama riski taşıdığına işaret etmektedir. Bu nedenle, sektörel talep tahminleri yapılırken demografik değişimler yakından takip edilmesi gereken temel değişkenlerden biri olarak öne çıkmaktadır.



Tüketici harcamalarını etkileyen temel makroekonomik değişkenlerden biri, kişi başına düşen reel gayrisafi yurt içi hasıladır (GSYH). Toplam tüketim eğilimlerinin başlıca göstergelerinden biri olarak kabul edilen kişi başına reel GSYH, özel tüketim harcamalarıyla güçlü ve pozitif bir korelasyon göstermektedir. Bu ilişki, akademik ve ampirik literatürde uzun süredir tutarlı bir şekilde ortaya konmuş olup, temelinde tüketicilerin gelir seviyesindeki artışın tüketim düzeyini artırması yatmaktadır.

Bu çerçevede, Türkiye’de kişi başına reel GSYH son yıllarda -özellikle geride bıraktığımız son 3 senede- görece istikrarlı bir artış eğilimi sergilemiştir (**Grafik 3**). Gelir seviyelerindeki bu yükseliş, özellikle hizmet sektörü ve gıda dışı harcama kalemlerinde tüketim talebini desteklemiş; dolaylı yoldan da yemek hizmetleri sektörünün orta ve uzun vadeli büyüme görünümüne olumlu katkı sağlamıştır. Reel gelir artışının sürmesi durumunda, dışarıda yemek yeme alışkanlıklarının toplumun daha geniş kesimlerine yayılması ve sektörün ulaşabileceği müşteri tabanının genişlemesi beklenebilir. Bu doğrultuda, kişi başına reel GSYH, yemek hizmetleri sektöründeki talep yönünü ve sürdürülebilirliğini analiz ederken izlenmesi gereken kritik göstergelerden biri olarak öne çıkmaktadır.

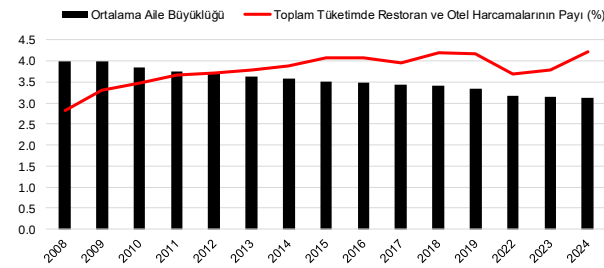


Türkiye’de hanehalkı yapısındaki dönüşüm ve buna paralel olarak değişen tüketim alışkanlıkları, yemek hizmetleri sektöründeki talep dinamiklerini doğrudan etkilemektedir. Son yıllarda ortalama hanehalkı büyüklüğünde istikrarlı bir düşüş eğilimi gözlemlenmekte; çekirdek aile yapısından daha küçük hane yapılarına geçiş yaşanmaktadır. Bu yapısal değişim, bireysel tüketimde artışı beraberinde getirirken, dışarıda yemek yeme eğilimini de güçlendirmektedir. Bu dönüşümle eşzamanlı olarak, TÜİK verileri, toplam tüketim harcamaları içinde restoran ve otel harcamalarının — ki bu kalem fast food harcamalarını da içermektedir — payının artmakta olduğunu ortaya koymaktadır (**Grafik 4**).

Bu eğilim, artan kentleşme oranı ile birlikte değerlendirildiğinde daha anlamlı bir hâl almaktadır (**Grafik 5**). Özellikle büyükşehirlerde yaşayan tüketiciler, zaman tasarrufu gerekçesiyle pratik yemek seçeneklerine yönelmektedir. Küçülen hane yapıları, artan iş yükü ve kent yaşamının getirdiği zaman kısıtları gibi faktörler, evde yemek hazırlama davranışını zayıflatmakta ve dışarıda yemek yeme alışkanlığını pekiştirmektedir. Bu bağlamda, restoranlara ve benzeri hizmetlere yönelik artan talep, sadece bireysel tercihlere değil, aynı zamanda daha geniş çaplı demografik ve sosyoekonomik dönüşümlere işaret etmektedir.

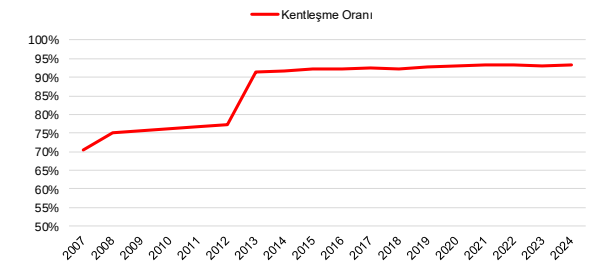
Bununla birlikte, işverenler tarafından sağlanan yemek kartı uygulamalarının yaygınlaşması da bu talep artışında belirleyici bir rol oynamaktadır. Özellikle büyük şehirlerdeki kurumsal işverenlerin sunduğu yemek kartı sistemleri, dışarıda yemek tüketiminin önemli bir kolaylaştırıcısı olarak öne çıkmaktadır. Tüm bu gelişmeler bir arada değerlendirildiğinde, restoran harcamalarının bireysel bir tercihin ötesine geçerek, kentsel yaşam tarzı ve değişen toplumsal yapılar tarafından şekillenen daha sistematik bir tüketim alışkanlığına dönüştüğü görülmektedir.

Grafik 4: Ortalama Aile Büyüklüğü ve Toplam Tüketimde Restoran ve Otel Harcamalarının Payı



Kaynak : TÜİK

Grafik 5: Toplam Nüfus İçindeki Kentsel Nüfusun Yüzdesi



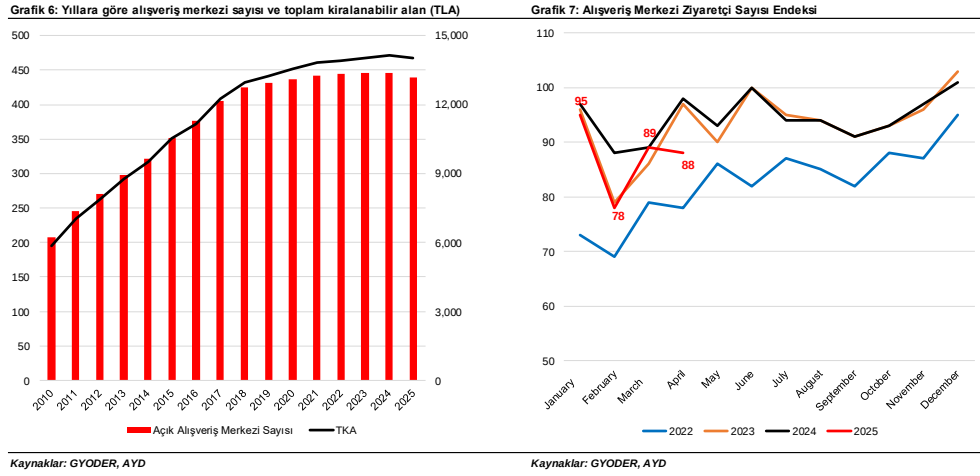
Kaynak : TÜİK

Alışveriş merkezleri (AVM'ler), özellikle büyükşehirlerde, Türkiye’deki pazar dinamiklerini şekillendiren temel unsurlardan biri olmaya devam etmektedir. Tüketici davranışları üzerinde önemli etkisi bulunan AVM'ler, yemek hizmetleri sektörü açısından da yüksek yaya trafiği yaratmaları nedeniyle stratejik lokasyonlar olarak değerlendirilmektedir. Son dönemde bazı AVM’lerde iflas ve mali sıkıntı örnekleri yaşanmış olsa da, tüketici davranışlarına ilişkin mevcut eğilimler Türkiye’de hâlâ güçlü ve yaygın bir AVM kültürünün sürdüğüne işaret etmektedir.

Ancak güncel veriler, yeni AVM yatırımlarının ciddi şekilde yavaşladığını ve sektörel genişlemenin neredeyse durma noktasına geldiğini göstermektedir (**Grafik 6**). Bu durağan arz ortamında, AVM’lerin yemek hizmetleri

sektörüne sağladığı büyüme katkısının düşüşe geçtiği görüşündeyiz. Bu görüş, AVM Ziyaret Endeksi verileriyle de desteklenmektedir. Söz konusu endeks, son üç yılın ortalamasının belirgin şekilde altında seyretmekte olup, AVM'lerden geçen müşteri trafiğinde net bir yavaşlamaya işaret etmektedir (**Grafik 7**). Bu azalan yoğunluk, yemek hizmetleri sektörünün AVM içindeki tüketiciye ulaşım kabiliyetini doğrudan etkilemektedir.

AVM'ler özellikle hızlı servis restoranları (QSR) için kritik bir kanal niteliğinde olduğundan, yaşanan bu gelişmelerin orta vadede operasyonel performans üzerinde etkili olması muhtemeldir. Yeni AVM açılışlarının duraksaması ve mevcut AVM'lerdeki müşteri trafiğinin azalması, AVM lokasyonlarındaki şube ağının büyümesini ve gelir üretme potansiyelini sınırlayabilir. Bu nedenle, AVM trafiği, mağaza lokasyonu stratejilerinden gelir projeksiyonlarına kadar uzanan planlama süreçlerinde dikkatle izlenmesi gereken temel bir değişken olarak öne çıkmaktadır.



Türkiye'de tüketiciler, alışveriş merkezlerini (AVM) giderek yalnızca perakende alışveriş yapılan yerler olarak değil, aynı zamanda sosyal ve eğlence amaçlı zaman geçirilen mekânlar olarak da görmeye başlamıştır. Günlük yaşamın bir parçası hâline gelen bu çok işlevli kullanım, AVM'lerin özellikle hızlı servis restoranları (QSR) ve zincir restoranlar açısından şehir yaşamında önemli birer çekim noktası hâline gelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda, AVM sayısındaki artış, toplam kiralabilir alanın (TKA) genişlemesi ve artan ziyaretçi trafiği, yemek hizmetleri sektöründeki tüm oyuncular — özellikle de TAB Gıda — için potansiyel müşteri tabanını büyütecek gelişmeler olarak değerlendirilmekte, gıda ve içecek hizmetlerine yönelik talebi desteklemektedir.

Ancak eldeki veriler, AVM kaynaklı bu büyüme katkısının zamanla zayıfladığını ortaya koymaktadır. Türkiye'de 2010-2018 döneminde AVM sayısındaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) yaklaşık %9,3 olarak gerçekleşmiş, toplam kiralabilir alan ise yıllık ortalama %10,5 oranında büyümüştür (**Tablo 7**). Bu dönemde AVM'ler, sektörün genişlemesinde belirleyici bir rol üstlenmiştir. Buna karşılık, 2018-2025 aralığında bu büyüme oranları dikkate değer biçimde yavaşlamış; AVM sayısındaki büyüme %0,5'e, toplam kiralabilir alan artışı ise %1,1'e kadar gerilemiştir (**Tablo 7**).

Ziyaretçi sayıları açısından değerlendirildiğinde ise, AVM Ziyaret Endeksi son iki yıllık ortalamanın altında seyretse de, bu göstergedeki düşüş görece olarak sınırlı kalmıştır. Bu durum, AVM'lerin tamamen işlevsiz hâle gelmediğini, ancak pandemi sonrası dönemde tüketici davranışlarındaki değişimlerle birlikte önceki yıllardaki dinamizmini büyük ölçüde yitirdiğini göstermektedir. Bu çerçeveden bakıldığında, AVM'lerin yemek hizmetleri sektörü üzerindeki güçlü genişleme etkisinin son yıllarda belirgin biçimde zayıfladığı söylenebilir. Yine de AVM'ler, sektörde faaliyet gösteren şirketler için hâlen önemli bir müşteri trafiği ve gelir kaynağı olmaya devam etmektedir.

Tablo 7: Açık Alışveriş Merkezlerinin Sayısı ve TKA Bileşik Büyüme Oranı

YBBO	2010-2018	2018-2025 Nisan
Açık Alışveriş Merkezi Sayısı	9.34%	0.46%
TKA	10.46%	1.12%

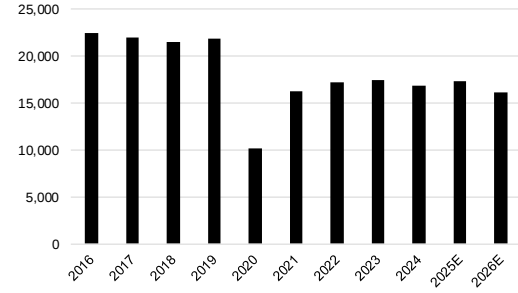
Kaynak : OYAK Yatırım, GYODER, AYD

*TKA: Toplam Kiralanabilir Alan

Bütünsel bir bakışla değerlendirildiğinde, mevcut veriler ve gözlemler, gıda hizmetleri sektörünün hem yapısal hem de demografik dönüşümlerle eşzamanlı şekilde büyümeye devam ettiğini ve bu büyüme eğiliminin önümüzdeki dönemde de süreceğini ortaya koyuyor. Artan yaşam standartları (**Grafik 3**), tüketim harcamalarının bileşiminde meydana gelen yapısal değişiklikler (**Grafik 4**), kentleşme hızının yükselmesi (**Grafik 5**), çekirdek ailelerin küçülmesi (**Grafik 4**) ve günlük yaşamın ivmelenmesi, özellikle pratiklik ve zaman tasarrufu arayışındaki bireyler arasında dışarıda yeme eğiliminin belirgin biçimde artmasına neden oluyor. Buna ek olarak, kurumsal yemek kartı sistemlerinin yaygın biçimde benimsenmesi de ev dışı gıda tüketimini teşvik eden önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Dijitalleşmenin hız kazanması ise geleneksel tüketim alışkanlıklarını dönüştürerek, restoran kalitesindeki yiyeceklere teslimat platformları aracılığıyla kolay erişim imkânı sundu. Bu durum, gıda hizmetleri tüketiminin ev ortamına taşınmasını sağlarken, sektörün toplam hacmini de genişletti. Tüm bu dinamikler birlikte ele alındığında, hızlı servis restoranlarına (QSR) yönelik talebin kalıcı bir şekilde artmaya devam edeceği anlaşıyor. Bu segmentin, önümüzdeki yıllarda genel pazar içindeki payını daha da büyüteceği öngörülüyor.

Deloitte'un Gıda Hizmetleri Pazar Raporu'na göre, sektörün toplam pazar büyüklüğünün 2026 yılı itibarıyla 772,4 milyar TL'ye (2026 yılı ortalama döviz kuru beklentimize göre yaklaşık 17 milyar dolar) ulaşması bekleniyor (**Grafik 8**). Yukarıda belirtilen unsurlar doğrultusunda, fast food kategorisine yönelik talebin istikrarlı artışını sürdürmesi ve bu segmentin sektördeki ağırlığını daha da pekiştirmesi bekleniyor. Bu büyümenin özellikle güçlü organizasyonel altyapıya sahip zincir markalar lehine işleyeceği ve sektörün genişlemesinden en fazla fayda sağlayacak oyuncuların bu şirketler olacağı tahmin ediliyor.

Grafik 8: Türkiye Yemek Hizmetleri Pazar Büyüklüğü (mn USD)



Kaynaklar: OYAK Yatırım, Euromonitor, Deloitte: Türkiye Gıda Hizmetleri Pazarı

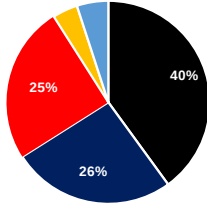
Pazar Payı Dağılımı

Türkiye gıda hizmetleri pazarının alt segmentlere göre dağılımına bakıldığında, TAB Gıda'nın faaliyet gösterdiği fast food ve paket servis restoranlarının 2021 yılında toplam pazarın %25'ini oluşturduğu görülüyor. Aynı dönemde, müşterilere self-servis yerine tam hizmet sunan "Tam Hizmetli Restoranlar" kategorisi %40 ile pazarın en büyük payına sahipti. Bu segmenti %26 payla kafeler ve barlar izledi (**Grafik 9**).

Deloitte'un Türkiye Gıda Hizmetleri Pazarı Raporu'na göre, önümüzdeki yıllarda bu dağılımın değişmesi bekleniyor. Fast food/paket servis segmentinin pazar payını %33'e çıkarması öngörülüyor. Bu artışla birlikte söz konusu segmentin, 2026 itibarıyla tam hizmetli restoranlardan sonra pazarın en büyük ikinci alt segmenti konumuna gelmesi bekleniyor (**Grafik 10**).

Grafik 9: Türkiye Gıda Hizmetleri Pazarı Alt Segment Payları (2021)

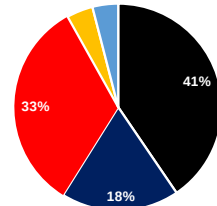
■ Full Servis Restoran ■ Kafe ve Barlar ■ Fast Food/Eve Servis
■ Self-service Kafeterya ■ Büfe ve Kiosk



Kaynak: Euromonitor, Deloitte: Türkiye Yemek Hizmetleri Pazarı, OYAK Yatırım

Grafik 10: Türkiye Gıda Hizmetleri Pazarı Alt Segment Payları (2026T)

■ Full Servis Restoran ■ Kafe ve Barlar ■ Fast Food/Eve Servis
■ Self-service Kafeterya ■ Büfe ve Kiosk



Kaynak: Euromonitor, Deloitte: Türkiye Yemek Hizmetleri Pazarı, OYAK Yatırım

Büyüme perspektifi açısından, fast food ve paket servis restoranları segmentinin diğer alt segmentlere kıyasla çok daha yüksek bir YBBO yakalayacağı, 2021–2026 döneminde %46,6'ya ulaşacağı öngörülüyor (**Tablo 8**). Bu tahminler geçmiş verilere dayanıyor ve pazarın güncel konsolide verilerine erişim sınırlı olsa da, yaptığımız değerlendirmeler fast food segmentinin pazar payı kazanımları ve büyüme eğilimi açısından bu beklentilerle uyumlu performans gösterdiği yönünde.

Tablo 8: Gıda Hizmetleri Sektörü Alt Segmenti Büyüme Tahmini

YBBO	2016-2021	2021-2026
Full Servis Restoran	15.6%	39.0%
Kafe ve Barlar	9.8%	34.8%
Fast Food/Eve Servis	25.5%	46.6%
Self-service Kafeterya	25.3%	34.2%
Büfe ve Kiosk	11.0%	34.6%
Toplam Sektör	16.3%	39.9%

Kaynak: Euromonitor, Deloitte: Türkiye Yemek Hizmetleri Pazarı

TAB Gıda'nın Pazar Konumlandırması

Sınırlı hizmet restoranları segmentinde TAB Gıda uzun süredir pazar liderliğini koruyor. Her ne kadar son sektörel veriler güncel olarak bu liderliğe yönelik somut kanıtlar sunmasa da, sektör bazında gerçekleştirdiğimiz ve geçmiş verileri bazı alarak ortaya koyduğumuz varsayımlar bu liderliğin sürdüğünü gösteriyor. Bu kalıcı liderliğin temelinde, geniş bir tüketici kitlesiyle güçlü bağ kuran ürün portföyü, yüksek marka bilinirliği ve yaygın restoran ağı üzerinden erişilebilirlik yer alıyor. Tüketici tercihlerini doğrudan etkileyen bu unsurlar, TAB Gıda'nın sektördeki uzun vadeli konumunu güçlendiren ana direkler olarak öne çıkıyor. Restoran sayısı ve gelir açısından liderliği sürdürmesi, sektörün yoğun rekabet ortamı dikkate alındığında önem kazanıyor. Şirketin istikrarlı pazar payı, operasyonel verimliliğini koruduğunu ve marka nezdinde tüketici güveninin devam ettiğini gösteriyor.

Bu durum, TAB Gıda'nın yalnızca sektörel güce sahip olmadığını, aynı zamanda tüketici davranışları ve marka sadakati temelinde kalıcı bir rekabet avantajı yakaladığını ortaya koyuyor. Hisse senedi yatırımı açısından bakıldığında, bu yapısal avantajların şirketin orta ve uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklediği değerlendiriliyor.

Tablo 9 : Sınırlı Hizmet, Restoran Sayısı

Number of Restaurants	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAB Gıda (Toplam)	1,086	1,158	1,186	1,220	1,276	1,468
Rakip 1	508	535	550	568	607	641
Rakip 2	0	30	125	220	319	363
Rakip 3	143	177	209	222	250	275
Rakip 4	104	104	100	140	190	252
Rakip 5	255	253	253	255	246	243
Diğer	6,847	7,476	8,714	216	8,648	9,543
Rakipler Toplam	7,857	8,575	9,951	9,961	10,260	11,317
Tab Gıda Pazar Payı	13.8%	13.5%	11.9%	12.2%	12.4%	13.0%

Kaynaklar: TABGD Fiyat Tespit Raporu, Euromonitor

Tablo 10: Sınırlı Hizmet, Restoran Satışları (milyon TL)

Sales (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAB Gıda (Toplam)	2,626	3,151	4,043	2,926	5,242	12,193
Rakip 1	646	737	846	1,069	1,704	3,770
Rakip 2	0	20	94	98	270	797
Rakip 3	341	535	728	412	1,067	2,617
Rakip 4	329	363	391	373	939	2,482
Rakip 5	791	832	994	798	1,602	3,686
Diğer	6,738	8,206	10,937	216	15,660	34,115
Rakipler Toplam	8,845	10,693	13,990	10,871	21,242	47,467
Tab Gıda Pazar Payı	29.7%	29.5%	28.9%	26.9%	24.7%	25.7%

Kaynaklar: TABGD Fiyat Tespit Raporu, Euromonitor

TAB Gıda, sınırlı servis veya hızlı servis restoran (QSR) kategorisinde yer almasına rağmen, sektör dinamiklerine daha yakından bakıldığında, yiyecek hizmetleri alt segmentleri arasındaki sınırların kesin çizgilerle belirlenmediği görüşündeyiz. Tüketici tercihleri çoğunlukla bu kategoriler arasındaki çizgileri belirsizleştirerek, doğrudan ya da dolaylı rakip haline getiriyor. Yemek tercihlerinde sıkça, belirli bir restoran türüne bağlılık yerine anlık ihtiyaçlar ve istekler etkili oluyor. Bu durum, sektör genelinde yapısal bir rekabet ortamı yaratıyor.

Kapsamlı ve güncel sektör verilerine erişim sınırlı olsa da, yaptığımız analizler TAB Gıda'nın şu anda gelir bazında yaklaşık %30 pazar payına sahip olduğunu gösteriyor. Ayrıca, Yum! Brands bünyesindeki iki alt markanın Türkiye pazarından çekilmesi sonrası, TAB Gıda kısa vadede ek pazar payı kazanmış olabileceği görüşündeyiz. Ancak, bu markaların yakın gelecekte pazara geri dönme olasılığı, bu kazancın kalıcılığını sınırlayabilir ve TAB Gıda'nın pazar payının %27-30 aralığında dengelenmesine yol açabilir.

Bununla birlikte, mevcut en güncel verilere dayanarak TAB Gıda, faaliyet gösterdiği segmentte açık ara pazar lideri konumunu koruyor **(Tablo 9, 10)** Geleceğe baktığımızda, sektörde rekabetin yoğun seyretmeye devam edeceğini ve bunun şirketin pazar payı üzerinde aşağı yönlü baskı yaratabileceğini öngörüyoruz. Yine de, bu payın orta vadede %23'ün altına düşmesini beklemiyoruz. Ayrıca, şirketin varsaydığımız temel senaryoda düşük marjlı, yüksek hacimli yapıya doğru uyum sağlaması halinde, TAB Gıda'nın pazar payını mevcut seviyelerde tutabileceğini ya da hatta daha yüksek seviyelerde dengeleyebileceğini düşünüyoruz.

Değerleme Yaklaşımımız

Restoranlar ve hızlı servis zincirleri tarafından sunulan mal ve hizmetlere yönelik talep, hanehalkı tüketimiyle ve özellikle kullanılabilir gelirin bu harcamalara ayrılan payıyla doğrudan ilişkilidir. Talebi şekillendiren temel göstergelere bakıldığında, pandemi sonrası dönemde hanehalkının restoran ve hızlı servis hizmetlerine yaptığı harcamaların hızla arttığı görülür. Bu talep artışının yanı sıra, sektörde var olan bazı yapısal dinamikler fiyat-maliyet oranını tarihsel ortalamaların üzerine çıkarmış, böylece sektör genelinde yüksek kâr marjları oluşmuştur.

Türkiye'de devam eden yüksek enflasyon tüketici harcama alışkanlıklarında belirgin değişikliklere yol açmıştır. Yaptığımız değerlendirmelere göre 2023 boyunca altı ayda bir yapılan asgari ücret artışları, talebi canlandırmış ve sektörde faaliyet gösteren şirketlerin yüksek kârlılık seviyeleriyle çalışmasına imkan sağlamıştır. Bu çerçevede, değerlememizde önemli bir unsur restoran ve hızlı servis zincirlerinin ortalamasının üzerinde gerçekleşen işletme performansını ve kârlılığını sürdürebilip sürdüremeyeceğidir.

TAB Gıda için temel senaryomuz, çeşitli makroekonomik varsayımları içeren ileriye dönük projeksiyonlara dayanıyor. Bu çerçevede, pandemi sonrası dönemde görülen yüksek kâr marjlarının—ileriye çekilmiş tüketici talebi ve yüksek enflasyon ortamında hızla artan ücretlerin etkisiyle—önümüzdeki dönemde normalleşeceğini öngörüyoruz. Bu marj daralmasının, sektördeki düşük giriş engelleri ve yüksek ürün ikame edilebilirliği nedeniyle bulanıklaşan alt segment rekabeti ışığında, sektörün teorik piyasa yapısına yaklaşmasına neden olacağını bekliyoruz.

Bu senaryoda, marjlardaki düşüşe rağmen güçlü bir gelir büyümesi öngörüyoruz. Marj daralmasının temel sebebi olarak, şirketin satışları için kritik öneme sahip mal ve hizmetlerin maliyetinde artış bekliyoruz. Ayrıca, daha önce güçlü olan tüketici talebinin yavaşlamaya başladığına dair işaretler gözlemliyoruz. Bu durum, TAB Gıda'nın pazar payını korumak adına sınırlı fiyat indirimleri yapabileceği veya fiyat artış hızını yavaşlatabileceği anlamına geliyor. Böyle bir ortamda şirketin işlem hacmine öncelik vereceğini tahmin ediyoruz.

Bu senaryoda, şirketin 2025 yılında 42.1 milyar TL gelir elde edeceğini ve 2030'a kadar YBBO %21,1 ile yaklaşık 109,8 milyar TL'ye ulaşacağını hesaplıyoruz. Aynı dönemde, brüt kâr marjlarının yaklaşık 300 baz puan gerileyerek %17-18 bandından %14,6 seviyesine düşeceğini, böylece tahmin dönemi boyunca ortalama brüt marjın %15,7 civarında seyredeceğini öngörüyoruz .

FAVÖK'ün 2025'te 8,8 milyar TL seviyesine ulaşacağını ve ortalama %16,7 YBOO ile büyüyerek 2030'da 19,1 milyar TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Buna bağlı olarak, projeksiyon dönemi boyunca ortalama FAVÖK marjının %18,6

civarında kalmasını bekliyoruz (**Grafik 26**). Net kâr marjı açısından, 2025'te %6 civarında olan marjın tahmin dönemi sonunda %4 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu daralma esas olarak faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak yatırım gelirlerinde yaşanacak azalmadan kaynaklanacak ve böylece faaliyet dışı gelirlerin net kârlılığa katkısı sınırlanacak.

Şirketin franchise odaklı büyüme stratejisini sürdürmesini ve yatırım harcamalarının satışlara oranının %8,9'dan yaklaşık %8,2'ye gerilemesini bekliyoruz.

Gelirler

TAB Gıda, Türkiye'de faaliyet gösterdiği global çapta tanınmış hızlı servis restoran markalarının ana franchise sahibidir. İş modeli iki ana kanal üzerinden yürütülüyor: (i) şirketin kendisi tarafından işletilen restoranlar ve (ii) franchise verilen restoranlar. Franchise modeli kendi içinde iki alt kategoriye ayrılıyor:

(i) Franchise Modeli 1: Bu yapıda tüm sermaye yatırımı franchise alan tarafından karşılanıyor. TAB Gıda, işletmeciden başlangıçta bir defaya mahsus Franchise Açılış Ücreti ve Proje Onay Ücreti alıyor. Buna ek olarak, aylık bazda sürekli olarak Royalty (franchise bedeli) ücreti tahsil ediliyor (**Tablo 5**).

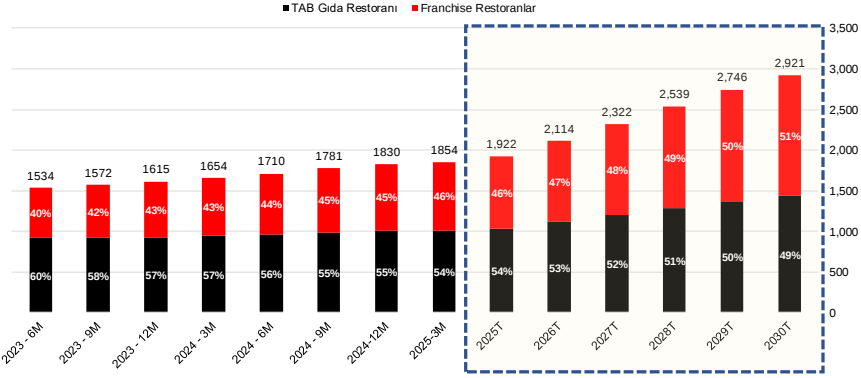
(ii) Franchise Modeli 2: Burada yatırım doğrudan TAB Gıda tarafından yapılıyor. İlgili ekipman ve demirbaşlar şirketin bilançosunda varlık olarak kaydediliyor ve TAB Gıda kira sözleşmeleri kapsamında kiracı konumunda oluyor. Yatırımın mülkiyeti tamamen TAB Gıda'ya ait olduğundan, franchise alan bir defaya mahsus Sistem Giriş Ücreti ödemekle birlikte, aylık Royalty Ücretleri ve Ekipman-Demirbaş Kira Ücretlerini franchise sözleşmesi gereği ödemek durumunda kalıyor (**Tablo 5**).

2025 yılı ilk çeyrek finansal sonuçlarına göre, TAB Gıda toplam 1.854 restoran işletiyor. Bunların 1.009'u (%54,4) şirket tarafından işletilen restoranlar iken, geri kalan 845'i (%45,6) franchise modeliyle çalışıyor (**Grafik 11**).

Toplam gelirin büyük bölümü—2025 ilk çeyrekte %87,8—şirket tarafından işletilen restoranlardan gelirken, franchise modeli yatırım ve operasyonel yükümlülüklerin olmaması nedeniyle daha yüksek kârlılık sunuyor (**Grafik 12**). Bu doğrultuda, şirketin stratejik büyümesinin giderek daha fazla franchise modeline odaklanmasını bekliyoruz. Önümüzdeki yıllarda açılacak yeni restoranların çoğunluğunun franchise modeliyle gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Bu doğrultuda, 2030 yılına kadar şirketin toplam 2.921 restoran işletmesini bekliyoruz. Bu restoranların yaklaşık 1.485'i (%51) franchise tarafından işletilirken, kalan 1.436'sı (%49) şirketin mülkiyetinde ve işletmesinde olacak (**Grafik 11**). Karşılaştırma olarak, 2025 ilk çeyrekte aktif 1.854 restoranın 1.009'u (%54) şirket işletmesi, 845'i (%46) ise franchise işletmesi şeklindeydi.

Grafik 11: TAB Food Restoranlarının Sayısı ve Orantılı Dağılımı

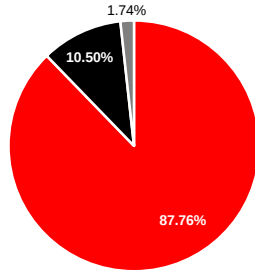


Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket Raporları

Tarihsel olarak TAB Gıda'nın toplam gelirinin yaklaşık %90'ı şirket tarafından işletilen restoranlardan elde edilirken, franchise restoranlardan gelen gelir ortalama %9 civarındaydı. Ancak 2025'in ilk çeyrek finansal sonuçları, bu yapıda hafif bir değişimi işaret ediyor. 2025'in ilk çeyreği itibarıyla şirket gelirlerinin yaklaşık %88'i kendi işlettiği restoranlardan gelirken, franchise kaynaklı gelirlerin payı %10,5'e yükseldi.

Bu değişim, şirketin yeni açılan restoranlarda franchise modeline giderek daha fazla önem vermesinden kaynaklanıyor. Franchise modelinin ağırlığı zamanla gelir dağılımında daha belirgin hale geliyor.

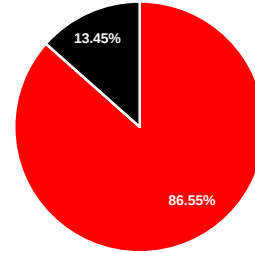
Grafik 12: TAB Gıda Ciro Kırılımı (2025 1Ç)



■ Kendi Restoran Satışları ■ Franchise Satışları ■ Diğer

Kaynak : Şirket Sunumları

Grafik 13: TAB Gıda Ciro Kırılımı (2030T)



■ Kendi Restoran Satışları ■ Franchise Satışları

Kaynak: OYAK Yatırım

Bu bağlamda, franchise gelirlerinin toplam gelir içindeki payının yaklaşık 300 baz puan artarak 2030 yılında %13,45 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz (**Grafik 13**). Temel varsayımlarımız, brüt ve faaliyet kâr marjlarında sınırlı bir düşüş öngörmekle birlikte, sistem genelinde ortalama işlem tutarındaki beklenenden yüksek artışla dengeleniyor.

Buna paralel olarak, TAB Gıda'nın toplam gelirinin 2025–2030 döneminde YBBO %20,6 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Aynı dönemde yıllık ortalama bileşik enflasyon oranı tahminimiz %14,7 olduğunda, şirketin reel büyüme potansiyelini koruyacağı anlaşıyor.

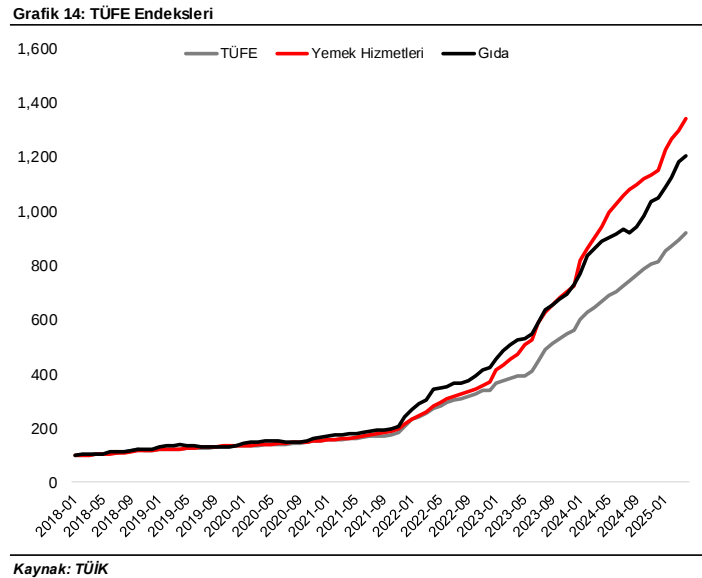
Talep Koşulları ve Marj Daralması

COVID-19 pandemisi ve beraberinde getirilen kısıtlamalar, birçok sektörde derin etkiler yaratırken, en ağır darbeyi alanlardan biri de yiyecek hizmetleri sektörü oldu. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ile çeşitli

sektör analizlerinin ortaya koyduğu veriler, pandemi sonrası toparlanma döneminde bu sektörde fiyatların belirgin şekilde yükseldiğini gösteriyor.

Yiyecek hizmetleri sektörü, yoğun emek gerektiren yapısı ve ana girdileri olarak gıda ürünleri ile insan kaynağına bağımlılığı nedeniyle fiyatlama süreçleri, özellikle asgari ücretler ve gıda fiyatlarındaki gelişmelerden ciddi şekilde etkileniyor. Bu sebeple sektördeki fiyatlar, genellikle “Gıda ve Alkolsüz İçecekler” grubu fiyatlarıyla benzer bir seyir izliyor ve ücret artışlarının yaşandığı dönemlerde fiyat artışları daha belirgin oluyor.

Buna rağmen, sektördeki fiyat artışları son dönemde yalnızca gıda, yakıt ya da işgücü maliyetlerindeki yükselişlerle açıklanamayacak düzeyde gerçekleşiyor. Bu durum, akademik çevrelerde ve politika yapıcılar arasında sıkça tartışılan bir konu haline geldi. 2018 başından itibaren Yiyecek Hizmetleri Enflasyon Endeksi, hem genel enflasyonun ölçümünde kullanılan Tüketici Fiyat Endeksi’nin (TÜFE) hem de gıda enflasyonunun üzerinde seyrediyor (**Grafik 14**).

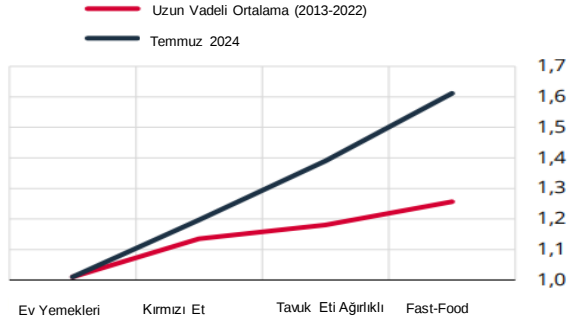


Bu gelişmeler, sektörde maliyetlerin artmasının yanı sıra, talep yapısındaki değişimlerin ve rekabet koşullarının marjlar üzerindeki baskısını da gözler önüne seriyor. Özellikle işgücü maliyetlerindeki artışın, sektörde fiyatların yükselmesinde itici güç olmasının yanı sıra, fiyat artışlarının maliyetlerin ötesinde şekillenmesi, sektörün kârlılık dinamiklerinde ciddi değişikliklere işaret ediyor.

Bu gelişmelere ek olarak, kategori bazlı incelemeler fiyatlama davranışlarının ürün grupları arasında önemli farklılıklar gösterdiğini ortaya koyuyor. Örneğin, toplam maliyetin büyük kısmını kırmızı etin oluşturduğu kebab ve döner gibi ürünlerde maliyet ile satış fiyatı arasındaki fark görece dar kalıyor. Buna karşılık, daha düşük maliyetli olan tavuk bazlı yemekler veya hızlı servis tarzı ürünlerde fiyat ile maliyet arasındaki makas zamanla oldukça genişlemiş durumda (**Grafik 15, 16**)

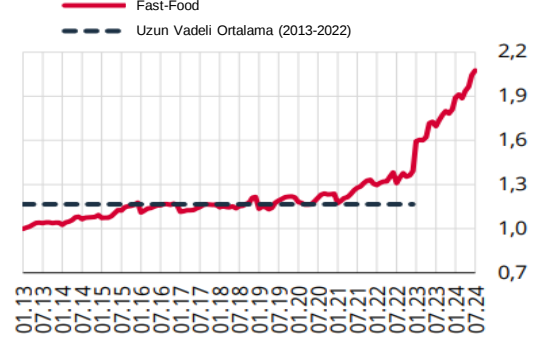
Bu ayrışma, sektör içinde farklı maliyet yapıları ve fiyatlandırma stratejilerinin varlığına işaret ediyor. Şirketlerin artan girdi maliyetleri karşısında kârlılığını sürdürebilmek için yüksek marjlı ürün kategorilerini daha etkin kullandığı anlaşıyor.

Grafik 15: Sektör Genelinde Fiyat/Maliyet Oranı



Kaynak: TCMB "Son Dönem Yiyecek Hizmetleri Sektörü Fiyatlaması Gelişmeleri" Raporu

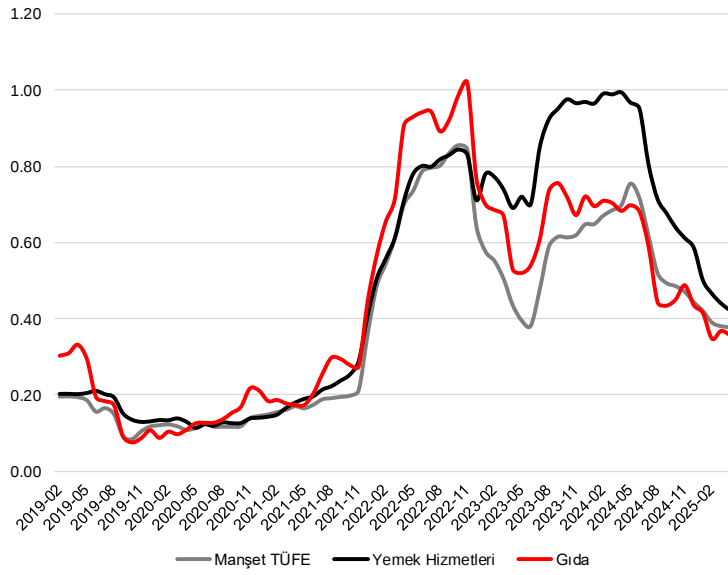
Grafik 16: Fast-Food Yemek Hizmetleri Fiyat/Maliyet Oranı



Kaynak: TCMB "Son Dönem Yiyecek Hizmetleri Sektörü Fiyatlaması Gelişmeleri" Raporu

Son aylardaki trendlere bakıldığında, daha önce sert bir seyir izleyen Yiyecek Hizmetleri Enflasyon Endeksi'nde yumuşama eğilimi göze çarpıyor (**Grafik 17**). Endeks, genel tüketici fiyat endeksinde (TÜFE) gözlenen yaygın enflasyon düşüşüne paralel hareket etmeye başlamış durumda. Böylece, yiyecek hizmetleri enflasyonu ile toplam tüketici enflasyonu arasındaki fark giderek daralıyor (**Grafik 18**).

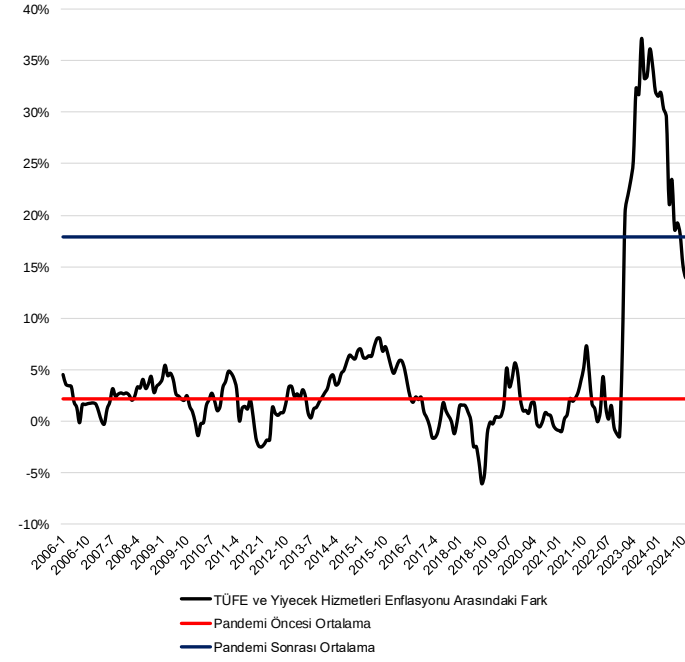
Grafik 17: Tüketici Fiyat Endeksleri (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK

Bu eğilimin yansıması olarak, pandemi sonrası dönemde hızla yükselen yiyecek hizmetleri enflasyonu ile daha ılımlı artan genel TÜFE arasındaki fark belirgin şekilde genişledi. Pandemi öncesi dönemde iki endeks arasındaki ortalama fark yaklaşık %2,2 seviyesindeyken, pandemi sonrası bu fark %17,9'a kadar yükseldi (**Grafik 18**).

Grafik 18: Tüketici Fiyat Endeksi ile Yiyecek Hizmetleri Enflasyonu Arasındaki Fark (Yıllık % Değişim)



Kaynak: TÜİK, OYAK Yatırım

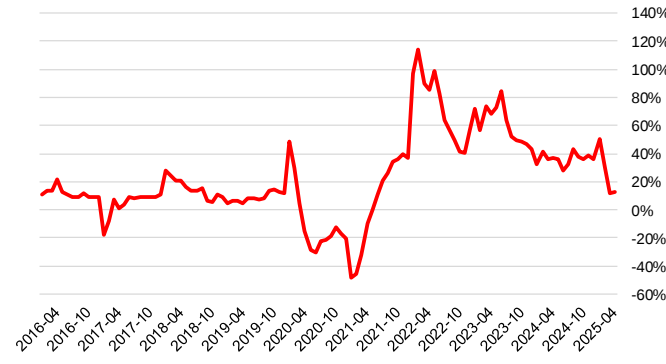
Bankalar ve Kredi Kartı Harcamaları veri setinde yer alan “Yiyecek ve Yemek Harcamaları” alt kategorisini kullanarak yaptığımız hesaplamalar sonucunda, enflasyona göre düzeltilmiş gerçek tüketici davranış göstergeleri elde ettik. Bu hesaplamaların, temel talep koşullarına dair anlamlı bilgiler sunduğunu düşünüyoruz. Veriler, genel makroekonomik göstergeler ve beklentilerimizle uyumlu şekilde, pandemi sonrası dönemde yiyecek harcamalarında önemli bir reel artış olduğunu gösteriyor. Yüksek enflasyona rağmen bu artış 2023 boyunca sürdü, ancak son dönemde belirgin bir yavaşlama yaşandı ve yıllık reel büyüme oranı %20’nin altına geriledi (**Grafik 19**).

Kart harcama verilerinin talebin saf bir göstergesi olarak yorumlanmaması gerektiğini belirtmek önemli. Bunun temel sebeplerinden biri, yüksek enflasyon ortamında tüketicilerin nakit tutmaktan kaçınarak kartlı ödemelere yönelmesi. Bu yapısal davranış, kart kullanım oranlarını artırmış ve toplam harcamaların olduğundan daha yüksek görünmesine yol açmış olabilir.

Buna rağmen, pandemi sonrası kartlı yiyecek harcamalarında yaşanan hızlı yükselişin ardından gelen sert yavaşlamanın, sadece ödeme alışkanlıklarındaki değişimle açıklanamayacak kadar belirgin olduğu kanaatindeyiz. Dolayısıyla, kart kullanımının artması verilerdeki büyümeye katkı sağlamış olsa da, hem ivmelenme hem de sonrasındaki yavaşlama, temel talep koşullarındaki geniş çaplı eğilimleri yansıtıyor (**Grafik 19**).

Bu bağlamda, analiz edilen veriler tüketicilerin yiyecek hizmetlerine yönelik talebinde anlamlı bir yavaşlama veya dengelenme yaşandığı görüşümüzü destekliyor.

Grafik 19: Banka Kartı ve Kredi Kartı Harcama Tutarı (Gıda alt endeksi)



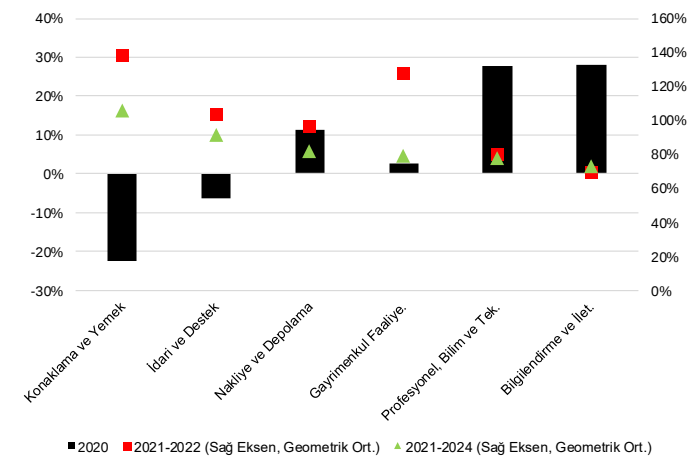
Kaynaklar: TCMB EVDS Veri Tabanı, OYAK Yatırım

Buna bağlı olarak, göstergeler restoran ve yiyecek hizmetleri faaliyetlerinin pandemi sürecinde uygulanan kısıtlamalar nedeniyle sınırlı kaldığını, ancak pandemi sonrası dönemde fiyatların hızla arttığı bir sürece girdiğini işaret ediyor. Bu fiyat artışları, talepteki güçlü artışı baskılamadı. Şirketler, genel enflasyon trendlerinden farklı olarak, maliyet artışlarını tüketiciye hızlıca yansıtmaya olanağı buldu. Özellikle pandemi sonrası fiyat-maliyet oranının tarihsel ortalamaların üzerine çıkması ve sektör genelinde brüt ile faaliyet kâr marjlarının genişlemesi, söz konusu iyileşmenin yapısal bir değer yaratımından çok, yüksek enflasyon ortamında değişen tüketici davranışlarıyla desteklenen kalıcı talep kaynaklı olduğunu gösteriyor.

Bizim temel değerlendirmemiz bu durumun sürdürülebilir yeni bir norm olmadığını ifade ediyor. Kâr marjlarının zamanla normalleşerek, pandemi öncesi ortalamaların biraz üzerinde dengeleneceğini öngörüyoruz.

Bu dinamiklerin yanında, marjlarda ılımlı bir düzeltme beklentimizin arkasındaki önemli göstergelerden biri Hizmetler Ciro Endeksi. Beklendiği gibi ve haklı olarak, 2020'deki kapanma döneminde Konaklama ve Yiyecek Hizmetleri sektörü, başlıca hizmet kategorileri arasında en sert gelir düşüşünü yaşadı (**Grafik 20**). Ancak 2021–2022 döneminde başlayan ve 2024'e kadar devam eden toparlanma hızı, diğer hizmet sektörlerine kıyasla bu alanda çok daha hızlı gerçekleşti.

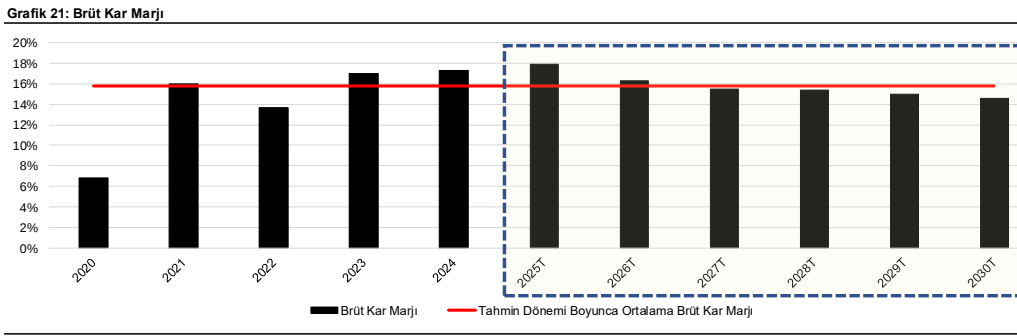
Grafik 20: Hizmet Ciro Endeksleri



Kaynaklar: TÜİK, OYAK Yatırım

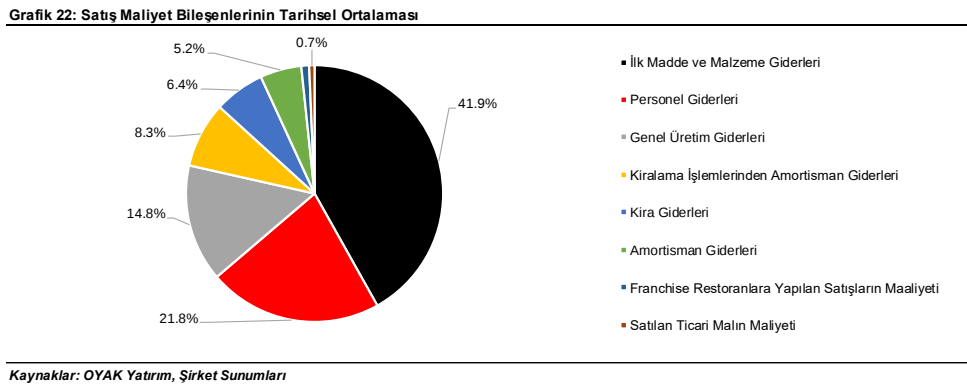
Bu eğilimler, sektör genelinde marj genişlemesinin temelinde yapısal dönüşüm ya da verimlilik artışlarından çok, olağanüstü talep kaynaklı ivme ve geçici arz tarafı koşullarının yattığını güçlendiriyor. Son yıllarda hızla yükseldiği düşünülen fiyat-maliyet oranının önümüzdeki dönemde kademeli olarak normale döneceğine inanıyoruz. Bu bakış açısıyla, TAB Gıda'nın brüt kâr marjının 2024'te yaklaşık %17 seviyesinden 2030'a kadar %14,6 civarına gerilemesini bekliyoruz (**Grafik 21**)

Genel sektörde marjlarda ilave bir ılımlı düşüş projekte edilse de, TAB Gıda'nın bu baskıdan kısmen korunacağını düşünüyoruz. TFI ekosisteminin bir parçası olan şirket, ölçek ekonomileri ve tedarik zinciri entegrasyonundan faydalaniyor. Bu unsurların, kârlılıktaki keskin bozulmaların önüne geçmede önemli bir dengeleyici rol oynayacağı öngörülüyor.

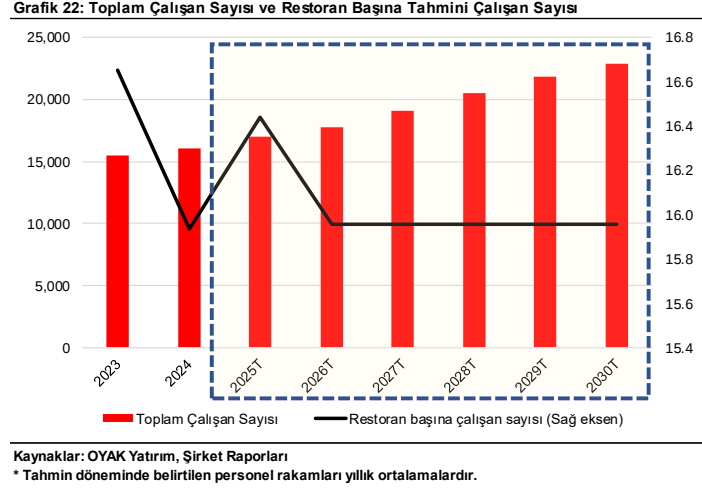


Şirketin brüt kâr marjı beklentilerimiz yalnızca fiyat-maliyet oranına dayanmıyor. Maliyet yapısına dair yaptığımız analizde, satışların maliyetinin (COGS) yaklaşık %41,9'unun hammadde ve malzeme giderlerinden oluştuğu görülüyor (**Grafik 22**) İkinci en büyük maliyet kalemi ise personel giderleri olup, toplam maliyetlerin yaklaşık %21,8'ini oluşturuyor. Bu dağılım, işgücü maliyetlerinin brüt kâr marjları üzerinde belirleyici bir rol oynadığını ortaya koyuyor.

Şirketin çalışanlarının önemli bir bölümünün asgari ücret veya ona yakın seviyelerde ücret aldığı göz önünde bulundurulduğunda, asgari ücrette yapılacak her hangi bir artışın kâr marjları üzerinde anlamlı bir etkisi olabiliyor. Bu nedenle işgücü maliyetlerindeki gelişmeler—özellikle asgari ücret zamları—marj sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde kritik bir faktör olarak ön plana çıkıyor.



Kendi kendine hizmet veren kiosk sayısındaki artışın, restoran düzeyinde operasyonel verimliliği artıracağına ve işgücü ihtiyacını kısmen azaltacağına inanıyoruz. Bu doğrultuda, restoran başına çalışan sayısında ılımlı bir iyileşme bekliyoruz. Ancak bu iyileşmenin, toplam personel giderleri üzerinde yalnızca hafif bir aşağı yönlü baskı yaratmasını öngörüyoruz.



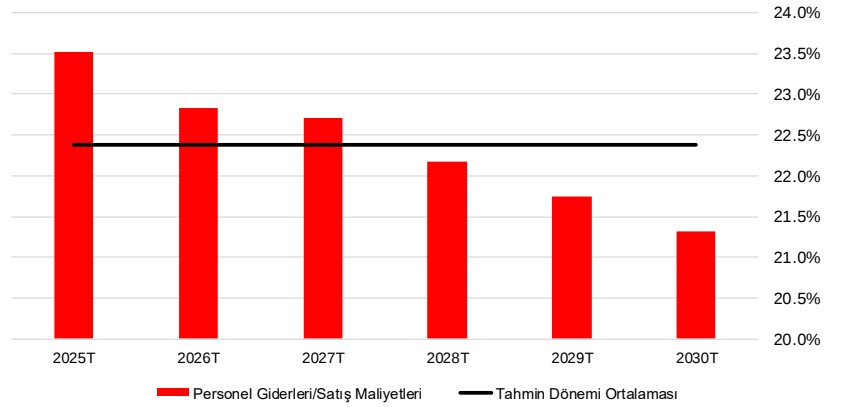
Şirketin operasyonel verimliliği artıran kiosklar konusundaki mevcut odaklanmasını olumlu buluyoruz. Kiosk sayısının önümüzdeki dönemde artmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. 2025'in ilk çeyreği itibarıyla kiosk sayısı önemli bir artış göstererek 768 adetten 1.690'a yükseldi.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayımladığı güncel bir çalışmaya göre, Borsa İstanbul'da işlem gören yiyecek hizmetleri şirketlerinde işgücü maliyetlerinin toplam giderler içindeki payı yaklaşık %23 seviyesinde. Buna karşın, halka açık olmayan ve özel sermayeye sahip şirketlerde bu oran biraz daha düşük, yaklaşık %20 civarında seyrediyor. TCMB'den Aslıhan Atabek Demirhan ve Muhammed Bahça tarafından kaleme alınan bu çalışma (TCMB Ekonomi Notları No. 24/17, 26 Aralık 2024), sektör genelinde işgücü maliyetlerinin ortalama %21 düzeyinde olduğunu gösteriyor.

Öngörü dönemimiz boyunca, restoran başına çalışan sayısının ortalama 16 civarında sabit kalacağını düşünüyoruz (**Grafik 22**). Ayrıca, mağaza sayısındaki planlanan büyüme doğrultusunda TAB Gıda'nın toplam çalışan sayısının 2030 yılına kadar yaklaşık 23.000 kişiye ulaşmasını bekliyoruz (**Grafik 22**).

Son yıllarda Türkiye'de yüksek enflasyon nedeniyle 2023 sonuna kadar asgari ücret artışları yılda iki kez gerçekleştirildi. Önümüzdeki dönemde ise, enflasyonu stabilize etmeye yönelik politika çabalarıyla uyumlu olarak, asgari ücretin yılda yalnızca bir kez artırılacağını varsayıyoruz. Bu varsayım, personel giderlerinin toplam maliyet içindeki payının 2030 yılına kadar %21,3 civarında dengeleneceğini, daha uzun vadede ise %20'nin altına inme potansiyelinin bulunduğunu öngörüyoruz (**Grafik 23**).

Grafik 23: Satış Maliyetlerinde Personel Giderlerinin Payı (Tahmin)

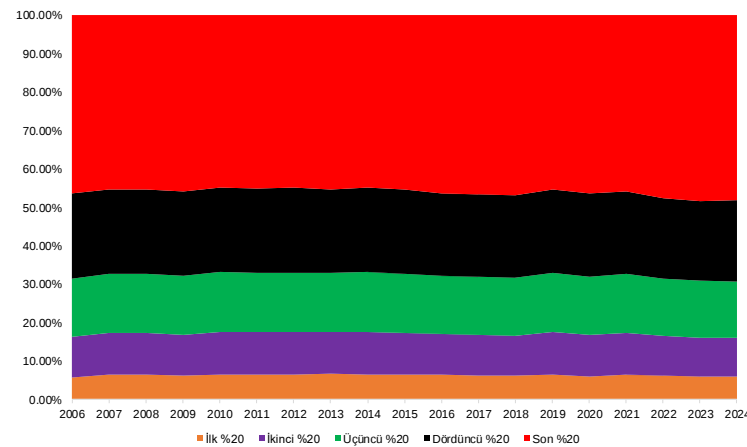


Kaynaklar: OYAK Yatırım, Şirket Raporları

Daha geniş bir perspektiften bakıldığında, çeşitli akademik çalışmalar hanehalkı geliri ile “ev dışı gıda tüketimi” arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koyuyor. Ev dışı gıda tüketimi; restoranlar, hızlı servis lokantaları, kafeler, fırınlar ve TAB Gıda’nın da içinde yer aldığı benzeri işletmeleri kapsıyor. Hanehalkı geliri arttıkça, ev dışı gıda tüketiminin de yükselme eğiliminde olduğu; gelir düştüğünde ise talebin daralarak, tüketicilerin evde yemek yemeyi tercih etme olasılığının arttığı gözlemleniyor.

Türkiye’de yapılan bazı il düzeyindeki araştırmalar, toplam gıda talebinin gelir esnekliğinin yaklaşık 0,87 olduğunu ortaya koyuyor. Buna karşın, ev içi ve ev dışı gıda tüketiminin gelir esneklikleri sırasıyla 0,73 ve 2,7 seviyesinde bulunuyor. Bu çalışmalar güncel olmasa da, gelir esnekliğinin ekonomik literatürde genellikle kısa vadede hızlı değişmeyen bir değişken olarak kabul edildiği dikkate alındığında, bu ilişkiler günümüzde de gıda hizmetleri sektöründeki tüketim davranışlarını anlamak için geçerliliğini koruyor.

Grafik 24: Yıllık hane halkı harcanabilir gelirinin sıralı %20’lik gruplara göre dağılımı



Kaynak: TÜİK

Akademik bulgular, hanehalkı gelirlerindeki düşüşün ev dışı gıda tüketim talebini azaltacağı görüşümüzü sağlam bir temele oturtuyor ve güçlendiriyor. Bu kategoriyle ilişkili gelir esnekliğinin görece yüksek olması nedeniyle, sektör genelinde şu anda gözlemlenen yüksek kâr marjlarının sürdürülebilir olma ihtimali zayıf görünüyor. Fiyatların artmaya devam ettiği, ancak ücret artışlarının enflasyon karşısında yetersiz kaldığı bir ortamda, tüketicilerin ev dışı yemek hizmetlerine olan talebinin önceki dönemlere kıyasla zayıflaması bekleniyor.

FAVÖK Marjı

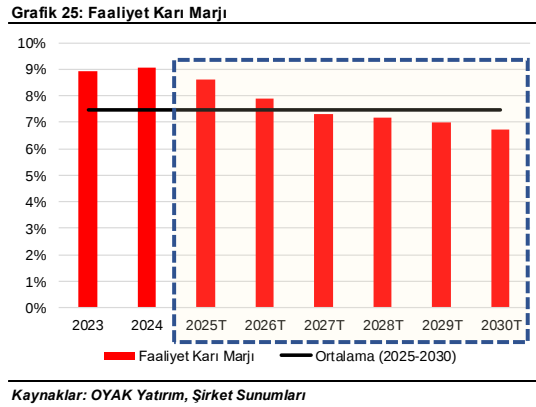
Şirketin FAVÖK marjında bir miktar düşüş yaşanmasını bekliyoruz. Bunun temel nedeni, fiyat-maliyet oranındaki normalleşme ile birlikte brüt kâr marjlarının daralması ve operasyonel giderlerin artmasına rağmen bu maliyet artışlarının fiyatlara tam olarak yansıtılamaması. Bu durum FAVÖK marjları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturacak.

Şirketin faaliyet giderlerine bakıldığında, genel yönetim giderlerinin büyük kısmının personel maliyetlerinden kaynaklandığı görülüyor. Bu durum, satışların maliyet yapısı ile paralellik gösteriyor. Genel yönetim giderlerinin yanı sıra, pazarlama harcamaları da operasyonel giderlerin önemli bir bölümünü oluşturuyor. Reklam ve tanıtım harcamalarının, şirketin rekabetçi konumunu koruması, müşteri tabanını sağlam tutması ve müşteri kaybını önlemesi açısından kritik bir rol oynadığı dikkat çekiyor.

Geçmişte faaliyet giderleri yaklaşık %42 oranında genel yönetim, %58 oranında ise pazarlama harcamalarına bölünmüştü. Ancak son dönemlerde uygulanan altı aylık asgari ücret artışları nedeniyle artan personel maliyetleri, bu dağılımı genel yönetim giderleri lehine değiştirmiş durumda.

İleriye dönük olarak, faaliyet giderlerinin artmasında etkili olacak birkaç faktör bulunduğunu düşünüyoruz: (i) yeni restoran açılışlarının getirdiği operasyonel yük, (ii) yükselen işgücü maliyetleri ve (iii) KFC ve Pizza Hut gibi oyuncuların pazara dönüşüyle artan rekabet baskısı. Bu dinamikler doğrultusunda, 2025-2030 döneminde şirketin faaliyet giderlerinin bileşik yıllık büyüme oranının YBBO %17 civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tüm bu gelişmeler neticesinde, şirketin faaliyet kârı marjının mevcut yaklaşık %9 seviyesinden 2030 yılında %6,7 civarına düşeceğini öngörüyoruz (**Grafik 25**). Bu da yaklaşık 250 baz puanlık bir daralmaya işaret ediyor.

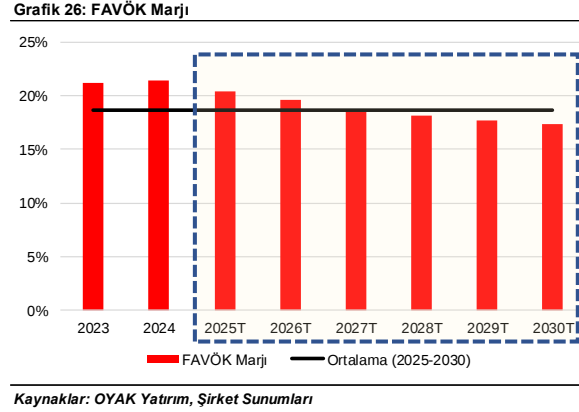


Faaliyet kâr marjındaki düşüş beklentisine paralel olarak, şirketin FAVÖK marjında da daralma yaşanması öngörülmüyor. Özellikle, FAVÖK marjının 2025 yılında %20 seviyesinden 2030 yılına kadar yaklaşık %17,4'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz (**Grafik 26**).

Bu marj daralmasına rağmen, şirketin 2025 yılında 8,8 milyar TL FAVÖK üreteceği ve 2025–2030 döneminde FAVÖK'ün bileşik yıllık büyüme oranının YBBO yaklaşık %16,7 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

2025–2030 dönemine ilişkin ortalama yıllık bileşik enflasyon tahminimiz %14,7 olduğunda, bu projeksiyon şirketin reel büyüme potansiyelini koruyabildiğini gösteriyor.

Bu doğrultuda, şirketin 2030 yılına kadar yaklaşık 19,1 milyar TL FAVÖK elde etmesi bekleniyor. Projeksiyon döneminde şirketin ortalama FAVÖK marjının ise %18,6 civarında seyretmesi tahmin ediliyor.



Yatırım Harcamaları

Orta vadeli projeksiyonlarımızda, TAB Gıda'nın satışlara oranla yatırım harcamalarının ortalama %8,9 seviyesinden %8,2 civarına gerilemesini ve bu düzeyde istikrarlı bir seyir izlemesini bekliyoruz. Bu beklenti, şirketin büyüme stratejisini ağırlıklı olarak yatırım gereksinimi sınırlı olan Franchise 2 modeli veya doğrudan yatırım gerektirmeyen Franchise 1 modeli üzerinden sürdürmesi varsayımına dayanıyor.

Franchise 1 modelinde tüm sermaye yatırımları franchise alan tarafından gerçekleştiriliyor. Bu sayede TAB Gıda, söz konusu restoranlarla ilgili herhangi bir sabit sermaye yatırımı yapmadan faaliyetlerini genişletebiliyor. Ayrıca, personel giderleri de franchise alanlar tarafından karşılandığı için, şirketin operasyonel giderleri önemli ölçüde azalıyor. Bu durum, franchise ağırlıklı büyüme stratejisinin kâr marjları üzerinde olumlu etkisi olmasına olanak tanıyor. Franchise 1 modelinde TAB Gıda'nın doğrudan maliyetleri büyük ölçüde pazarlama giderleriyle sınırlı kalıyor. Görece düşük seviyedeki bu giderler, bu kanaldan elde edilen gelirlerin önemli bir bölümünün doğrudan brüt kâra ve sınırlı seyrilemeyle faaliyet kârına yansımaları sağlıyor.

Franchise 2 modelinde ise, pazarlama giderlerine ek olarak, şirket kira kaynaklı maliyetleri de üstleniyor. Ancak, bu model kapsamında franchise alanlardan tahsil edilen daha yüksek royalty oranının, kira maliyetlerinin finansal tablolara olan etkisini büyük ölçüde dengeleyeceğini öngörüyoruz.

Bu yapısal avantajların devam etmesi durumunda, temel senaryomuz TAB Gıda'nın önümüzdeki yıllarda franchise ağırlıklı büyüme stratejisini sürdüreceğini ve franchise tarafından işletilen restoranların toplam portföy içindeki payının %51'e ulaşacağını gösteriyor. Bununla birlikte, sermaye harcamalarında mutlak bir düşüş beklemiyoruz. Şirketin mevcut büyüme stratejisinin franchise merkezli yapısı göz önünde bulundurulduğunda, bu yaklaşımın devamının yatırım harcamaları oranında azalma değil, mevcut yatırım seviyelerinin korunması anlamına geleceği anlaşılıyor. Sonuç olarak, satışlara oranla istikrarlı bir yatırım harcamaları oranı, şirketin yatırım verimliliğini sürdürmesine ve sağlıklı nakit akışları üretmeye devam etmesine katkı sağlayabilir.

Riskler

Sağlıklı Beslenme Trendinin Etkisi

Akademik literatür, bireylerin gelir seviyeleri ile sağlıklı beslenme alışkanlıkları arasında anlamlı ve güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koyuyor (Tangey, French, Crane, Wang & Appelhans, 2019). Bu kapsamda, yüksek gelir grubundaki tüketicilerin sağlıklı yaşam ve beslenmeye daha fazla önem verdiği gözlemleniyor. Bu eğilim, “sağlıksız” olarak algılanan fast-food ürünleriyle kesiştiğinde, gelir düzeyi arttıkça bu tür ürünlere olan talebin görece zayıflayabileceği ihtimalini gündeme getiriyor.

Türkiye özelinde, kişi başı reel GSYH'nin artması ve sağlıklı yaşama yönelik bilinçlenmenin yaygınlaşması, yüksek gelir gruplarının fast-food ürünlerine yönelik harcamalarını sınırlamasına yol açabilir. Bu durum, TAB Gıda'nın faaliyet gösterdiği fast-food segmentinin, geniş kapsamlı yiyecek hizmetleri pazarındaki görece payının daralması riskini taşır. Bu trendin sürmesi halinde, şirketin gelir büyümesi ve kârlılık oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşabilir.

Müşteri Trafiğinde Azalma Riski

TAB Gıda'nın önümüzdeki dönemde karşılaşılabileceği önemli risklerden biri, müşteri trafiğinde yaşanabilecek düşüştür. Bu riske yol açabilecek başlıca faktörler arasında, yeni alışveriş merkezi (AVM) yatırımlarının sınırlı hızda ilerlemesi ya da bazı durumlarda tamamen durması ile mevcut AVM'lerde gözlemlenen ziyaretçi sayısındaki azalma yer alıyor. Şirket işlem hacminin kayda değer bir kısmının, AVM içindeki restoranlardan kaynaklandığını değerlendiriyoruz. Bu bağlamda, AVM'lere yönelik tüketici ilgisinin azalması ve AVM içi restoran tüketimindeki gerileme, TAB Gıda'nın toplam işlem hacmi ve dolayısıyla gelirlerini olumsuz etkileyebilir. Bu talep tarafındaki zayıflık, şirketin kâr marjlarında da aşağı yönlü baskı yaratabilir.

Ayrıca, TAB Gıda'nın faaliyet gösterdiği yiyecek hizmetleri sektörü alt segmentlere ayrılmakla birlikte, tüketici davranışlarına bakıldığında sektörde sunulan ürün ve hizmetlerin büyük oranda ikame edilebilir olduğu görülüyor. Dışarıda yemek tercih eden tüketicilerin kararları çoğunlukla anlık tercihlere dayanıyor ve bu durum hızlı servis, casual dining veya yerel lokanta gibi farklı restoran formatları arasındaki sınırları belirsizleştiriyor. Bu çerçevede, segmentler arası rekabet yoğun, pazar payı koruması giderek zorlaşıyor.

Buna ek olarak, sektörde ciddi giriş engellerinin bulunmaması nedeniyle, yeni açılan küçük restoran veya yiyecek standları dahi TAB Gıda için potansiyel rekabet tehdidi oluşturuyor. Bu durum, mevcut müşteri tabanının seyrelme riskini artırıyor ve uzun vadede şirketin büyüme dinamikleri üzerinde kısıtlayıcı bir unsur olarak karşımıza çıkıyor.

Yoğun Rekabet Ortamında Sürdürülebilir Yüksek Kâr Marjları Zorluğu

Değerlememizde önemli ve özellikle vurgulanması gereken risk faktörlerinden biri, sektörün yapısal marj baskısıdır. Genel ekonomi teorisine göre, düşük giriş engelleri, ürün/hizmet farklılaştırmasının sınırlı olması ve yoğun rekabet ortamı olan piyasalarda, uzun vadede yüksek kârlılık seviyelerinin korunması beklenmez. Geçici olarak yükselen kâr marjları zaman içinde tarihsel ortalamalara dönme eğilimi gösterir. Bu normalleşme sürecinde marjların, sektörün yatırımcılar açısından cazibesini azaltacak ya da hatta belirli eşiklerin altına çekilecek seviyelere inmesi mümkündür.

Bu bağlamda, yüksek enflasyon ortamında artan tüketime tetiklediği sektör kâr marjlarındaki son yükselişi geçici bir olgu olarak değerlendiriyoruz. Geleceğe yönelik olarak marj sıkışmasının doğal, öngörülebilir ve rasyonel bir düzeltme süreci olduğuna inanıyoruz. Temel senaryomuzda öngörülen marj daralması, şirketin gelecekteki nakit akışları üzerinde aşağı yönlü baskı yaratabilir ve dolayısıyla değerlemeye olumsuz yansıyabilir.

Franchise Sözleşmelerinin Yenilenmeme Riski

TAB Gıda, faaliyetlerini yürüttüğü markaların ana şirketleri ile imzalanan uzun vadeli franchise sözleşmeleri üzerinden sürdürüyor. Şirketin bayrak markası Burger King için ilk anlaşma 1994'te imzalanmış olup, mevcut sözleşmenin süresi 2032 sonunda sona eriyor. Diğer önemli markalardan Popeyes ile franchise sözleşmesi 2007'de başlayıp 2026 sonunda sona erecek. Sbarro ve Arby's markalarının sözleşmeleri sırasıyla 2006 ve 2010'da imzalanmış olup 2027 sonunda sona erecek. Subway markası için ise sözleşme 2022'de alındı ve 2029 yılına kadar geçerli olacak.

Bu sözleşmelerin önemli bir bölümü orta vadede sona ereceğinden, aynı koşullarla yenilenmeme ihtimali düşük olsa da, dikkate alınması gereken bir risk faktörü olarak görüyoruz. Bu sözleşmelerin herhangi biri yenilenmezse, o markadan sağlanan gelirler durabilir veya azalabilir; bu da TAB Gıda'nın operasyonel ve finansal performansını olumsuz etkileyebilir.

Ayrıca, böyle bir gelişme yatırımcı algısı üzerinde negatif etki yaratabilir ve şirketin hisse fiyatında kısa vadeli oynaklıklara yol açabilir.

Tablo 11: TABGD Özet Finansallar

Gelir Tablosu (mn TL)	2024	2025T	2026T
Satışlar	32,009	42,134	56,110
Satışların Maliyeti	26,479	35,680	47,062
Brüt Kar	5,530	6,454	9,048
Faaliyet Giderleri	2,622	2,990	4,679
Faaliyet Gelirleri	2,908	3,464	4,369
FAVÖK	7,555	8,448	10,857
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	-87	-89	-114
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-1,890	-2,173	-2,028
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	1,946	2,104	2,002
Vergi Öncesi Kar	2,877	3,306	4,229
Vergi Gideri	966	866	1,092
Net Kar/(Zarar)	1,912	2,440	3,137

Bilanço (TL mn)	2024	2025T	2026T
Nakit ve nakit benzerleri	6,033	7,127	9,584
Ticari alacaklar	1,385	1,552	2,066
Stoklar	393	564	743
Diğer dönen varlıklar	1,028	1,690	1,984
Dönen varlıklar	8,840	10,933	14,378
Maddi duran varlıklar	8,701	10,996	13,975
Maddi olmayan duran varlıklar	955	1,314	1,749
Diğer duran varlıklar	5,861	6,238	7,970
Duran varlıklar	15,516	18,547	23,695
Toplam varlıklar	24,356	29,480	38,073
Kısa vadeli borçlanmalar	1,406	1,886	2,945
Ticari borçlar	1,963	3,428	4,089
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,384	1,198	1,761
Kısa vadeli yükümlülükler	4,753	6,512	8,796
Uzun vadeli borçlanmalar	2,263	3,081	3,603
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	1,498	1,504	2,003
Uzun vadeli yükümlülükler	3,761	4,585	5,606
Özkaynaklar	15,843	18,383	23,671
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	24,356	29,480	38,073
Net borç	-2,365	-2,160	-3,036

Nakit Akışı (TLmn)	2024	2025T	2026T
FAVÖK	7,555	8,448	10,857
Faaliyet Karı Vergisi	966	866	1,092
Net işletme Sermayesi Değişimi	274	-354	-316
Yatırım Harcamaları	3,183	3,806	4,843
Serbest Nakit Akımı	3,133	4,130	5,237

Rasyolar	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	17.3%	15.3%	16.1%
FAVÖK Marjı	23.6%	20.1%	19.3%
Net Kar Marjı	6.0%	5.8%	5.6%
Efektif Vergi Oranı	33.2%	25.0%	25.0%
Aktif Karlılığı	7.8%	8.3%	8.2%
Özkaynak Karlılığı	12.1%	13.3%	13.3%
Net Borç/FAVÖK	-0.31	-0.26	-0.28

Kaynaklar: Şirket Sunumları, OYAK Yatırım

*Bu rakam 2024 yılının sonu için geçerlidir ve endekslenmemiştir.

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.