

Güçlü hacimler ve beklenti revizyonu olumlu görünümü destekliyor

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	204,50	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	274,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	53434 / 1315	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	21 / 6				
Halka Açıklık Oranı	20	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	139,9				
TMS/TFRS - TL milyon	2Ç25	2Ç24	Yıllık Δ	1Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	11.113	10.167	9,3%	9.238	20,3%	10.837	10.573
VAFÖK	2.497	2.396	4,2%	1.539	62,3%	2.502	2.379
Net Kar	1.134	1.038	9,3%	329	245,2%	867	742
VAFÖK Marjı	22.5%	23,6%	-1pp	16,7%	5,8pp	23,1%	22,5%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç25 Sonuçları

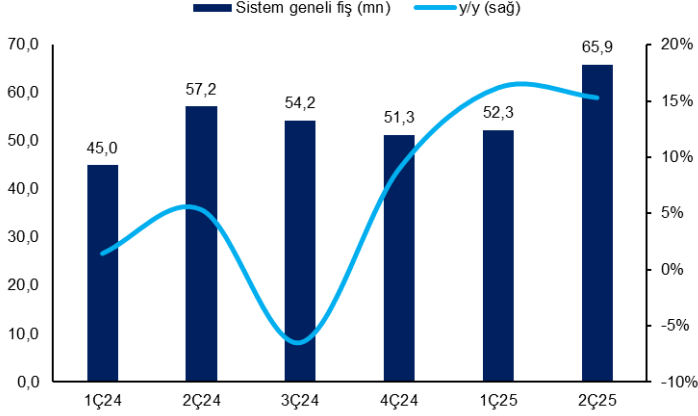
- Net kar tahminlerin üzerinde.** TAB Gıda, 2Ç25'te yıllık %9 artışla 1,1 milyar TL net kâr açıkladı, bu hem bizim tahminimizin (867 milyon TL) hem de piyasa beklentisinin (742 milyon TL) üzerindedir. Tahminimizden olumlu sapma, esas olarak daha düşük net finansal giderlerden, ilişkili taraflardan elde edilen daha yüksek faiz gelirlerinden kaynaklı, ve daha düşük parasal zararlardan kaynaklandı. Gelirler, sırasıyla 10,8 milyar TL ve 10,6 milyar TL olan bizim ve piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu olarak 11,1 milyar TL'ye (yıllık +%9) ulaştı. VAFÖK ise beklentilere uyumlu %23'lük marjla 2,5 milyar TL (yıllık +%4) oldu.
- Güçlü fiş büyümesi.** Sistem geneli fiş sayısı, 2Ç25'te i) ekonomik menüler (örneğin çift kişilik menü), ii) yeni ürünler ve iii) sektör genelindeki düşüş eğilimine rağmen premium menülerin olumlu katkısıyla yıllık %15 artışla 66 milyona yükseldi. Sistem genelindeki toplam restoran sayısı 1.906'ya ulaştı (yıllık +%11; TAB: 1.037, franchise: 869).
- VAFÖK marjı, esas olarak personel giderlerindeki %14'lük yıllık artıştan (toplam nakit maliyetlerinin ~%25'i) ve ürün gamındaki ekonomik menülerin daha yüksek payından dolayı yıllık 1 puan düşerek %23'e geriledi.
- Net işletme sermayesi ihtiyacı, 2Ç25'te 1Ç25'teki -41 milyon TL'den -341 milyon TL'ye geriledi. Bu artış, daha uzun ticari borç ödeme süresinin (29'dan 33'e) desteğiyle gerçekleşti. Ancak, artan yatırım harcamaları ve temettü ödemeleri toplam nakit akışını baskılayarak, net nakit pozisyonunu bir önceki çeyrekteki 3,2 milyar TL'den 2,8 milyar TL'ye düşürdü.
- TAB yönetimi, 2025 tahminlerini revize etti. Buna göre, 250-300 net restoran açılışı (önceki: 180, 2024: 215), %45-50 (TMS29 hariç) gelir büyümesi (önceki: %40, 2024: %65) ve 8,2-8,4 milyar TL VAFÖK (önceki: 8,0-8,2 milyar TL, 2024: 5,9 milyar TL) öngörüyorlar.

Özet Görüşümüz

TAB'ın 2Ç25 sonuçlarını, güçlü büyüme performansı sayesinde olumlu buluyoruz. Ayrıca, yönetimin beklentilerini yukarı yönlü revize etmesini memnuniyetle karşılıyor ve sonuçlara olumlu bir piyasa tepkisi bekliyoruz.

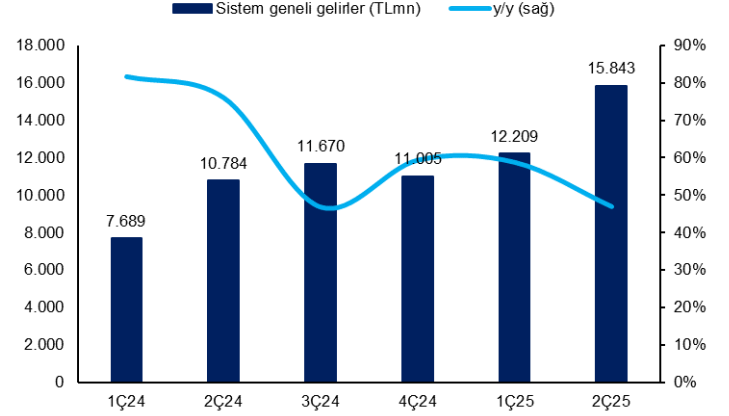
2Y25'te, enflasyondaki düşüşün tüketicinin satın alma gücünü desteklemesi ve potansiyel olarak ortalama fiş büyüklüklerinin artmasında rol oynayabileceğinden daha parlak bir görünüm bekliyoruz. 2Ç25 sonuçları ışığında ve bugünkü tele-konferans görüşmesinde yönetimin görüşlerini dinledikten sonra, model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz. **Şimdilik, Model Portföyümüzün bir üyesi olan TABGD için 12 aylık 274 TL/hisse hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi yineliyoruz.**

Şekil 1: Sistem geneli fiş



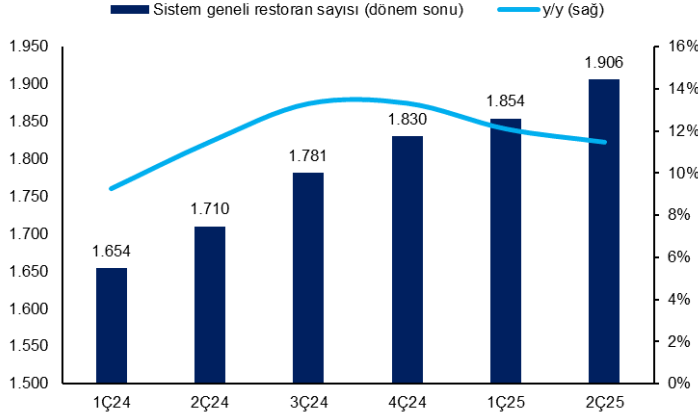
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Figure 2: Sistem geneli çeyrekse gelirler



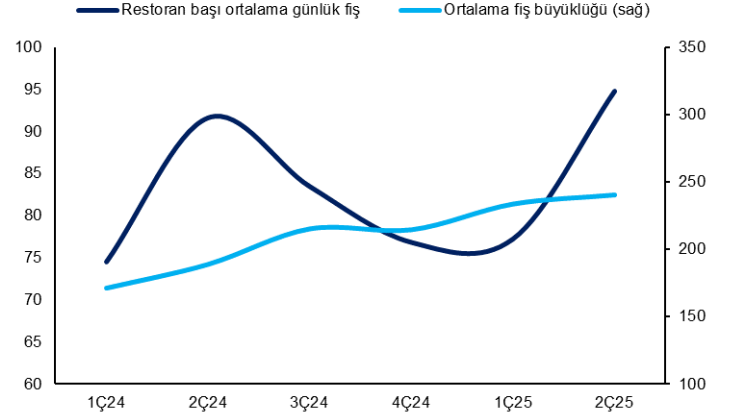
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) TMS29'a göre düzeltilmemiştir

Şekil 3: Sistem geneli restoran sayısı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Ortalama fiş sayısı ve büyüklüğü



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TABGD-Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Gelirler	10.167	9.938	8.938	9.238	11.113
Brüt Kar	2.024	1.833	1.520	1.222	2.065
Faaliyet Giderleri	-743	-755	-767	-880	-830
Net Faaliyet Karı	1.282	1.078	753	342	1.234
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.396	2.272	1.994	1.539	2.497
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2.435	2.195	1.950	1.522	2.375
Net Finansman Gelir (Gider)****	-600	-338	-932	-234	-285
Vergi Öncesi Kar Zarar	1.242	1.063	569	469	1.280
Vergi	-204	-394	-241	-140	-146
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	1.038	669	328	329	1.134

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Gelirler	34.606	34.196	37.346	38.280	39.226
Brüt Kar	5.811	5.676	6.453	6.600	6.640
Faaliyet Giderleri	-2.743	-2.653	-3.060	-3.144	-3.232
Net Faaliyet Karı	3.068	3.023	3.393	3.456	3.408
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7.351	7.398	8.009	8.200	8.302
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	7.119	7.190	7.907	8.102	8.042
Net Finansman Gelir (Gider)	-366	-838	-2.057	-2.104	-1.789
Vergi Öncesi Kar Zarar	3.994	3.773	3.357	3.343	3.381
Vergi	-1.495	-1.593	-1.127	-979	-921
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	2.499	2.179	2.230	2.364	2.461

Bilanço					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Dönen Varlıklar	10.523	10.147	10.314	11.315	10.931
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.742	6.785	4.924	7.397	5.381
Ticari Alacaklar	1.696	1.555	1.615	1.945	1.967
Stoklar	504	473	459	529	556
Duran Varlıklar	17.414	17.783	18.103	18.118	19.075
Finansal Varlıklar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	9.579	9.842	10.151	10.007	10.640
Kullanım Hakkı Varlıkları	6.748	6.753	6.737	6.923	7.177
Şerefiye	0	0	0	0	0
Toplam Varlıklar	27.937	27.930	28.417	29.433	30.006
KV Yükümlülükler	6.143	5.364	5.557	6.270	6.424
KV Finansal Borçlar	63	52	25	1.702	38
KV Kiralama Borçları	1.490	1.523	1.615	0	1.845
Ticari Borçlar	2.864	2.351	2.290	2.516	2.906
UV Yükümlülükler	4.339	4.427	4.376	4.346	4.579
UV Finansal Borçlar	0	0	0	2.533	0
UV Kiralama Borçları	2.552	2.520	2.640	0	2.735
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	17.455	18.140	18.485	18.816	19.003
Toplam Yükümlülükler	27.937	27.930	28.417	29.433	30.006

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Faaliyetlerden Nakit	1.576	1.443	1.736	1.465	2.760
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	404	-994	-292	265	-733
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-670	-1.070	-1.190	-1.372	-1.928
Toplam Nakit Girişi	1.310	-621	254	358	99
Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.980	449	1.444	1.730	2.027
Gelirlere Oranı	19%	5%	16%	19%	18%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Faaliyetlerden Nakit	4.457	4.098	6.380	6.220	7.404
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	2.717	2.310	-1.115	-616	-1.754
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-1.092	-453	-4.871	-4.303	-5.560
Toplam Nakit Girişi	6.083	5.955	394	1.300	90
Serbest Nakit Akımı (SNA)	7.174	6.408	5.265	5.603	5.650
Gelirlere Oranı	21%	19%	14%	15%	14%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Gelirler	4	-4	54	11	9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-1	2	44	14	4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-2	3	58	15	-2
Net Kar	-11	-32	18	69	9
Çeyreksele Marjlar (%)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Brüt Kar Marjı	19,9	18,4	17,0	13,2	18,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	23,6	22,9	22,3	16,7	22,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	24,0	22,1	21,8	16,5	21,4
Net Faaliyet Karı	12,6	10,9	8,4	3,7	11,1
Vergi Öncesi Kar Marjı	12,2	10,7	6,4	5,1	11,5
Net Kar Marjı	10,2	6,7	3,7	3,6	10,2

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Gelirler	-	-	10,9	11,8	13,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-	-	a.d.	a.d.	12,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-	-	13,3	12,9	13,0
Net Kar	-	-	-46,1	-10,1	-1,5
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Brüt Kar Marjı	16,8	16,6	17,3	17,2	16,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	21,2	21,6	21,4	21,4	21,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	20,6	21,0	21,2	21,2	20,5
Net Faaliyet Karı	8,9	8,8	9,1	9,0	8,7
Vergi Öncesi Kar Marjı	11,5	11,0	9,0	8,7	8,6
Net Kar Marjı	7,2	6,4	6,0	6,2	6,3

Nakit Döngü & NİS					
	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-12	-7	-6	-4	-8
Ticari Alacak Tahsilat	18	17	16	19	18
Stok Döngü	6	6	5	6	6
Ticari Borç Ödeme	36	30	27	29	33
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	-664	-322	-216	-41	-382
Gelirlere Oranı	-2%	-1%	-1%	0%	-1%

Borçluluk					
	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Net Borç (Nakit)	-2.637	-2.689	-2.759	-3.162	-2.828
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	-	-	-	-
Net Borç / VAFÖK (x)	-	-	-	-	-
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	5,3x	21,5x	4,5x	4,5x	4,3x
Borç / (Borç + Özkaynak)	19%	18%	19%	18%	20%

Getiri Metrikleri					
	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Özkaynak Karlılığı	14%	12%	12%	13%	13%
Net Kar Marjı	7%	6%	6%	6%	6%
Varlık Devir Hızı (x)	123,9	122,4	131,4	130,1	130,7
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	160,1	154,0	153,7	156,4	157,9
ROIC (**)	18%	17%	19%	20%	18%

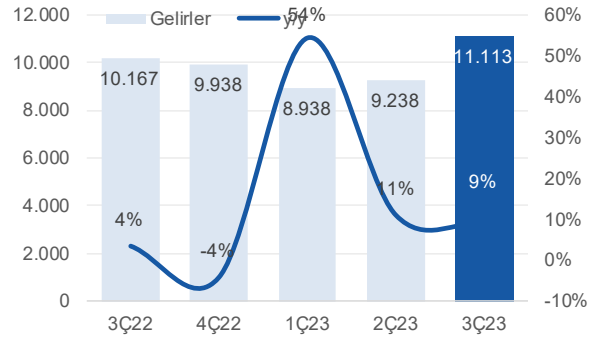
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	39.226	43.858	1%	55.343	7%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	8.302	9.368	2%	11.886	7%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	5.650	7.208	15%	8.858	4%
Net Kar	2.461	4.161	53%	5.273	7%
Toplam Özkaynaklar	19.003	18.544	-12%	22.908	4%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2025T	2026T
FD / Gelirler	1,29	1,2	0,9
FD / VAFÖK	6,10	5,4	4,3
FD / SNA	8,96	7,0	5,7
F/K	a.d.	12,8	10,1
F/DD	2,81	2,9	2,3

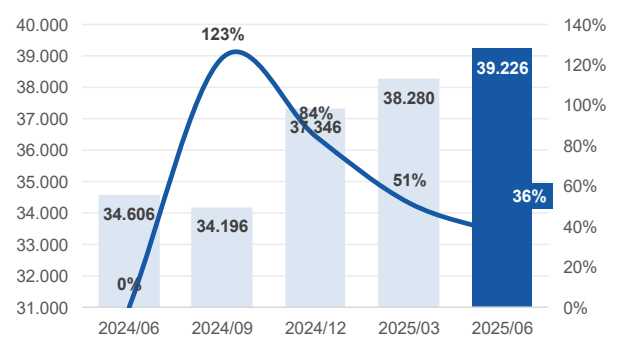
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

TABGD-Çeyrekssel ve Son 12 Ay Finansallar

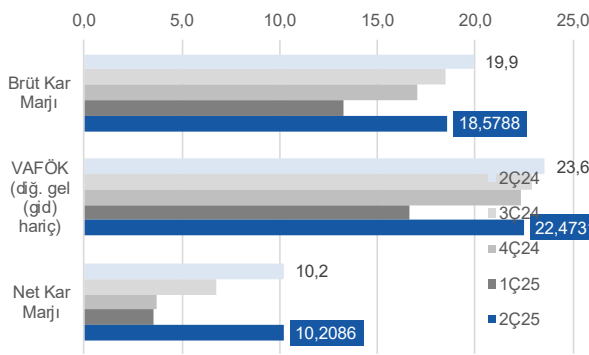
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



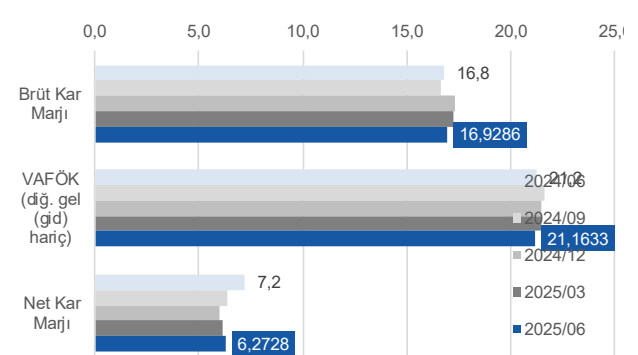
Son 4Ç Büyüme (%)



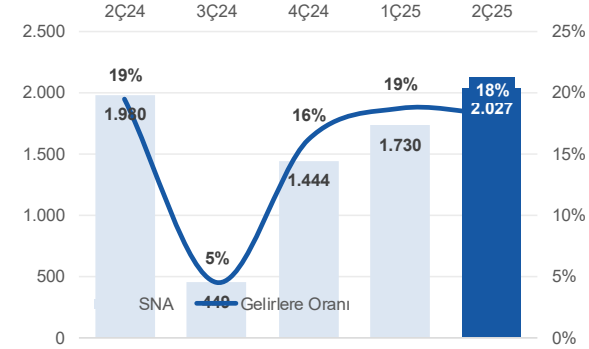
Çeyrekssel Marjlar (%)



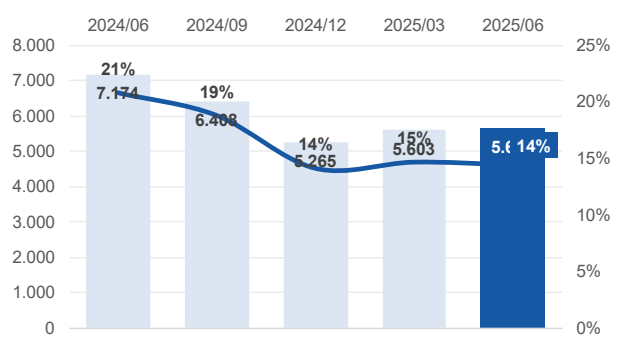
Son 4Ç Marjlar (%)



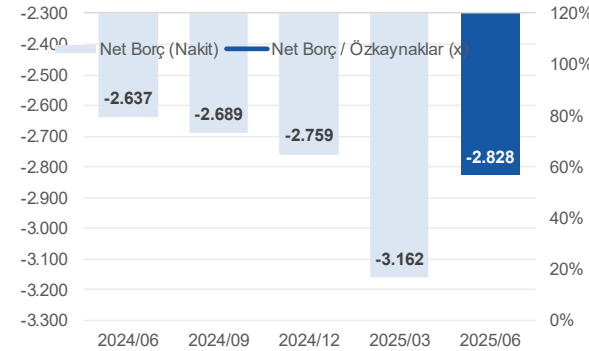
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



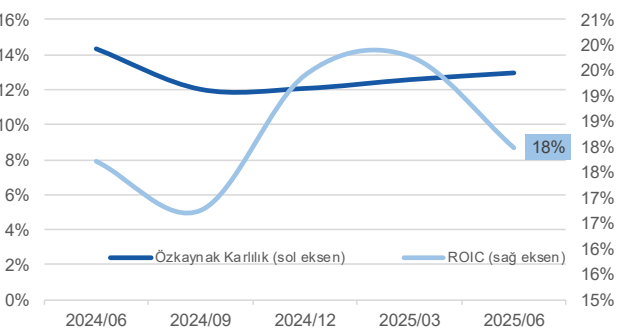
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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