

TAB GIDA

HSR Lideri Büyümesini Sürdürüyor

TAB Gıda'yı, tüketim sektörü içinde sunduğu güçlü gelir büyümesi potansiyeli nedeniyle beğeniyoruz. Bu görüşümüz; şirketin HSR pazarındaki güçlenen konumu, devam eden pazar payı kazanımları, tüketicilerin uygun fiyatlı ürünlere yönelik talebini karşılayan sürdürülebilir restoran ağı genişlemesi, etkin dijitalleşme yatırımları ve artan serbest nakit akışı verimi tarafından desteklenmektedir. Ayrıca, son dönemde gerçekleştirilen hisse satışlarının hisse üzerindeki arz baskısını önemli ölçüde azalttığını düşünüyoruz. TAB Gıda'yı Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesiyle ve 361 TL 12 aylık hedef fiyat araştırma kapsamına alıyoruz. TAB Gıda 2026T 16,7x F/K bazında benzerlerine göre %5 iskontoludur.

TAB Gıda, sektördeki liderliğini pekiştiriyor: TAB Gıda, 2.100 restoranı ile Türkiye Hızlı Servis Restoranları (HSR) pazarında liderdir. Şirket, Türkiye'de Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's ve Subway markalarının ana franchise işletmecisi olup, aynı zamanda Usta Dönerci ve Usta Pideci markalarının da sahibidir. Son olarak TAB Gıda, Usta Dönerci markasını Çin'de hayata geçirmek üzere bir franchise anlaşması imzalamıştır. Şirketin, 2022-2025 döneminde restoran ağı %11 yıllık bileşik büyüme oranı göstermiştir.

Restoran ağı genişlemesiyle desteklenen sürdürülebilir büyüme: 2025'te rakip işletmecilerden devralınan restoranların yarattığı baz etkisinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla birlikte, 2Y26'da TMS29 sonrası %5 yıllık reel gelir büyümesi öngörüyoruz. Bu da 2026 yılı genelinde %9 reel gelir büyümesine işaret etmektedir (2026 şirket beklentisi: %8-10, 1Y26 yıllık büyüme %13). Sonrasında ise organik büyümenin ve fiş sayısındaki istikrarlı artışın desteğiyle 2027 ve 2028 yıllarında sırasıyla yıllık %7 ve %6 reel gelir büyümesi bekliyoruz. Ek olarak, TAB Gıda'nın merkezi satın alma modelinin, gıda enflasyonunun yüksek seyrini koruduğu bir ortamda marjlarını korurken uygun fiyatlı ürün ve marjını koruma stratejisini sürdürmesine olanak sağlayacağını düşünüyoruz.

Serbest nakit akışı veriminde artış potansiyeli: Yeni restoran açılışlarının ağırlıklı franchise yatırımcıları tarafından gerçekleştirilmesi ve dijitalleşme yatırımlarının önemli ölçüde tamamlanmış olması nedeniyle yatırım harcamalarının satışlara oranının kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Bunun, 2027 ve 2028'de sırasıyla %3 ve %4 seviyesine ulaşmasını beklediğimiz SNA marjıyla destekleyeceğini düşünüyoruz.

25 Ağustos 2026

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist:

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu

TABGD TI

Tavsiye

Endeks Üz. Getiri

Hedef Fiyat, TL

361.00

Güncel Fiyat, TL

257.75

Getiri Potansiyeli

40%

Halka Açıklık Oranı

32%

Piyasa Değeri, mn TL

67,348

Firma Değeri, mn TL

69,170

Finansal Veriler -TMS29

2025

2026T

2027T

2028T

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL

47,637

67,405

91,942

121,761

FAVÖK, mn TL

9,723

13,785

18,821

25,077

Net Kâr, mn TL

2,628

4,290

5,827

8,112

Borçluluk

Net Borç, mn TL

-2,638

-2,928

-4,404

-7,523

Net Borç/FAVÖK

-0.3

-0.2

-0.2

-0.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı

20.4%

20.5%

20.5%

20.6%

Net Marj

5.5%

6.4%

6.3%

6.7%

Temettü Verimi

1.8%

2.0%

3.2%

4.4%

Büyüme

Ciro, y/y

48.8%

41.5%

36.4%

32.4%

FAVÖK, y/y

n.m.

41.8%

36.5%

33.2%

Net Kâr, y/y

37.5%

63.3%

35.8%

39.2%

Değerleme Verisi

2025

2026T

2027T

2028T

F/K

19.3

16.7

14.9

13.1

FD/FAVÖK

4.9

5.0

4.4

3.9

FD/Ciro

1.0

0.9

0.7

0.5

Hisse Verileri

1A

3A

12A

YBG

Nominal Getiri

10.2%

1.0%

20.9%

25.5%

BİST-100 Relatif

6.1%

-8.4%

-5.7%

-2.6%

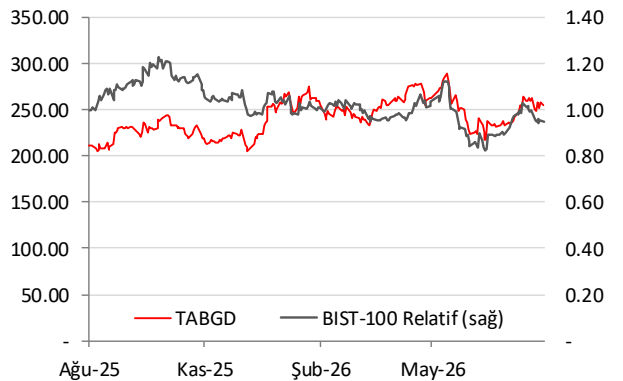
AOİH, mn TL

208

250

209

223



Piyasa verileri 21 Ağustos 2026 tarihli.

Değerleme verileri dolar cinsindendir.

İÇERİK

Yatırım Teması	4
Değerleme.....	8
HSR Sektörüne Genel Bakış.....	10
Riskler.....	18
Finansallar ve Tahminler	20
TAB GIDA – 2Ç26 Beklentileri	26

Şekil 1: TAB Gıda – Finansallar – TMS29 Sonrası

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	47,637	67,405	91,942	121,761
Brüt Kar	7,724	10,811	14,790	19,762
Operasyonel Giderler	-3,666	-5,062	-6,903	-9,127
Faaliyet Karı	4,058	5,749	7,887	10,634
FAVÖK	9,723	13,785	18,821	25,077
FAVÖK (TFRS-16 hariç)	6,447	9,150	12,499	16,705
Diğer Gelir / (Gider)	-575	-810	-908	-945
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	1,401	1,842	1,945	2,460
Parasal Gelir / (Gider)	-835	-653	-600	-562
Vergi Öncesi Kar	4,049	6,129	8,324	11,588
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,421	-1,839	-2,497	-3,476
Efektif Vergi Oranı	-35%	-30%	-30%	-30%
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	2,628	4,290	5,827	8,112
Ödenmiş Sermaye (m)	261	261	261	261
Hisse Başı Net Kar	10.1	16.4	22.3	31.0
Hisse Başı Temettü	5.0	8.2	11.2	21.7
Temettü Dağıtım Oranı	50%	50%	50%	70%

Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	12,728	16,797	22,871	31,424
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,057	11,295	15,513	21,943
Ticari Alacaklar	2,504	3,543	4,832	6,400
Stoklar	625	886	1,208	1,597
Diğer Dönen Varlıklar	542	1,074	1,317	1,484
Duran Varlıklar	23,926	33,921	46,358	61,479
Kullanım Hakkı Varlığı	9,182	12,764	16,949	21,999
Uzun Vadeli Finans Alacakları	13,205	18,953	26,354	35,385
Maddi Duran Varlıklar	1,302	1,868	2,598	3,488
Diğer Duran Varlıklar	237	336	458	606
Toplam Varlıklar	36,653	50,719	69,229	92,902

Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,228	10,952	14,818	19,496
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	2,450	3,236	4,297	5,577
Ticari Borçlar	3,722	4,807	6,553	8,663
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,056	2,910	3,969	5,256
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,147	8,213	11,017	14,411
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	3,969	5,131	6,813	8,843
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,178	3,083	4,205	5,568
Özkaynaklar	22,278	31,554	43,394	58,996
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22,278	31,554	43,394	58,996
Azınlık Payları	0	0	0	0
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	36,653	50,719	69,229	92,902

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	6,000	6,491	9,959	13,672
Sabit Sermaye Yatırımları	-4,591	-5,190	-6,896	-8,523
Yatırım/Satış	-9.6%	-7.7%	-7.5%	-7.0%
Serbest Nakit Akışı	1,409	1,300	3,063	5,149
Serbest Nakit Akışı Marjı	3.0%	1.9%	3.3%	4.2%
Temettü	915	1,306	2,145	2,914
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,188	478	-1,170	-2,557

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	-2,638	-2,928	-4,404	-7,523
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	-9,057	-11,295	-15,513	-21,943
Net Borç / FAVÖK	-1.4	-1.2	-1.2	-1.3

Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	49%	41%	36%	32%
Brüt Kar	40%	40%	37%	34%
Operasyonel Giderler	40%	38%	36%	32%
Faaliyet Karı	40%	42%	37%	35%
FAVÖK	42%	42%	37%	33%
FAVÖK (TFRS-16 Hariç)	41%	42%	37%	34%
VÖK	41%	51%	36%	39%
Net Kar	37%	63%	36%	39%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	16.2%	16.0%	16.1%	16.2%
Personel/Satış	-18.2%	-18.9%	-18.9%	-18.7%
Kira/Satış	-12.1%	-12.2%	-12.2%	-12.2%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-11.9%
Faaliyet Kar Marjı	8.5%	8.5%	8.6%	8.7%
FAVÖK Marjı	20.4%	20.5%	20.5%	20.6%
FAVÖK Marjı (TFRS-16 hariç)	13.5%	13.6%	13.6%	13.7%
VÖK Marjı	8.5%	9.1%	9.1%	9.5%
Net Kar Marjı	5.5%	6.4%	6.3%	6.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	12.2%	14.2%	14.0%	14.3%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	14.1%	14.9%	14.7%	14.9%

Satış Parametreleri (TMS29 sonrası)	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış (TMS29 sonrası)	47,637	67,405	91,942	121,761
Büyüme - Yıllık	49%	41%	36%	32%
Büyüme - Reel	13.7%	8.9%	7.4%	6.0%
Sistem Satış Tutarı	69,524	97,406	133,443	178,013
Büyüme - Yıllık	12.2%	7.8%	7.9%	6.8%

TMS29 Öncesi Finansallar	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış	42,859	61,257	84,400	112,335
Büyüme - Yıllık	54%	43%	38%	33%
Sistem Satış Tutarı	62,459	88,522	122,497	164,233
Büyüme - Yıllık	54%	43%	38%	33%
Fiş Sayısı (mn)	247	272	294	314
Büyüme - Yıllık	19%	10%	8%	7%
Fiş Bazında Satış	253	326	417	524
Büyüme - Yıllık	28%	29%	28%	26%
FAVÖK	8,581	12,437	17,166	23,129
Net Kar	5,244	6,738	10,128	13,817
FAVÖK Marjı	20.0%	20.3%	20.3%	20.6%
Net Marj	12.2%	11.0%	12.0%	12.3%

TÜFE (yılsonu)	31%	30%	27%	25%
USD/TL (yılsonu)	42.9	51.8	62.6	76.3
USD/TL (ortalama)	39.4	46.8	57.0	69.9

Değerleme (Dolar bazında ve TMS29 dahil)	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	22.6	16.7	14.9	13.1
FD/FAVÖK	5.8	5.0	4.4	3.9

Değerleme (Dolar bazında ve TMS29 hariç)	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.5	9.6	7.8	7.0
FD/FAVÖK	6.1	5.0	4.4	3.9

Kaynak: TAB Gıda ve Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir.

Yatırım Teması

i) TAB Gıda, hızlı servis restoranları (HSR) sektöründeki liderliğini pekiştiriyor

TAB Gıda, 2026 yılının ilk yarısı itibarıyla şirketin hesapladığı alt HSR işkolunda yaklaşık %30 pazar payı (Euromonitor verilerine göre %19, veri çiğ köfte pazarını da içermektedir) ve 2.100 restoranı ile Türkiye HSR sektörünün lideridir. Şirket, ağırlıklı olarak Türkiye'de Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's ve Subway markalarını işletme konusunda münhasır haklara sahiptir. Buna ek olarak, TAB Gıda, franchise anlaşmalarına tabi olmayan kendi markaları Usta Dönerci ve Usta Pideci'nin sahibi ve işletmecisidir. Son olarak şirket, Usta Dönerci markasını Çin'de hayata geçirmek üzere bir franchise anlaşması imzalamıştır.

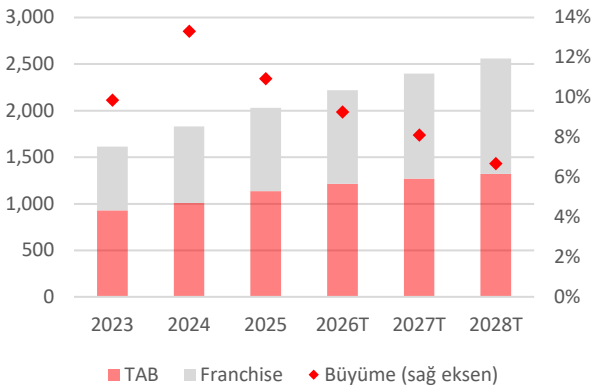
Subway markasının portföye eklenmesinin ardından TAB Gıda, 2022-2025 döneminde restoran sayısında yıllık bileşik %11 büyüme kaydetmiştir. Bu büyüme, franchise restoran sayısındaki yıllık bileşik %19 artıştan kaynaklanırken, şirket tarafından işletilen restoran sayısı yıllık bileşik %7 büyümüştür. Ayrıca, 2025 yılının ikinci çeyreğinden itibaren bir rakip tarafından işletilen restoranların portföye eklenmesi, şirket gelirlerinin 2022 yılındaki 564 milyon dolardan 2025 yılında 1,1 milyar dolara yükselmesinde önemli rol oynamıştır.

ii) 2026 yılında en az %9 reel gelir büyümesi bekliyoruz

TAB Gıda'nın, 2026 yılında Borsa İstanbul'da işlem gören tüketim şirketleri arasında en güçlü gelir büyümesini gerçekleştireceğini düşünüyoruz. TMS29 sonrası finansallara göre %9 reel gelir büyümesi (TMS29 öncesi finansallara göre %43 nominal gelir büyümesi) öngörüyoruz.

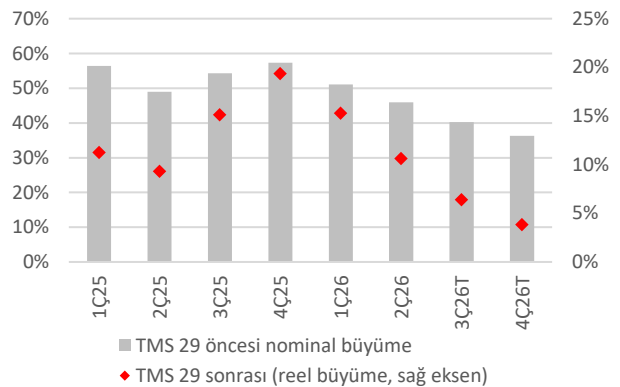
Bu büyümenin temel itici güçleri; restoran ağındaki %9 yıllık artış ve fiş hacmindeki %10 büyüme olacaktır. Büyüme; özellikle 2026 yılının ilk yarısı itibarıyla restoran ağıının %44'ünü oluşturan franchise restoranlardaki genişleme, Nisan 2025'ten itibaren rakipten (KFC'nin pazardan çıkışı sonrasında) devralınan premium lokasyonların katkısı ve self-servis sipariş kiosklarının hızla yaygınlaşmasıyla desteklenmektedir. Self-servis kiosklarının gelirler içindeki payı, 2Ç25'teki %14 seviyesinden 2Q26 %20'ye yükselmiş olup, çapraz satış frekansını artırmaktadır.

Şekil 2: Restoran Sayısı



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 3: Ciro Büyümesi – Yıllık -Reel



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Buna paralel olarak, 1Y26'da kaydedilen güçlü %12,8 yıllık reel gelir büyümesinin ardından, 2Y26'da hem restoran sayısı hem de gelir büyümesinde %5 yıllık seviyede bir büyüme bekliyoruz. Şirket, TMS29 sonrası finansallar bazında restoran sayısında %10 büyüme (AK: %9), %8-10 reel gelir büyümesi (TMS29 sonrası, AK: %9) ve FAVÖK marjını koruma yönündeki 2026 beklentilerini korumuştur.

Tüketicilerin fiyat hassasiyetinin devam etmesi, erişilebilir fiyatlı ürünler ile ana ürün grubundan oluşan dengeli ürün portföyü sayesinde yönetilirken, genişleyen içecek portföyü ve Usta Dönerci ile Subway'de sunulan bowl gibi yeni menü ürünleri müşteri trafiğini desteklemiştir. Ara dönem asgari ücret artışının yapılmaması ve enflasyonun halen yüksek seviyelerde seyretmesi (Temmuz itibarıyla yıllık %32), premium ürünlere yönelimi ve ortalama fiş değerindeki reel büyümeyi sınırladığı için, HSR sektöründe tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelme eğilimi devam etmektedir.

Buna rağmen, TAB Gıda'nın restoran ağını genişletmeye, dijitalleşmeye ve operasyonel ölçeğini artırmaya yönelik yatırımlarını sürdürmesi sayesinde, şirketin istikrarlı marjlarını koruyarak pazarın üzerinde büyümesini sürdüreceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, TMS29 sonrası finansallara göre 2027 ve 2028 yıllarında sırasıyla %7 ve %6 reel gelir büyümesi öngörüyoruz.

iii) Artan dışarıda yeme alışkanlığı ve HSR penetrasyonu uzun vadeli büyümenin temel itici güçleri olmaya devam ediyor

HSR segmenti, Türkiye'nin oldukça parçalı restoran sektörünün halen yalnızca küçük bir bölümünü oluştururken, kişi başına dışarıda yeme harcamalarının toplam hane halkı tüketimine oranı AB ortalamasının yarısından daha düşük seviyede bulunuyor. Bu durum, sektörün uzun vadede önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna işaret ediyor. Talebi destekleyen temel unsurlar; nüfus artışı, artan şehirleşme, kadınların iş gücüne katılım oranındaki yükseliş ve hane halkı büyüklüğünün küçülmesi olup, bu faktörler dışarıda gıda tüketimini artırmaktadır. Buna ek olarak, alışveriş merkezlerinin yaygınlaşması ve organize restoran zincirlerinin daha geniş bir coğrafi alana ulaşması erişilebilirliği önemli ölçüde artırmıştır. Pandemi sonrasında hızla büyüyen eve teslimat kanalı da önemli bir büyüme unsuru haline gelmiş olup, TAB Gıda'da 1Y26 itibarıyla toplam fiş hacminin yaklaşık %25'ini ve gelirlerin %31'ini oluşturmaktadır.

iv) TAB Gıda ölçek ekonomisi, etkin dijitalleşme ve dikey entegrasyondan faydalanıyor

TAB Gıda'nın en önemli rekabet avantajlarından biri dikey entegre faaliyet modelidir. Şirket, tedarik ihtiyacının yaklaşık yarısını grup şirketleri aracılığıyla karşılayarak tedarik güvenliğini, ürün kalitesinde sürekliliği ve hammadde maliyetlerinde daha öngörülebilir bir enflasyon görünümünü sağlamaktadır. İlişkili taraf işlemleri, 1Y26 itibarıyla toplam maliyetinin %55'ini ve ticari borçların %68'ini oluşturmıştır.

Şirket, bu entegre tedarik zinciri ve satın alma ölçeğinin sağladığı avantaj sayesinde 2023 ve 2024 yıllarında FAVÖK marjını %20'nin üzerinde tutmayı başarmıştır. 2025 yılında FAVÖK marjındaki yıllık 100 baz puanlık gerileme ise ağırlıklı olarak yüksek enflasyon ve zayıflayan tüketici alım gücü nedeniyle ürün karmasının değer odaklı ürünlere kaymasından kaynaklanmıştır. Küresel gıda maliyetlerindeki baskıların

etkisiyle işlenmiş gıda enflasyonunun 2Ç itibarıyla yüksek seyrini koruması (Şekil 32) nedeniyle, TAB Gıda'nın hammadde maliyetlerinin satışlara oranı yıllık bazda artmıştır (toplam maliyetler içinde payı %40).

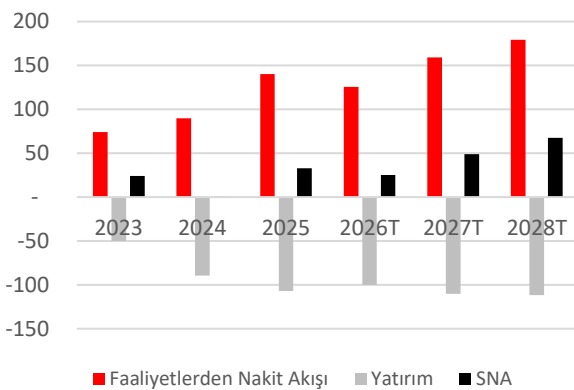
TAB Gıda çalışanlarının yaklaşık %90'ının ücret artışları, asgari ücretteki artış oranına bağlı olarak belirlenmektedir. Personel giderlerinin satışlara oranı da 1Ç26'daki yıllık asgari ücret artışının mevsimsel etkisi ve yeni restoranların katkısıyla 1Y26'da yıllık bazda yükselmiştir. Buna karşın, kira giderlerinin satışlara oranındaki gerileme, işçilik ve hammadde maliyetlerindeki artışın yarattığı baskıyı önemli ölçüde dengelemiştir. Ayrıca, 1Y26 itibarıyla TMS29 öncesi ve TMS29 sonrası FAVÖK marjları sırasıyla %19,7 ve %19,9 ile büyük ölçüde yatay seyretmiştir.

2025 ve 2026 yıllarında ara dönem asgari ücret artışı yapılmaması ve 2Ç25'ten itibaren rakiplerden devralınan restoranlardaki personel maliyetlerinin normalleşmesi sayesinde, personel giderlerinin 2Y26'da marjlar üzerinde önemli bir baskı oluşturmamasını beklemiyoruz. Bu nedenle, şirket yönetiminin 2026 yılı için öngördüğü yatay FAVÖK marjı beklentisinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, 2027 yılı başında olası bir ücret artışının fiyatlara yansıtılmasında TAB Gıda'nın yeterli fiyatlama gücüne sahip olacağına inanıyoruz.

v) 2027 yılından itibaren yatırım harcamalarının normalleşmesiyle serbest nakit akışı üretiminin güçlenmesini bekliyoruz

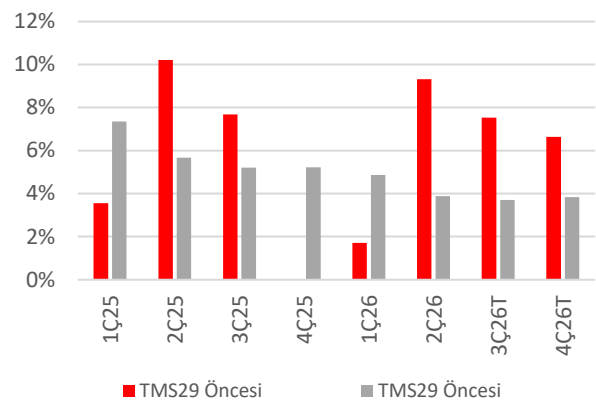
2024-2026 döneminde yeni mağaza açılışlarının büyük bölümü, TAB tarafından işletilen restoran yatırımlarından oluşmuştur. Bu durum, TAB Gıda'nın rakiplerin boşalttığı premium lokasyonları değerlendirme stratejisini yansıtmaktadır. Önümüzdeki dönemde ise yönetim, önümüzdeki üç-dört yıl içinde TAB tarafından işletilen ve franchise restoranlar arasında %50-%50 dengeli bir dağılıma ulaşmayı hedeflemektedir. Bu hedef doğrultusunda şirket, yalnızca Burger King ve Popeyes

Şekil 4: SNA (Milyon Dolar)



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 5: Net Marj TMS29 Öncesi ve Sonrası



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

markalarını büyütmeyle kalmayıp, diğer markalarında da restoran açılışlarını hızlandırarak pazar penetrasyonunu artırmayı planlamaktadır. Bunun sonucunda, gelecekteki büyüme yatırımlarının daha büyük bir kısmının franchise yatırımcıları

tarafından finanse edilmesini ve TAB Gıda'nın yatırım harcaması ihtiyacının azalmasını bekliyoruz.

Buna paralel olarak, 2026-2028 döneminde serbest nakit akışı üretiminin ve serbest nakit akışı dönüşüm oranının kademeli olarak iyileşmesini öngörüyoruz. Güçlenen net nakit pozisyonunun da desteğiyle temettü dağıtımlarının artmasını ve temettü dağıtım oranının 2028 tahminlerimize göre yaklaşık %70'e ulaşmasını bekliyoruz.

vi) Hisse üzerindeki arz baskısı riski azaldı

TFI TAB Gıda'nın yönetimi ve finansal yatırımcılarının elinde bulunan B Grubu paylar (borsada işlem görmeyen ancak oy hakkı imtiyazı taşımayan paylar), TAB Gıda payları ile değiştirilmiş ve bu işlem sonucunda şirketin halka açıklık oranı %32,64'e yükselmiştir. Pay değişiminin ardından, EBRD ve ELQ toplam 109 milyon dolar değerinde %9,1 oranındaki paylarını satmıştır. Finansal yatırımcıların çıkış sürecinin büyük ölçüde tamamlanmış olması nedeniyle, hisse üzerindeki potansiyel arz baskısı riskinin önemli ölçüde azaldığını düşünüyoruz.

Şekil 6: Ortaklık Yapısı – Halka Arz Öncesi ve Mevcut Durum

TABGD	Halka Arz Sonrası (26 Ekim 2023)	Güncel
Değerleme		
Piyasa Değeri (mn dolar)	1,214	1,388
Hisse Başına Fiyat (TL)	130	255
Ortaklık Yapısı		
TFI TAB Gıda	80.0%	67.4%
Halka Açıklık Oranı	20.0%	32.6%

Kaynak: TAB Gıda ve Ak Yatırım Araştırma *KAP'ta açıklanan halka açıklık oranı %32,2'dir.

vii) TAB Gıda'yı Endeks Üzerinde Getiri tavsiyesi ve hisse başına 361 TL 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamına dahil ediyoruz:

Değerlememiz, sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verdiğimiz dolar bazlı İNA ve benzer şirket çarpanları analizlerine dayanmaktadır. İNA analizimiz, 12 aylık ileriye dönük bazda 1,7 milyar dolar değerine işaret etmektedir. Benzer şirket analizinde ise TAB Gıda'yı 12 küresel şirketten oluşan emsal gruba göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını kullanarak değerlendiriyoruz. 2026 tahmini ortalama çarpanlara göre 1,6 milyar dolar değer hesaplıyoruz. TAB Gıda, TMS29 sonrası 2026T 16,7x F/K çarpanı ile uluslararası benzerlerine göre %5 iskontolu işlem görmektedir.

viii) Riskler:

Başlıca riskler; ürün kalitesi ve itibar kaynaklı riskler, franchise sözleşmelerinin yenilenmesine ilişkin riskler, makroekonomik olumsuzluklar, tüketiciler arasında artan sağlık bilinci, maliyet enflasyonu ile bilgi teknolojileri ve siber güvenlik kaynaklı aksaklıklardır.

Değerleme

TAB Gıda'yı Endeksinde Üzerinde Getiri tavsiyesiyle araştırma kapsamına alıyor ve 12 aylık hisse başına hedef fiyatı 361 TL olarak belirliyoruz.

Değerlememiz, %60 ağırlıklı dolar bazlı İNA analizi ile %40 ağırlıklı benzer şirket çarpan analizinin birleşiminden oluşmaktadır. İki aşamalı bir AOSM yaklaşımı kullanıyoruz. Altı yıllık tahmin döneminde %8,5 risksiz faiz oranı, %5,5 özkaynak risk primi ve 0,9 beta varsayımlarına dayanarak ortalama %13,5 AOSM öngörüyoruz. TAB Gıda'nın net nakit pozisyonunda bulunması nedeniyle sermaye yapısında borcun ağırlığı ihmal edilebilir düzeydedir. Uç değer hesaplamasında ise diğer varsayımları sabit tutarak %6,5 risksiz faiz oranı ve 1,0 beta varsayımıyla %12,0 AOSM kullanıyor, ayrıca %5 uç büyüme oranı öngörüyoruz. Dolar bazlı projeksiyonlarımızda, TAB Gıda'nın tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelme eğilimini etkin şekilde karşılayabilmesi ve HSR segmentindeki pazar payı kazanımlarını sürdürmesi sayesinde TL'deki reel değerlenme varsayımını da dikkate alarak 2026 ve 2027 yıllarında dolar bazlı çift haneli gelir büyümesi bekliyoruz. 2027 sonrasında ise ortalama yıllık %8-9 gelir büyümesi öngörüyoruz. Tahmin dönemimiz boyunca TFRS 16 etkisinden arındırılmış FAVÖK marjının yaklaşık %13,6-%14 aralığında gerçekleşeceğini varsayıyoruz. Serbest nakit akışı projeksiyonlarımızda restoran açılış öncesi giderleri ile kredi kartı komisyon giderlerini faaliyetlerden elde edilen nakit akışından düşüyor ve şirketin negatif nakit dönüşüm döngüsünün sağladığı nakit akışını dikkate alıyoruz.

Şekil 7: Değerleme Özeti

Değerleme (milyon dolar)	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	1,722	60%	1,033
Çarpan Analizi	1,562	40%	625
12 Aylık Ağırlıklandırılmış Değer (Dolar)			1,658
USD/TL (2Ç27)			56.9
Blended 12M Target Mcap - TL			94,387
Hisse Sayısı (milyon)			261
12A Hedef Fiyat - (TL)			361
Kapanış Fiyatı (TL)			255
Yükseliş Potansiyeli			42%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Franchise tarafından gerçekleştirilen yeni restoran açılışlarının payı arttıkça (şirketin %50 şirket işletmeli / %50 franchise hedefi doğrultusunda), 2026 sonrasında yatırım harcamalarının satışlara oranının kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak, yatırım yoğunluğunun azalmasıyla birlikte serbest nakit akışı marjı ve serbest nakit akışı veriminde kademeli bir iyileşme öngörüyoruz.

Sonuç olarak, İNA analizimiz 12 aylık ileriye dönük bazda 1,7 milyar dolar değere işaret etmektedir. Benzer şirket analizimizde ise TAB Gıda'yı 12 küresel benzer şirketin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla değerlendiriyoruz. 2026T ortalama çarpanlara göre (12 aylık ileriye dönük düzeltilmiş) 1,6 milyar dolar değer hesaplıyoruz.

Şekil 8: TAB Gıda -İNA

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	1,302	1,469	1,595	1,725	1,836	1,953	2,078
büyüme %	17%	13%	9%	8%	6%	6%	6%
FAVÖK (TFRS-16 Hariç)	177	200	219	240	254	273	290
Vergi	(28)	(32)	(35)	(39)	(41)	(44)	(47)
Açılış Öncesi Restoran ve Komisyon Gideri	(26)	(24)	(22)	(21)	(20)	(21)	(23)
İşletme Sermayesi Değişimi	2	15	17	17	18	15	16
İS Değişim/Satış	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%
Yatırım	(100)	(110)	(112)	(95)	(92)	(88)	(93)
Yatırım/Satış	-7.7%	-7.5%	-7.0%	-5.5%	-5.0%	-4.5%	-4.5%
SNA	25	49	67	102	119	134	143
SNA Marjı	1.9%	3.3%	4.2%	5.9%	6.5%	6.9%	6.9%
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1.00</i>	<i>0.88</i>	<i>0.78</i>	<i>0.68</i>	<i>0.60</i>	<i>0.53</i>	<i>0.47</i>
İskontolu Değer		43	52	70	72	72	67
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032T	376						
Uç Değer (%5 büyüme)	1,006						
Firma Değeri	1,382						
- Net Borç (2026 yılsonu, TFRS-16 hariç)	-218						
Özsermaye Değeri	1,601						
12A Hedef Piyasa Değeri -Dolar	1,722						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür.

Şekil 9: Benzerlerine Göre Karşılaştırma – TAB Gıda^{1,2}

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri Milyon dolar	2026T	EV/EBITDA 2027T	2028T	2026T	P/E 2027T	2028T	FAVÖK YBBO 2026-2028T	Net Kar YBBO 2026-2028T
McDonald's Corp	ABD	191,735	14.8	13.9	13.2	21.0	19.4	18.0	12%	14%
YUM! Brands Inc	ABD	31,519	17.0	15.7	14.8	23.2	21.0	18.9	16%	16%
Domino's Pizza	ABD	38,626	14.4	13.8	13.2	18.0	16.4	15.1	8%	13%
Chipotle Mexican Grill	ABD	2,741	20.4	17.6	15.7	32.2	27.0	23.4	29%	31%
Starbucks Corp	ABD	6,529	22.6	20.0	17.4	41.3	34.3	28.7	39%	43%
RBI	ABD	40,323	16.1	15.1	14.2	19.9	18.3	16.6	12%	15%
Domino's Pizza Group	İngiltere	9,174	8.3	8.0	7.6	11.7	11.2	10.6	7%	10%
Domino's Pizza Enterprises	Avustralya	447,552	7.9	7.6	7.1	15.3	14.7	13.6	8%	13%
Yum China Holdings	Çin	40,209	8.9	8.4	7.9	16.7	14.8	13.4	16%	20%
McDonald's Holdings	Japonya	9,817	n.m.	n.m.	n.m.	30.1	28.3	26.5	15%	13%
Jubilant Foodworks	Hindistan	1,039,656	17.0	14.1	12.8	73.7	57.5	46.8	51%	61%
Haidilao International	Hong Kong	855	6.1	5.5	5.0	12.0	10.8	9.8	16%	20%
Americana Restaurant	Suudi Arabistan	57,213	8.4	7.8	7.0	20.1	17.9	16.5	16%	21%
Amrest Holdings	Polonya	1,809	5.1	5.0	n.m.	25.9	11.1	7.9	8%	218%
Alsea	Meksika	3,296	4.0	3.9	3.3	12.9	9.9	8.6	13%	55%
Jollibee Foods	Polonya	13,774	7.2	6.4	5.6	18.6	15.3	12.4	24%	37%
Arcos Dorados	Uruguay	8,049	4.3	3.8	3.3	10.0	9.5	8.1	21%	24%
Medyan			7.9	7.6	7.1	17.7	14.7	12.9	15%	21%
TMS 29 Sonrası										
TABGD	Türkiye	1,388	5.0	4.4	3.9	16.7	14.9	13.1	11%	13%
Prim / (iskonto)			-37%	-42%	-45%	-5%	1%	2%		
TMS 29 Öncesi										
TABGD	Türkiye	1,388	6.1	5.0	4.4	9.6	7.8	7.0	12%	17%
Prim / (iskonto)			-23%	-34%	-38%	-45%	-47%	-45%		

Kaynak: Bloomberg ve Ak Yatırım Araştırma, ¹TAB Gıda'nın büyümesi dolar bazında hesaplanmıştır. ²Çarpan medyan analizine ABD dışı 12 şirket ve RBI çarpanları dahil edilmiştir.

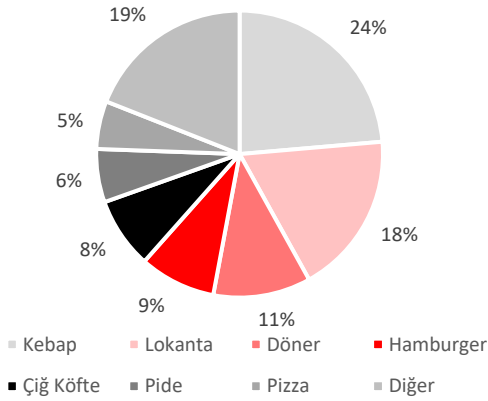
HSR Sektörüne Genel Bakış

Türkiye restoran sektörü, tahminlerimize göre 25 milyar dolar üzerinde büyüklüğe sahip, oldukça parçalı bir pazardır. Talebi destekleyen başlıca unsurlar; nüfus artışı, artan şehirleşme, kadınların iş gücüne katılım oranındaki yükseliş ve hane halkı büyüklüğünün küçülmesi gibi demografik faktörler olup, bunların tamamı dışarıda gıda tüketimini artırmaktadır. Buna ek olarak, alışveriş merkezlerinin yaygınlaşması ve restoran zincirlerinin daha geniş bir coğrafi alana yayılması, organize restoran zincirlerine erişimi önemli ölçüde artırmıştır. Talep ayrıca satın alma gücü, asgari ücret artışları ve dezenflasyon süreciyle de yakından ilişkilidir.

Türkiye'de dışarıda yeme penetrasyonu halen görece düşük seviyededir. Dışarıda yeme harcamalarının toplam hane halkı yıllık tüketim harcamaları içindeki payı yaklaşık %2 seviyesinde olup, bu oran Avrupa Birliği ortalaması olan %5'in belirgin şekilde altındadır. Ayrıca pandemi sonrasında hızla büyüyen eve teslimat kanalı, sektörün en önemli büyüme dinamiklerinden biri haline gelmiş olup, TAB Gıda'da toplam fiş hacminin yaklaşık %25'ini ve gelirlerin %31'ini oluşturmaktadır.

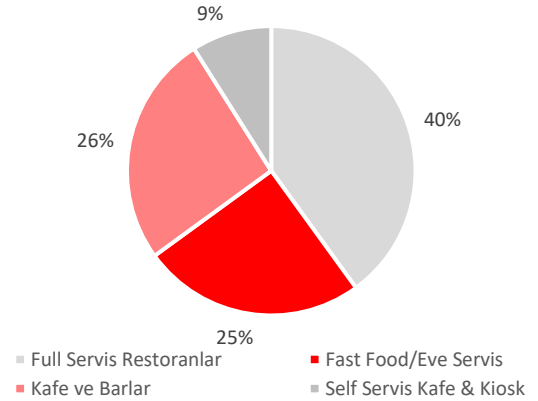
Deloitte'un 2023 raporuna göre, tam servis restoranlar (masaya servis yapan restoranlar) toplam pazarın %40'ını oluştururken, fast food ve paket servis restoranları pazarın yaklaşık %25'ini temsil etmektedir. Hızlı servis restoranları (HSR) segmenti de bu kategori içerisinde yer almakta olup, özellikle kafe ve barların pazar payından alarak zaman içerisinde payını kademeli olarak artırmıştır.

Şekil 10: Restoran Harcamalarının Ürün Grubu Bazında Dağılımı



Kaynak: IPSOS, Ak Yatırım Araştırma, 9A24

Şekil 11: Restoran Harcamalarının Kategori Bazında Dağılımı¹



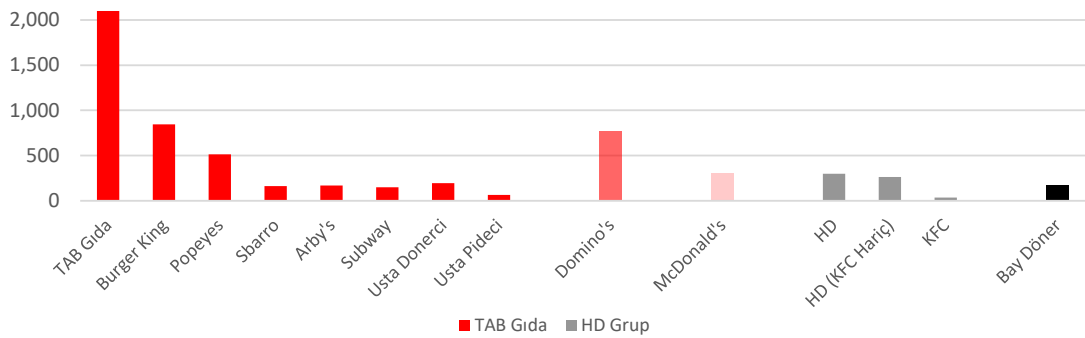
Kaynak: Deloitte, TAB Gıda Halka Arz İzahnamesi, ¹2023 verisi. HSR zincirlerinin hızla yaygınlaşmasıyla birlikte, fast food ve eve teslimat segmentinin toplam pazar içindeki payı 2025 yılı itibarıyla %30'un üzerine çıkmıştır.

HSR segmentinde TAB Gıda, yedi markadan oluşan portföyü ve şirketin hesapladığı segmentte %30 pazar payıyla sektör lideridir. Euromonitor verisi %19 pazar payına işaret etmektedir ve bu veri çiğ köfte zincirlerini içermemektedir. Şirket, 1Y26'da

yaklaşık 2.100 restoran işletmektedir. Diğer önemli oyuncular arasında Domino's (765 restoran) ve McDonald's (306 restoran) yer almaktadır. Döner ve pide segmentinde ise TAB Gıda'nın yerel markaları olan Usta Dönerci ve Usta Pideci, HD Grup (halka açık değil) ile birlikte en geniş restoran ağına sahiptir. Bay Döner (BYDNR, tavsiyemiz bulunmamaktadır, 69 milyon dolar piyasa değeri) ve diğer döner zincirlerinin restoran ağları ise görece daha küçüktür.

KFC, 2025 yılının ilk yarısında Türkiye operasyonlarını durdurmuş ve 2025 yılı boyunca 120'den fazla KFC restoranı TAB Gıda'ya devredilmiştir. TAB Gıda, bu restoranlarda KFC markasını Burger King ve Popeyes ile değiştirerek premium lokasyonları portföyüne katmıştır. Daha sonra KFC markasının sahibi Yum! Brands, 2026 yılının başında kalan KFC restoranlarının franchise haklarını HD Holding'e devretmiştir. Hâlihazırda KFC'nin Türkiye'de 37 restoranı bulunurken, HD Holding restoran ağını yeniden büyütmeyi hedeflemektedir.

Şekil 12: HSR Pazarında Rekabet – Restoran Sayısı^{1,2}



Kaynak: TAB Gıda ve medya kaynakları, ¹TAB Gıda restoran sayısı 1Y26 itibarıyla ²Restaurant 100-300 arasındaki restoran sayısına sahip zincir markalar Kofteci Yusuf, Tavuk Dünyası, Kofteci Ramiz, Bereket Döner, Bursa Kebap Evi, Terra Pizza, Ekrem Coşkun Döner ve Little Ceasars'ı içermektedir.

Tüketicilerin Daha Uygun Fiyatlı Ürünlere Yönelme Eğilimi Devam Ediyor

Sektörün büyüme eğilimini değerlendirmek açısından en anlamlı göstergelerin, hizmet üretim endeksinin gıda alt kalemleri ile alışveriş merkezi ciro verileri olduğunu düşünüyoruz. HSR zincirlerinin restoranlarının %55-60'ının alışveriş merkezlerinde yer aldığı ve Türkiye'deki alışveriş merkezi ağının 2025 yılı itibarıyla 447 AVM ile 14 milyon metrekare kiralanabilir alana ulaştığı dikkate alındığında, AVM verileri sektör açısından önemli bir gösterge niteliğindedir. Buna karşılık, kredi kartı ile yapılan gıda harcamaları ağırlıklı olarak kartlı ödeme kullanımının artmasını yansıtmakta olup, temel talep dinamiklerini tam olarak göstermemektedir.

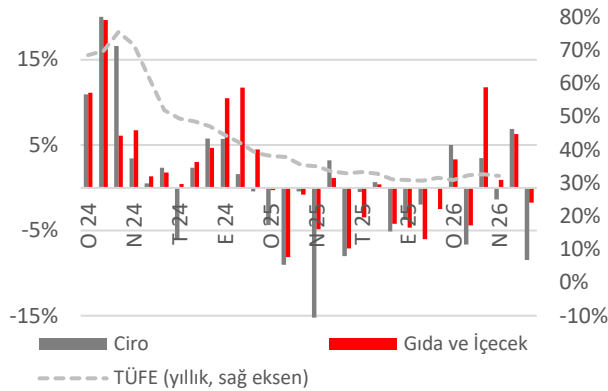
TÜİK'in hizmet üretim endeksinde yer alan yiyecek ve içecek hizmeti faaliyetleri endeksi, 2025 yılında ortalama %7 yıllık reel büyümeye ve 1Y26'da %6,4 ortalama yıllık reel büyümeye işaret etmektedir. Buna karşın, alışveriş merkezi ciro endeksinin yiyecek-içecek (restoran) alt kalemi, TÜFE'den arındırılmış verilere göre 2025 yılında

yıllık bazda daralma göstermiştir. Bununla birlikte, talepte 1Y26'da bu kategori yıllık %3 reel büyüme göstermiştir.

Asgari ücretle çalışanlarının Merkez Bankası'nın 2021 Enflasyon Raporu l'e göre tarım dışı iş gücü içindeki payının %43 ve konaklama ve restoran kanalındaki payının %72 seviyesinde olması nedeniyle, tüketici talebinin asgari ücret artışlarının seyrine oldukça duyarlı olduğunu düşünüyoruz. Haziran 2026 itibarıyla yıllık enflasyon %32 seviyesinde gerçekleşirken, son asgari ücret artışı Ocak 2026'da %30 olarak uygulanmıştır. Ayrıca, Temmuz 2026 itibarıyla asgari ücret, Türk-İş tarafından açıklanan açlık sınırının yaklaşık %24 altında kalmıştır.

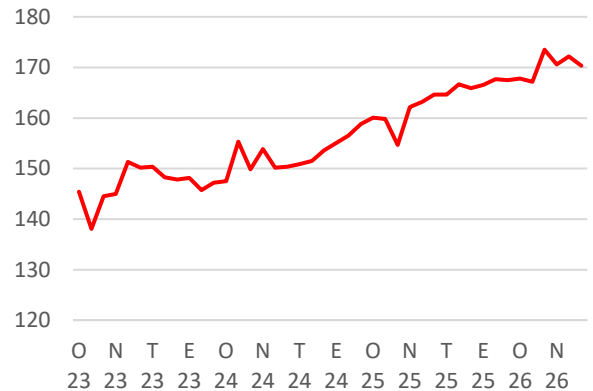
Temmuz 2026'da ara dönem asgari ücret artışı yapılmaması ve yıl sonu enflasyonunun %30 olacağı yönündeki varsayımımız doğrultusunda, 2026 yılında sektörde belirgin bir büyüme ivmelenmesi beklemiyoruz. Buna karşın, tüketimin organize HSR segmentine kaymaya devam etmesinin, bu segmentin genel sektöre kıyasla daha güçlü büyümesini desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz.

Şekil 13: AVM Metrekare Bazında Ciro – TÜFE düzeltilmiş, yıllık



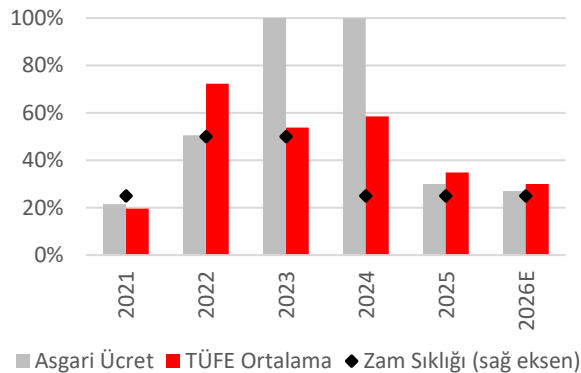
Kaynak: AYD ve Ak Yatırım Araştırma

Şekil 14: Servis Üretim Endeksi- Yiyecek ve İçecek Hizmeti- Yıllık¹



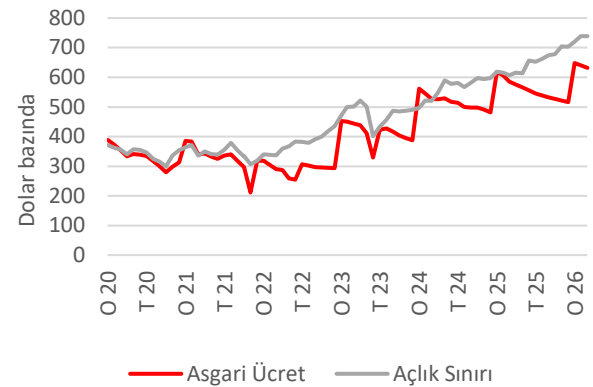
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma, ¹Takvim ve mevsim etkisi arındırılmış.

Şekil 15: Asgari Ücretteki Yıllık Değişim ve TÜFE¹



Kaynak: TÜİK, Türk-İş, csgb.gov, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 16: Asgari Ücret ve Açlık Sınırı



Kaynak: Türk-İş, csgb.gov, Ak Yatırım Araştırma.

TAB Gıda, genel restoran sektörüne kıyasla daha güçlü bir performans sergileyerek 2025 yılında TMS29 sonrası finansallara göre %13,7 reel gelir büyümesi (TMS29 öncesi finansallara göre %54 nominal büyüme) ve 1Y26'da %13 yıllık reel gelir büyümesi kaydetmiştir. Mevcut restoran ağındaki organik büyümeye ek olarak, TAB Gıda rakipleri tarafından işletilen yaklaşık 120 üzeri restoranı portföyüne dahil etmiş ve 2025 yılında restoran sayısını %11 artırmıştır.

TAB Gıda Operasyonlarına Genel Bakış

TAB Gıda, uzun vadeli ana franchise anlaşmaları ve kendi geliştirdiği markalardan oluşan çeşitlendirilmiş yedi restoran markasını işletmektedir. Şirket; Burger King'i Türkiye, KKTC, Gürcistan ve Kuzey Makedonya'da Aralık 2032'ye kadar, Popeyes'i Türkiye ve KKTC'de Aralık 2026'ya kadar, Sbarro'yu Türkiye, Gürcistan ve Kuzey Makedonya'da Aralık 2032'ye kadar, Arby's'i Türkiye'de Aralık 2027'ye kadar ve Subway'i Türkiye'de Aralık 2029'a kadar işletme konusunda münhasır haklara sahiptir. Buna ek olarak, TAB Gıda franchise anlaşmalarına tabi olmayan kendi markaları Usta Dönerci ve Usta Pideci'nin sahibi ve işletmecisidir.

Restoran sayısı baz alındığında TAB Gıda, Sbarro'nun küresel restoran ağına yaklaşık %19'unu, Popeyes'in %13'ünü, Burger King ve Arby's markalarının her birinin yaklaşık %5'ini oluştururken, Subway'in küresel restoran ağındaki payı %1'in altındadır.

Ayrıca, TAB Gıda temmuz ayında Usta Dönerci markasının Çin'de işletilmesine yönelik bir franchise anlaşması imzaladığını duyurmuş olup, halihazırda iki restoran faaliyete geçmiştir. Konseptin tüketiciler tarafından benimsenmesi ve güvenilir bir tedarik zincirinin oluşturulması halinde restoran ağına daha da genişletilmesi planlanmaktadır. TAB Gıda, bu iş birliğinden herhangi bir sermaye yatırımı yapmaksızın royalti geliri elde edecektir.

Şekil 17: Marka Portföyü ve Franchise Anlaşmaları¹

Marka	Marka Sahibi	Restoran Bulunan Ülkeler	İlk Sözleşme Başlangıç	Mevcut Kontrat Süresi	Global Restoran Ağına Pay ¹
Burger King	Restaurant Brands International	Türkiye, KKTC, Gürcistan, Kuzey Makedonya	Türkiye (1994); Gürcistan ve Kuzey Makedonya (2013)	Ara.32	5%
Popeyes	Restaurant Brands International	Türkiye, KKTC	Türkiye (2007); KKTC (2008)	Ara.26	13%
Sbarro	Sbarro	Türkiye, Gürcistan, Kuzey Makedonya	2006	Ara.32	19%
Arby's	Inspire Brands	Türkiye	2010	Ara.27	5%
Subway	Subway	Türkiye	Jul-2022	Ara.29	<1%
Usta Dönerci	TAB Gıda	Türkiye	2013	—	—
Usta Pideci	TAB Gıda	Türkiye	2019	—	—

Kaynak: Şirketler ve Ak Yatırım Araştırma, ¹Küresel restoran ağı içindeki pay, TAB Gıda tarafından işletilen restoran sayısının ilgili markanın dünya genelindeki toplam restoran sayısına oranı baz alınarak hesaplanmıştır.

2026 yılının ilk yarısı itibarıyla mevcut restoran portföyünün %56'sı TAB Gıda tarafından işletilen restoranlardan, kalan %44'ü ise franchise restoranlardan

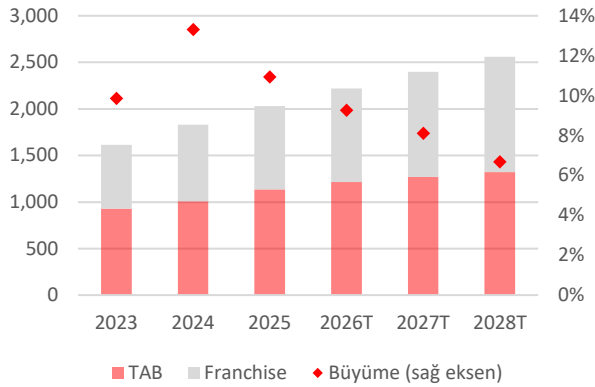
oluşmaktadır. Franchise restoranların toplam portföy içindeki payı 2020 yılındaki %26 seviyesinden yükselmiştir. TMS29'a göre düzeltilmiş finansallarda ise franchise restoranlar sistem genelindeki satışların %39'unu oluşturmuştur.

2025 yılı itibarıyla Burger King ve Popeyes, toplam restoran portföyünün sırasıyla %40 ve %25'ini oluşturmaktadır. Sbarro ve Arby's markalarının her biri %8 paya sahipken, Subway %7, Usta Dönerci %9 ve Usta Pideci ise %3 paya sahiptir.

Farklı ürün kategorilerindeki avantajlı menü fiyatları %5-10 bandında birbirine yakın olsa da, Burger King ve Popeyes restoranlarındaki müşteri trafiği portföydeki diğer markalara kıyasla daha yüksektir. Bu durum restoran başına daha yüksek fiş hacmi yaratmaktadır. Bu nedenle, Burger King ve Popeyes markalarının toplam restoran portföyündeki %65'lik paylarının işaret ettiğinden daha yüksek bir gelir katkısı sağladığını tahmin ediyoruz. Ayrıca, yüksek marka bilinirliğinin desteğiyle Burger King için franchise restoran açılışlarına yönelik talebin güçlü seyrini koruduğunu gözlemliyoruz.

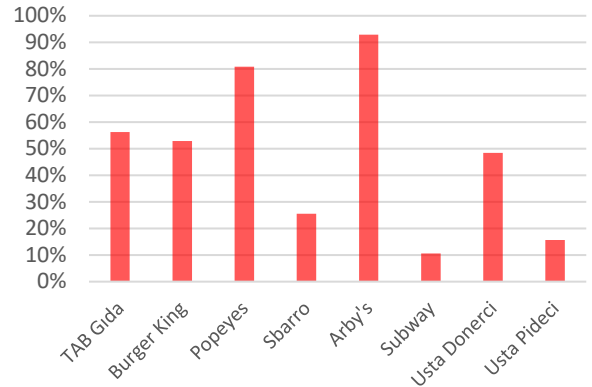
Öte yandan, 2025 yılında rakip bir oyuncunun operasyonlarını küçültmesi sonrasında portföye eklenen Popeyes restoranlarının büyük bölümü TAB Gıda tarafından işletilen restoranlardan oluşmaktadır. Organize HSR segmentinin toplam restoran sektörü içerisindeki penetrasyonunun halen düşük seviyede olması, tüm markalarda hem franchise hem de şirket tarafından işletilen restoranlar açısından önemli büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Şekil 18: Restoran Sayıları



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 19: TAB Gıda'nın İşlettiği Restoran Oranı (1Y26)



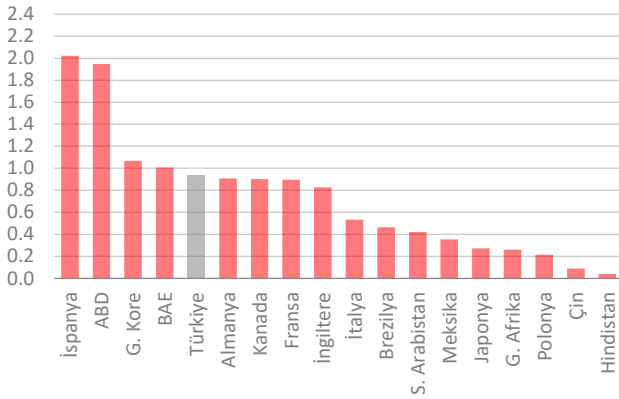
Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

TAB Gıda, restoran ağını genişletmesinin yanı sıra dijitalleşme yatırımları ve hızla büyüyen eve teslimat kanalından da önemli ölçüde faydalanmıştır. Eve teslimatın toplam gelirler içindeki payı 1Y26'da %31'e ulaşmıştır. Eve teslimat kanalı, daha yüksek fiyatlama imkânı sağlayarak büyümeyi desteklerken marjlar üzerinde seyrelemeye neden olmamıştır.

Self-servis sipariş kiosklarının sayısı 1Y26'da 3.218'e ulaşmıştır. Ayrıca TAB Gıda, 13 milyon aboneye sahip TıklaGelsin'i ana müşteri ilişkileri yönetimi (CRM) platformu

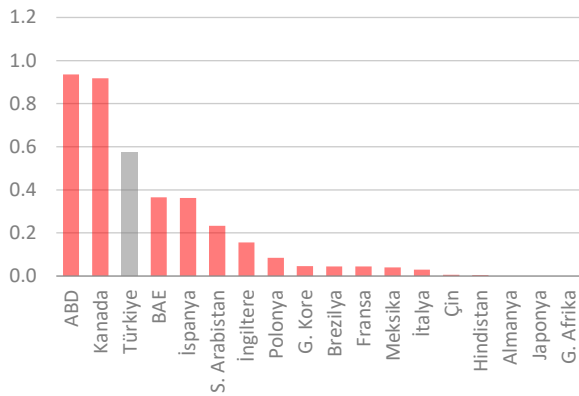
olarak konumlandırmış olup, farklı tüketici segmentlerine yönelik aktif kampanya yönetimi ve kişiselleştirilmiş teklifler sunmayı hedeflemektedir. Burger King markasında tek başına 64 farklı menü kombinasyonu sunulması, şirketin farklı müşteri tercihlerine uygun kampanyalar geliştirmesine olanak sağlamaktadır.

Şekil 20: Burger King 100bin Nüfusa Düşen Restoran Sayısı



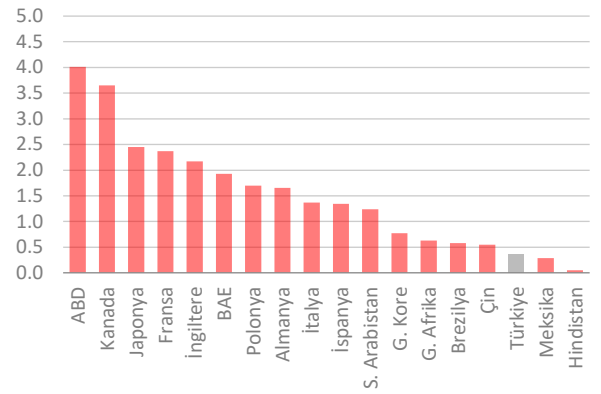
Kaynak: Şirket Verileri, Dünya Bankası, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 22: Popeyes 100bin Nüfusa Düşen Restoran Sayısı



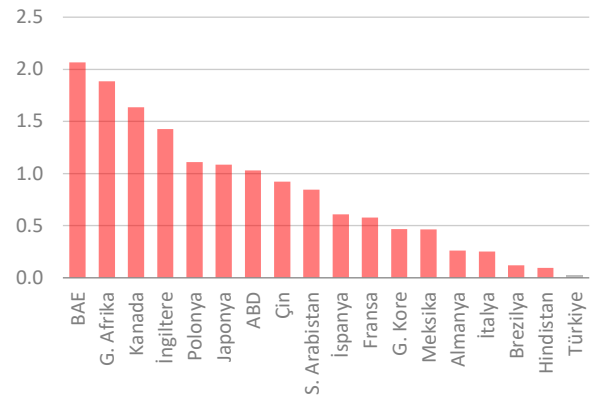
Kaynak: Şirket Verileri, Dünya Bankası, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 21: McDonalds 100bin Nüfusa Düşen Restoran Sayısı



Kaynak: Şirket Verileri, Dünya Bankası, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 23: KFC 100bin Nüfusa Düşen Restoran Sayısı



Kaynak: Şirket Verileri, Dünya Bankası, Ak Yatırım Araştırma.

Franchise Yapısı

Şirket, önümüzdeki 3-4 yıl içinde şirket tarafından işletilen restoranlar ile franchise restoranlar arasında %50-%50 dağılıma ulaşmayı hedeflemeye devam etmektedir. Bu hedef doğrultusunda TAB Gıda, yalnızca Burger King ve Popeyes markalarını büyütmeyi değil, aynı zamanda diğer markalarında da yıllık restoran açılışlarını artırarak marka penetrasyonunu güçlendirmeyi amaçlamaktadır.

TAB Gıda iki farklı franchise modeli uygulamaktadır. Her iki modelde de şirket, restoranın ticari koşullarına ve lokasyonuna bağlı olarak KDV hariç net satışlar üzerinden aylık %13 ile %35 arasında değişen oranlarda royalti geliri elde etmektedir.

Franchise Model I, franchise yatırımcısının restoran yatırımını üstlendiği geleneksel franchise modelidir. Buna karşılık, 2022 yılında uygulamaya alınan ve ağırlıklı olarak Subway ve Sbarro gibi küçük formatlı restoranlarda kullanılan Franchise Model II kapsamında restoran yatırımı TAB Gıda tarafından yapılmakta, ekipman ve kira sözleşmesinin mülkiyeti şirkette kalmakta ve franchise yatırımcısından sisteme giriş ücreti, royalty ve ekipman kira bedeli tahsil edilmektedir.

Franchise ağı içerisinde Franchise Model I ve Franchise Model II'nin payı sırasıyla yaklaşık %70 ve %30 seviyesindedir.

Şekil 24: Franchise Modeli

Özellik	Franchise Modeli I	Franchise Modeli II (2022'den itibaren)
Yatırım	Franchise alan tarafından finanse edilir.	Tamamı TAB Gıda tarafından finanse edilir.
Ekipman ve demirbaşların mülkiyeti	Franchise alana aittir.	TAB Gıda'da kalır.
Uygulanabildiği markalar	Tüm markalar	Usta Dönerci, Usta Pideci, Subway, Sbarro
Hedef franchise profili	Standart franchise modeli.	Ağırlıklı olarak deneyimli restoran işletmecileri için tasarlanmıştır.
Franchise alanın üstlendiği maliyetler	Restoranla ilgili tüm maliyetler	Personel, hammadde, yardımcı malzemeler, enerji ve ilgili diğer işletme giderleri
TAB Gıda'nın üstlendiği maliyetler	Pazarlama ve royalty	Pazarlama, royalty ve kira
Franchise ağı içindeki payı	70%	30%
Royalty oranı	Düşük ila orta onlu seviyelerde (%10'lu oranlar)	%20–35

Kaynak: TAB Gıda ve Ak Yatırım Araştırma

TAB Gıda iki farklı gelir göstergesi raporlamaktadır: (i) şirket tarafından işletilen restoranlar ile franchise restoranların toplam satışlarını kapsayan sistem genelindeki satışlar (system-wide sales) ve (ii) TFRS gelirleri. TFRS gelirleri; şirket tarafından işletilen restoranların satış gelirlerinden (toplam gelirin %89'u), franchise restoranlardan elde edilen royalty gelirlerinden (toplam gelirin %10'u; TMS29 öncesi sistem genelindeki franchise satışların %17'si ve TMS29 sonrası sistem genelindeki franchise satışların %21'i) ile Franchise Model II kapsamında başlangıçta TAB Gıda tarafından ödenen ve daha sonra franchise yatırımcılarına yansıtılan kira giderlerinden oluşmaktadır.

Dikey Entegrasyon TAB Gıda'nın Rekabet Avantajını Destekliyor

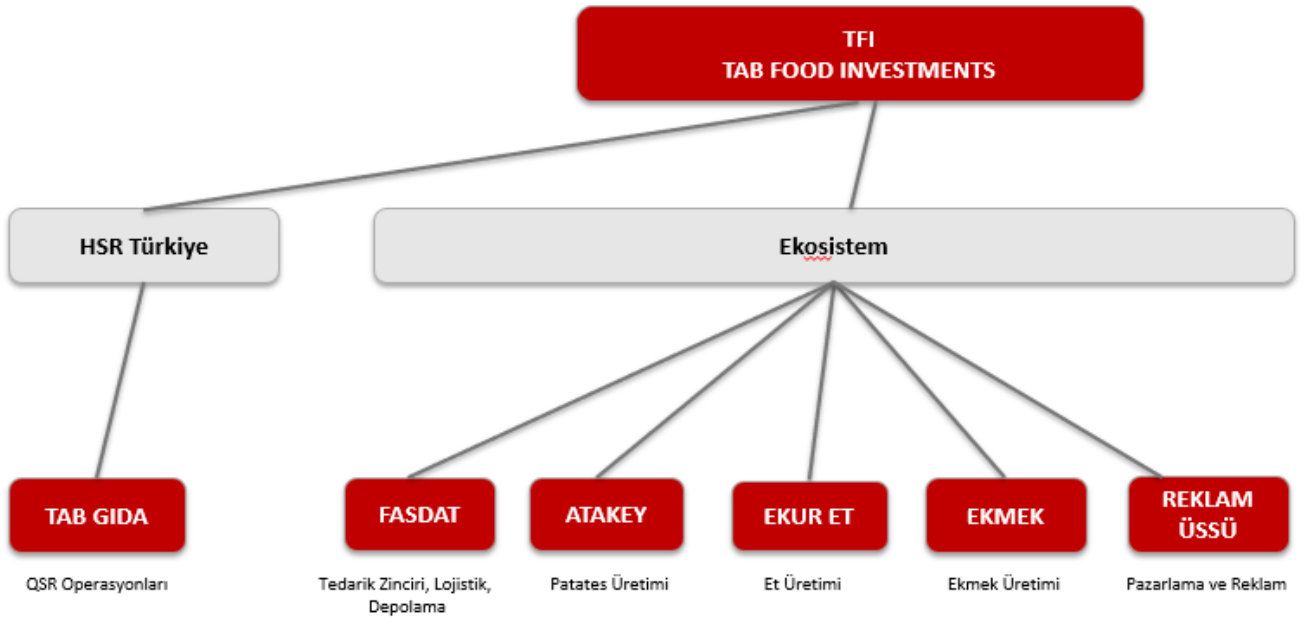
TAB Gıda'nın en önemli rekabet avantajlarından biri dikey entegre ekosistemidir. Şirket, temel girdilerinin yarısından fazlasını grup şirketleri aracılığıyla temin ederek tedarik güvenliğini ve ürün kalitesinde istikrarı sağlamaktadır. İlişkili taraf işlemleri 1Y26'da gelirlerin %23'ünü, toplam maliyetin %55'ini ve ticari borçların %68'ini oluşturmuştur. Ayrıca, hammadde maliyetleri 1Y26'da toplam maliyetlerin %40'ına karşılık gelirken, maliyet artışları büyük ölçüde işlenmiş gıda enflasyonunu takip etmiştir. Grup şirketlerinden biri halka açık bir şirket olup, bir diğeri ise kurumsal tahvil

ihraç etmiştir. Bu durum şeffaflığı artırmakta ve transfer fiyatlandırmasına ilişkin olası endişeleri azaltmaktadır.

Ekosistem; patates üretimini (Atakey, ATAKP TI, satışlarının %86'sını TAB Gıda'ya gerçekleştirmektedir), ekmeğ üretimini (Ekmeğ Unlu Gıda), kırmızı et işleme faaliyetlerini (Ekur Et), lojistik ve depolamayı (Fasdat), pazarlama hizmetlerini (Reklam Üssü) kapsamaktadır. Ayrıca eve teslimat operasyonlarını Ata Holding grup şirketi Ata Express/Fiyuu yapmaktadır. Tavuk, içecekler, soslar ve ambalaj ürünleri ise dış tedarikçilerden temin edilmektedir. Bununla birlikte grup, yerel bir üreticiyle yaptığı uzun vadeli iş birliği kapsamında yatırım taahhütleri ve alım garantileri sağlayarak tavuk tedarikini güvence altına almıştır.

Eve teslimat tarafında siparişler ve ödemeler çevrim içi platformlar üzerinden gerçekleştirilirken, teslimatların yaklaşık %80'i Ata Express tarafından yapılmaktadır. Platform komisyonları ve teslimat ücretleri ayrıca tahsil edilmektedir. Diğer grup şirketleri de operasyonel destek sağlamaktadır. MES Mutfak restoran ekipmanlarının tedariki ve bakımından sorumluyken, Ekur İnşaat inşaat hizmetlerini yürütmektedir.

Şekil 25: TAB Gıda Ekosistemi



Kaynak: TAB Gıda ve Ak Yatırım Araştırma

Ortaklık Yapısı

TAB Gıda, Ekim 2023'te halka arzını tamamlamış, bu işlem sonucunda halka açıklık oranı %20'ye ulaşırken TFI TAB Gıda'nın şirketteki payı %80'e gerilemiştir. Haziran 2026'da şirketin yaptığı açıklamaya göre, TFI TAB Gıda'nın yönetimi ve finansal yatırımcılarının elinde bulunan B Grubu paylar (borsada işlem görmeyen ancak oy hakkı imtiyazı taşımayan paylar), TAB Gıda payları ile değiştirilmiş ve böylece şirketin halka açıklık oranı %32,64'e yükselmiştir.

Pay değişiminin ardından, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) 25 Haziran'da sahip olduğu %3,52 oranındaki payın tamamını satmıştır. İşlemin büyüklüğü 43 milyon dolar olup, hisse satışı önceki kapanış fiyatı olan 218 TL'ye göre %8 iskontolu gerçekleştirilmiştir. ELQ Investors III ise 1 Temmuz'da sahip olduğu %5,63 oranındaki payın tamamını satmıştır. İşlem büyüklüğü 66 milyon dolar olup, satış önceki kapanış fiyatı olan 208 TL'ye göre %8 iskontolu gerçekleşmiştir. Finansal yatırımcıların çıkış sürecinin büyük ölçüde tamamlanmış olması nedeniyle, hisse üzerindeki potansiyel arz baskısı riskinin önemli ölçüde azaldığını düşünürüz.

Riskler

Ürün kalitesi ve itibar riski: TAB Gıda'nın faaliyetleri, gıda güvenliği, hijyen ve kalite standartlarının korunmasına büyük ölçüde bağlıdır. Restoranlarda veya tedarik zincirinde yaşanabilecek herhangi bir gıda güvenliği sorunu, operasyonları olumsuz etkileyebilir ve hukuki yükümlülöklere yol açabilir. Gıda güvenliği olayları, olumsuz medya veya sosyal medya paylaşımları, şirket tarafından işletilen veya franchise restoranlardaki müşteri memnuniyetsizliği ya da çalışanlar ve tedarikçilerle ilgili etik ihlaller, şirketin itibarına zarar verebilir.

Franchise anlaşması riski: TAB Gıda'nın iş modeli, önde gelen uluslararası restoran markalarıyla imzalanan uzun vadeli ana franchise anlaşmalarına dayanmaktadır. Bu anlaşmaların yenilenmemesi, erken sona erdirilmesi veya franchise veren şirketler tarafından sözleşme koşullarının değiştirilmesi, önemli markaların işletme haklarının kaybedilmesine veya daha yüksek royalti ödemelerine neden olabilir. Ayrıca, franchise yatırımcılarının finansal zorluk yaşaması, restoran kapanışları veya franchise büyümesinin beklenenden yavaş gerçekleşmesi, sistem genelindeki satış büyümesini ve royalti gelirlerini olumsuz etkileyebilir.

Makroekonomik riskler: Pandemiler veya kamu otoriteleri tarafından uygulanabilecek kısıtlamalar nedeniyle restoranların geçici olarak kapanması ya da çalışma saatlerinin sınırlandırılması TAB Gıda'nın faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. Ayrıca, yüksek enflasyon veya olumsuz ekonomik koşullar nedeniyle tüketicilerin satın alma gücünün zayıflaması, müşteri trafiğini ve harcamalarını azaltabilir. Şirket bu riskleri eve teslimat hizmetleri ve uygun fiyatlı ürün seçenekleriyle kısmen dengeleyebilse de talepte uzun süreli zayıflık gelir büyümesi ve kârlılık üzerinde baskı yaratabilir.

Sağlıklı beslenme eğilimindeki artış: GLP-1 bazlı kilo verme tedavilerinin yaygınlaşması ve tüketicilerin daha sağlıklı beslenmeye yönelmesi, hızlı servis restoran sektörü açısından orta vadede talep riski oluşturabilir. Bu eğilim, tüketim sıklığının ve porsiyon büyüklüklerinin azalmasına neden olabilir. Bununla birlikte, Türkiye'de tüketiciler açısından yeterli ve protein ağırlıklı beslenme, kalori azaltımına kıyasla halen daha öncelikli konumdadır.

Maliyet kaynaklı riskler: Özellikle alışveriş merkezleri ve yüksek yaya trafiğine sahip caddelerde kira sözleşmelerinin yenilenmesi sırasında kira giderleri artabilir. Ayrıca, bazı mülk sahiplerinin kira sözleşmelerini yenilememesi de operasyonları olumsuz

etkileyebilir. İş gücü arzındaki yetersizlik, yüksek personel devir hızı, ücret enflasyonu veya nitelikli çalışan bulmadaki zorluklar faaliyet giderlerini artırabilir ve hizmet kalitesini olumsuz etkileyebilir.

Bilgi teknolojileri ve siber güvenlik riski: Sistem arızaları, siber saldırılar, veri ihlalleri veya bilgi teknolojileri altyapısında yaşanabilecek kesintiler restoran operasyonlarını aksatabilir ve sipariş süreçlerinin kesintiye uğramasına neden olabilir.

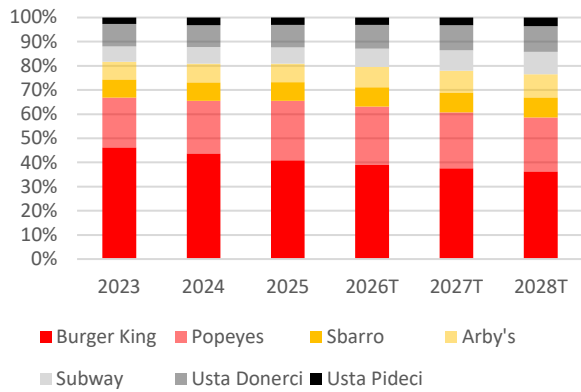
Finansallar ve Tahminler

Baz etkisi nedeniyle 1Y26'da gelir büyümesinin yavaşlaması bekleniyor

TAB Gıda, Subway markasını portföyüne eklemesinin ardından 2022-2025 döneminde restoran sayısını yıllık bileşik %11 artırmıştır. Bu büyüme, franchise restoran sayısındaki yıllık bileşik %19 artıştan kaynaklanırken, şirket tarafından işletilen restoran sayısı yıllık bileşik %7 büyümüştür.

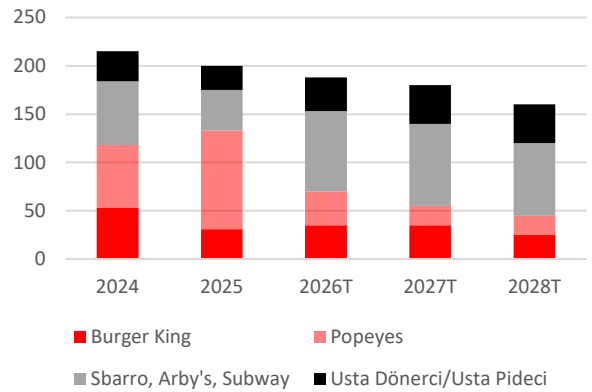
Aynı dönemde markalar bazında en güçlü büyüme, 2025 yılından itibaren rakiplerden devralınan restoranların katkısıyla yıllık bileşik %21 büyüme kaydeden Popeyes'ta gerçekleşmiştir. Güçlü büyüme sergileyen diğer markalar ise Arby's (%18 yıllık bileşik büyüme), Usta Pideci (%18), Sbarro (%12) ve Usta Dönerci (%8) olmuştur. Buna karşılık Burger King'in restoran sayısı yıllık bileşik %5 büyümüştür. Bu daha sınırlı büyüme, Burger King'in Türkiye'de diğer markalara kıyasla zaten yüksek pazar penetrasyonuna sahip olmasını ve şirketin tüm marka portföyünü dengeli şekilde büyütme stratejisini yansıtmaktadır. Bu doğrultuda, TAB Gıda 2023-2025 döneminde yıllık ortalama 202 net restoran açılışı gerçekleştirmiştir.

Şekil 26: Marka Bazında Restoran Dağılımı



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 27: Net Restoran Açılış Sayısı



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

2026 yılında 188 net restoran açılışı öngörüyoruz (2026 yılının ilk yarısı: 78, Temmuz ayı: 30). Bu, yıllık %9,3 büyümeye işaret etmekte olup, yönetimin yaklaşık %10'luk büyüme beklentisinin hafif altında kalmaktadır. 2027 ve 2028 yılları için ise restoran sayısında sırasıyla %8 ve %7 büyüme öngörüyoruz; franchise restoranların şirket tarafından işletilen restoranlardan daha hızlı büyümeye devam edeceğini varsayıyoruz. Bunun sonucunda, şirket tarafından işletilen restoranlar ile franchise restoranların dağılımının 2030 yılına kadar kademeli olarak yaklaşık %50-%50 seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Çeyreklik bazda bakıldığında, restoran sayısındaki artış özellikle Popeyes markasında 2025 yılının ikinci ve dördüncü çeyreklerinde hızlanmıştır. Bu durum, fiş hacmindeki büyümenin restoran sayısındaki artışın belirgin şekilde üzerine çıkmasına yol açmıştır. Bunun temel nedeninin, penetrasyonu daha yüksek markalarda restoran başına fiş

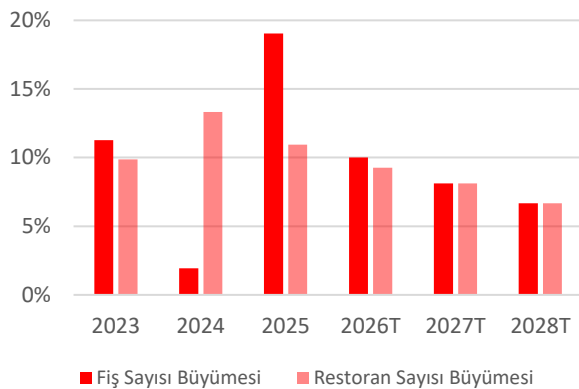
hacminin daha yüksek olması ve premium, yüksek müşteri trafiğine sahip lokasyonların portföye eklenmesi olduğunu düşünüyoruz. Ancak 2026 yılının ikinci çeyreği itibarıyla fiş hacmindeki yıllık büyüme, restoran sayısındaki büyümeyle paralel hale gelmiştir.

Buna ek olarak, şirketin değer odaklı ürünler ile ana ürün grubundan oluşan dengeli ürün portföyünü koruması, yoğun olmayan saatlerde içecek seçeneklerini (matcha, salep ve kahve dahil) genişletmesi, eve teslimat gelirlerinin toplam gelirler içindeki payını 2025 yılının ilk çeyreğindeki %28'den 2026 yılının ikinci çeyreğinde %31'e yükseltmesi ve Usta Dönerci ile Subway'de bowl gibi yeni menü ürünlerini sunması müşteri trafiğinin artmasını destekleyen başlıca unsurlar olmuştur.

HSR segmentinde tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelme eğilimi devam etmesine rağmen, ürün inovasyonu ve dijitalleşme yatırımları sayesinde TAB Gıda 1Y26'da fiş hacminde yıllık %12 büyüme kaydetmiştir. 1Y26'da büyümenin normalleşeceğini varsayarak, 2026 yılı için fiş sayısında %10 büyüme, 2027 yılından itibaren ise restoran sayısındaki büyümeyle paralel bir artış öngörüyoruz.

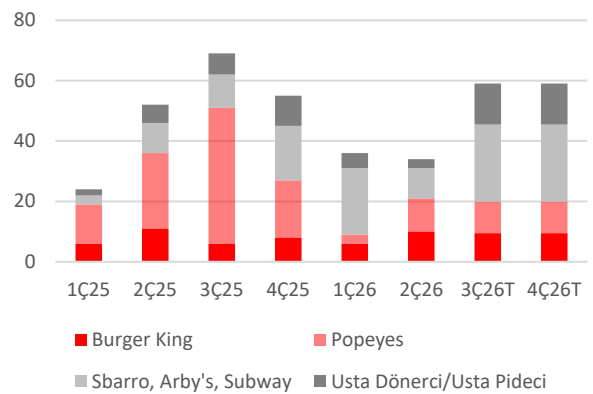
Self-servis sipariş kiosklarının hızla yaygınlaştırılması da fiş hacmindeki büyümeyi desteklemiştir. Kioskların gelirler içindeki payı, 2Ç25'teki %14 seviyesinden 2Ç26'da %20'ye yükselmiştir. Hâlihazırda Burger King, Popeyes ve Arby's restoranlarının %65'inde self-servis sipariş kioskuları bulunmaktadır. Bu uygulama, bekleme sürelerini azaltmış, iş gücü verimliliğini artırmış ve daha etkin çapraz satış uygulamaları sayesinde ortalama fiş tutarını ilgili restoranlarda yaklaşık %20 yükseltmiştir. Sistem ayrıca kişiselleştirilmiş kampanyalar aracılığıyla müşteri verilerinin daha etkin kullanılmasına da imkân sağlamıştır. Eve teslimat ve tıkla-al (click-and-collect) siparişleriyle birlikte dijital kanalların toplam gelirler içindeki payı 1Y26'da %56'ya ulaşmıştır.

Şekil 28: Restoran ve Fiş Sayısındaki Yıllık Büyüme



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 29: Çeyreklik Net Restoran Açılışları



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

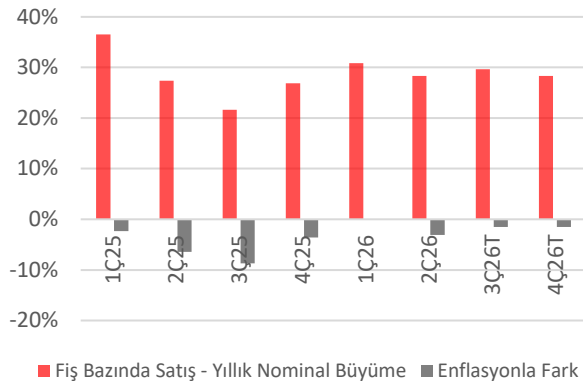
Nominal bazda, TMS29 öncesi finansallara göre fiş başına satış büyümesi 2025 yılında enflasyonun altında kalmıştır. Bunu iki temel faktöre bağlıyoruz: (i) tüketicilerin satın

alma gücündeki zayıflamaya bağlı olarak satış karmasının daha uygun fiyatlı menü seçeneklerine kayması, (ii) çift hamburger kampanyası gibi promosyon uygulamaları.

Bu eğilim 2026 yılının ilk yarısında da devam etmiş olmakla birlikte, fiş başına satışlar üzerindeki olumsuz etki daha sınırlı hale gelmiştir. Ara dönem asgari ücret artışı yapılmadığı ve işlenmiş gıda enflasyonunun dirençli kalmaya devam edeceği varsayımımız doğrultusunda, 2026 yılının ikinci yarısında fiş başına satışlarda hafif yıllık reel daralma öngörüyoruz.

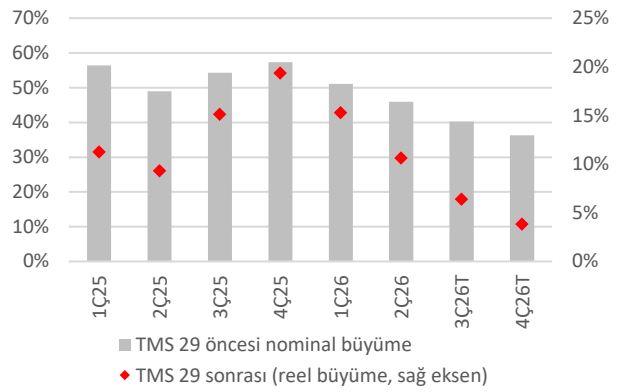
Genel olarak, restoran ağındaki genişleme, fiş hacmindeki artış ve fiş başına satışlardaki yükselişin desteğiyle, TMS29 öncesi finansallara göre 2026 yılında %43 nominal gelir büyümesi tahmin ediyoruz. Bunun TMS29 sonrası finansallara göre %9 reel gelir büyümesine karşılık geleceğini öngörüyoruz. 2027 ve 2028 yılları için ise sırasıyla %7 ve %6 reel gelir büyümesi tahmin ediyoruz.

Şekil 30: Fiş Bazında Satış (TRY) büyümesi ve TÜFE



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 31: Ciro Büyümesi- Yıllık



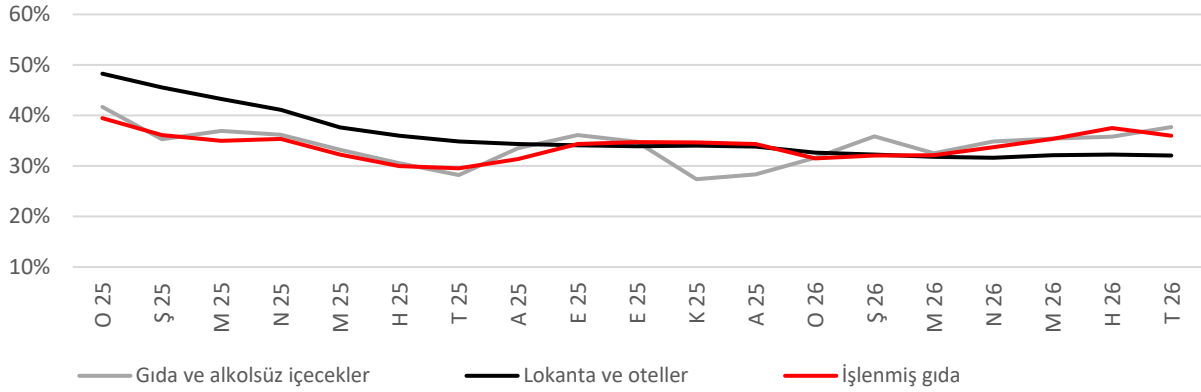
Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Verimlilik Artışlarıyla Maliyet Enflasyonu Dengeleniyor

Entegre tedarik zinciri ve satın alma ölçeğinin sağladığı avantaj sayesinde şirket, 2023 ve 2024 yıllarında FAVÖK marjını %20'nin üzerinde tutmayı başarmıştır. 2025 yılında FAVÖK marjındaki yıllık 100 baz puanlık gerileme (TM29 dahil) ise ağırlıklı olarak yüksek enflasyon ve zayıflayan tüketici alım gücü nedeniyle ürün karmasının değer odaklı ürünlere kaymasından kaynaklanmıştır. Küresel gıda maliyetlerindeki baskılar nedeniyle işlenmiş gıda enflasyonu 2026 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yüksek seyrini koruması sebebiyle (Şekil 32), TAB Gıda hammadde maliyetlerinin satışlara oranında 1Y26'da yıllık artış görmüştür.

Personel giderlerinin satışlara oranı, 1Ç26'daki yıllık asgari ücret artışına bağlı mevsimsel etki ve yeni restoranların konsolidasyona dahil edilmesi nedeniyle 1Y26'da yıllık bazda yükselmiştir. Buna karşın, kira giderlerinin satışlara oranındaki düşüş, işçilik ve hammadde maliyetlerinden kaynaklanan daha yüksek maliyet baskısını dengelemiştir. Ayrıca, 2Ç25 itibarıyla TMS29 öncesi ve TMS29 sonrası FAVÖK marjları sırasıyla %22,1 ve %22,5 ile büyük ölçüde yatay seyretilmiştir.

Şekil 32: Mevsimsel Etkilerden Arındırılmış TÜFE Alt Segmentleri – Yıllık Değişim



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

2025 ve 2026 yıllarında ara dönem asgari ücret artışı yapılmaması ve 2Ç25'ten bu yana rakiplerden devralınan restoranlardaki personel maliyetlerinin normalleşmesi sayesinde, personel giderlerinin 2Y26'da marjlar üzerinde önemli bir baskı oluşturmasını beklemiyoruz. Bu nedenle, şirket yönetiminin 2026 yılı için öngördüğü genel olarak yatay FAVÖK marjı beklentisinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

Buna ek olarak, küresel benzer şirketlerinden farklı olarak TAB Gıda, paket servis operasyonlarının marjları olumsuz etkilemediğini belirtmektedir. Bunun temel nedeni, paket servis siparişlerindeki ortalama satış fiyatının restoran içi satışlara göre daha yüksek olmasıdır (hesaplamalarımıza göre yaklaşık %30 daha yüksek) ve bu fiyat farkının teslimat maliyetlerini telafi etmesidir.

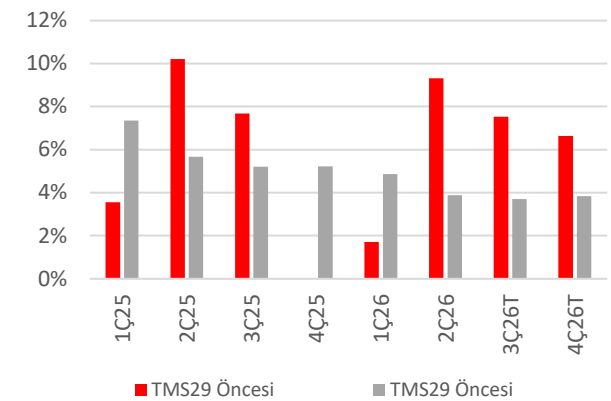
2027 yılına ilişkin baz senaryomuz, Ocak ayında %20'li yüksek ila %30'lu düşük seviyelerde bir asgari ücret artışı ve yıl içinde ara dönem ücret artışı yapılmaması varsayımına dayanmaktadır. Ayrıca kira giderlerinin de enflasyona paralel artmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, hem 2Y26'da hem de 2027 yılı boyunca FAVÖK marjlarının genel olarak yatay seyredeceğini öngörüyoruz.

Şekil 33: Maliyet/Satış ve FAVÖK Marjı



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 34: Net Marj TMS29 Öncesi ve Sonrası



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

TAB Gıda'nın TMS29 öncesi ve TMS29 sonrası finansallarında FAVÖK marjı büyük ölçüde benzer seviyelerde gerçekleşmiştir. Bunun temel nedeni, stokların yıllık satışların yalnızca yaklaşık %1'ini oluşturması nedeniyle enflasyon muhasebesinin satışların maliyeti üzerinde sınırlı bir etki yaratmasıdır. Buna karşın, 2025 yılında net kâr marjları arasında yaklaşık 670 baz puanlık fark oluşmuştur. Bu farkın temel nedeni, TMS29 kapsamında maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar ve kullanım hakkı varlıklarının enflasyona göre yeniden değerlendirilmesi sonucunda amortisman ve itfa giderlerinin artmasıdır. Buna bağlı olarak, TMS29 öncesi finansallarda vergi öncesi kâr daha yüksek gerçekleşirken, TMS29 sonrası finansallarda vergi gideri ve efektif vergi oranı daha yüksek olmaktadır.

2024 ve 2025 yıllarında TAB Gıda, TMS29 sonrası finansallara göre ortalama %20,9, TMS29 öncesi finansallara göre ise ortalama %20,6 FAVÖK marjı elde etmiştir. Aynı dönemde ortalama net kâr marjı TMS29 sonrası finansallarda %5,7, TMS29 öncesi finansallarda ise %13,5 olarak gerçekleşmiştir. Dijitalleşme yatırımlarının devam etmesi ve son iki yılda açılan restoranların olgunlaşmasının katkısıyla, her iki raporlama metodolojisi altında da yaklaşık %20 üstü FAVÖK marjının sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz.

Şekil 35: TMS29 öncesi ve sonrası finansallar¹

TMS29 Sonrası	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	19,988	32,009	47,637	67,405	91,942	121,761
Büyüme - Yıllık	99%	60%	49%	41%	36%	32%
Büyüme - Reel	20.3%	10.9%	13.7%	8.9%	7.4%	6.0%
FAVÖK	4,233	6,865	9,723	13,785	18,821	25,077
Net Kar	2,458	1,912	2,628	4,290	5,827	8,112
FAVÖK Marjı	21.2%	21.4%	20.4%	20.5%	20.5%	20.6%
Net Marj	12.3%	6.0%	5.5%	6.4%	6.3%	6.7%
TMS29 Öncesi	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	16,887	27,806	42,859	61,257	84,400	112,335
Büyüme - Yıllık	96%	65%	54%	43%	38%	33%
Net Satış/Sistem Geneli Satışları	67%	68%	69%	69%	69%	68%
Sistem Geneli Satışları	25,136	41,147	62,459	88,522	122,497	164,233
Restaurant	96%	65%	54%	43%	38%	33%
Fiş Sayısı (Milyon)	204	208	247	272	294	314
Büyüme	11%	2%	19%	10%	8%	7%
Fiş Bazında Satış (TL)	123	198	253	326	417	524
Büyüme	85%	61%	28%	29%	28%	26%
FAVÖK	3,606	5,874	8,581	12,437	17,166	23,129
Net Kar	2,271	4,086	5,244	6,738	10,128	13,817
FAVÖK Marjı	21.4%	21.1%	20.0%	20.3%	20.3%	20.6%
Net Marj	13.4%	14.7%	12.2%	11.0%	12.0%	12.3%
TÜFE Yılsonu	65.1%	44.4%	30.9%	30.0%	27.0%	25.0%
USD/TL Yılsonu	29.44	35.22	42.86	51.75	62.58	76.33
USD/TL Ortalama	23.69	32.78	39.43	46.80	57.01	69.94

Kaynak: Rasyonet ve Ak Yatırım Araştırma, ¹TMS29 sonrası tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir

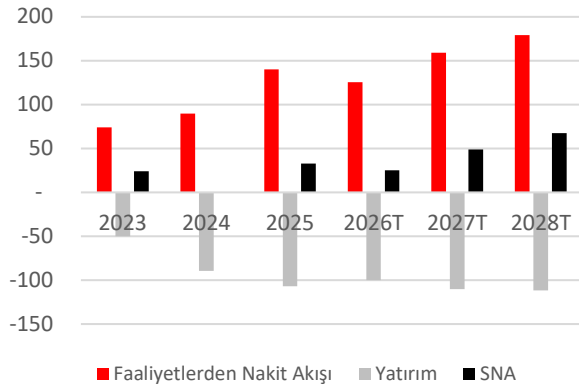
TAB Gıda'nın TMS29 öncesi ortalama net kâr marjı, halka arzdan elde edilen gelirler ve yüksek yatırım dönemine rağmen istikrarlı serbest nakit akışı üretiminin desteğiyle 2023-2025 döneminde %13,5'e yükselmiştir. 2026 yılının ilk yarısı itibarıyla şirket, net nakit pozisyonunu yıllık %20 artırarak 215 milyon dolara çıkarmış ve 2025 yılı net kârının %50'sini temettü olarak dağıtmıştır.

2027 yılından itibaren yatırım harcamalarının normalleşmesi serbest nakit akışı üretimini destekleyecek

Gelecek dönemde, yeni restoran açılışlarının daha büyük bölümünün şirket yerine franchise yatırımcıları tarafından gerçekleştirilmesi ve dijitalleşme yatırımlarının önemli ölçüde tamamlanacak olması nedeniyle, yatırım harcamalarının satışlara oranının kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Bunun serbest nakit akışı verimini daha da artıracığını ve görüşümüze göre temettü dağıtım oranının 2028 tahminlerimizden itibaren yaklaşık %70 seviyesine yükselmesine olanak sağlayacağını düşünüyoruz.

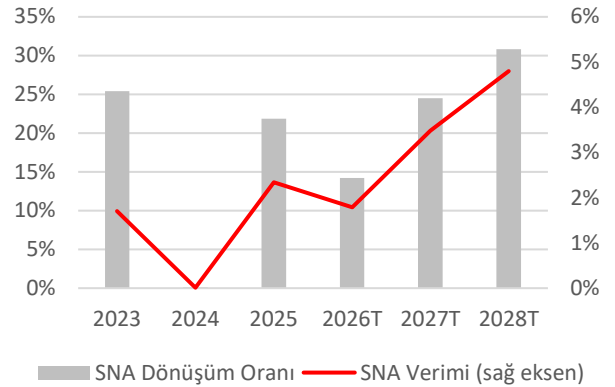
Negatif 6 günlük nakit dönüşüm döngüsü öngörüyoruz. Bu tahminimiz, şirketin merkezi satın alma modelinin sağladığı avantajların devam etmesini ve sınırlı döviz kuru riskini yansıtmaktadır. Alacak tahsil süresi (DSO), kredi kartı alacaklarının faktoring yoluyla nakde çevrilmesinin desteğiyle 19 gün seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, franchise işletmecilerinden elde edilen royalti gelirleri aylık olarak tahsil edilmektedir.

Şekil 36: SNA (Milyon Dolar)



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 37: SNA Dönüşüm Oranı ve SNA verimi



Kaynak: TAB Gıda, Ak Yatırım Araştırma

TAB GIDA – 2Ç26 Beklentileri

TAB Gıda, TMS29 sonrası finansallara göre 2Ç26'da piyasa beklentisi olan 1.167 milyon TL'nin %30 üzerinde, 1.514 milyon TL net kâr açıkladı. Net kârın beklentileri aşmasında, FAVÖK'ün tahminlerin %5 üzerinde gerçekleşmesi ve muhtemelen daha düşük efektif vergi oranı etkili oldu.

Reel gelir büyümesi 2Ç26'da yıllık %11 olurken (nominal bazda yıllık %46 artış), bu performans restoran sayısındaki yıllık artışla uyumlu olarak fiş sayısındaki yıllık %10 büyümeden kaynaklandı. Eve teslimat segmentinin toplam fiş adedi ve gelirler içindeki payı, teslimat siparişlerindeki yıllık %24 büyümenin desteğiyle sırasıyla 300 baz puan artarak %25 ve %31'e yükseldi. Dijital gelirlerin gelirler içindeki payı ise 1.000 baz puan yıllık artışla %56'ya ulaştı. Uygun fiyatlı menülerin güçlü performansını sürdürmesi müşteri trafiğini desteklemeye devam ederken, fiş başına satışlar reel bazda yıllık %3 geriledi.

Brüt marj, satışlara oranla artan personel giderlerinin, satışlara oranla gerileyen kira giderleriyle kısmen dengelenmesi sonucu TMS29 öncesi finansallarda yıllık 50 baz puan, TMS29 sonrası finansallarda ise 20 baz puan geriledi. FAVÖK marjı, TMS29 öncesi ve sonrası finansallarda sırasıyla %22,1 ve %22,5 ile büyük ölçüde yatay kaldı. TFRS 16 etkisinden arındırılmış FAVÖK marjı ise TMS29 sonrası finansallarda %6,8 ile yatay seyretti. Net nakit pozisyonu, 2Ç26'da yapılan 1,3 milyar TL temettü ödemesi nedeniyle çeyreklik bazda %9 reel azaldı.

TAB Gıda, 2026 yılı için restoran sayısında %10 büyüme, %8-10 reel gelir büyümesi ve yatay FAVÖK marjı beklentilerini korudu.

Şekil 38: 2Ç26 Sonuçları

Çeyrekssel Özet -TLmn¹	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
TÜFE yılsonu	38.1%	35.0%	33.3%	30.9%	30.9%	32.1%
TÜFE ortalama	39.8%	36.1%	33.3%	31.6%	31.0%	32.4%
TMS29 Öncesi						
Fiş Sayısı (milyon)	52	66	67	62	59	73
Büyüme - yıllık	16%	15%	23%	22%	14%	10%
Fiş Bazında Satış (TL)	233	240	262	272	305	308
Büyüme - yıllık	36%	27%	22%	27%	31%	28%
Restoran Sayısı	1,854	1,906	1,975	2,030	2,066	2,100
TAB	1,009	1,037	1,097	1,137	1,160	1,181
Franchise	845	869	878	893	906	919
Net Restoran Açılışı	24	52	69	55	36	34
Büyüme - yıllık	12%	11%	11%	11%	11%	10%
Sistem Geneli Satışları (Franchise Satışları Dahil)	12,193	15,843	17,441	16,982	18,132	22,442
Büyüme - yıllık	59%	47%	49%	54%	49%	42%
Net Satışlar	8,375	10,857	11,836	11,791	12,652	15,849
Büyüme - yıllık	56%	49%	54%	57%	51%	46%
FAVÖK	1,380	2,384	2,598	2,219	2,128	3,500
FAVÖK Marjı	16%	22%	22%	19%	17%	22%
Net Kar	1,100	1,796	1,737	611	1,214	2,470
Büyüme - yıllık	79%	29%	51%	-34%	10%	38%
Net Marj	13%	17%	15%	5%	10%	16%
TMS29 Sonrası						
Net Satışlar	8,714	11,113	12,300	11,970	13,150	16,243
Büyüme - yıllık - reel	11%	9%	15%	19%	15%	11%
Brüt Kart	1,153	2,065	2,089	1,856	1,531	2,960
Faaliyet Gideri	-830	-830	-808	-904	-1,023	-1,210
FVÖK	323	1,234	1,281	952	508	1,750
FAVÖK	1,451	2,497	2,717	2,360	2,235	3,652
FAVÖK (TFRS hariç)	780	1,740	1,863	1,623	1,268	2,551
Diğer Gelir/Gider	-16	-122	-197	-214	-181	-326
Yatırım Finansman Gelir/Gider	299	350	284	357	439	616
Parasal Kazanç/Kayıp	-164	-181	-247	-179	-170	-148
Vergi Öncesi Kar	442	1,280	1,122	916	596	1,892
Vergi Öncesi Kar	-132	-146	-178	-915	-372	-379
Net Kar	310	1,134	944	1	224	1,514
İşletme Sermayesi	-614	-1,056	-1,237	-2,108	-1,833	-1,185
Yatırım Harcaması	-312	-1,088	-1,436	-1,201	-864	-1,184
Net Borç (TFRS 16 etkileri hariç)	-6,978	-7,446	-8,372	-9,057	-9,578	-9,358
Brüt Marj	13.2%	18.6%	17.0%	15.5%	11.6%	18.2%
Faaliyet Gideri/Satış	-9.5%	-7.5%	-6.6%	-7.6%	-7.8%	-7.5%
FVÖK Marjı	3.7%	11.1%	10.4%	8.0%	3.9%	10.8%
FAVÖK Marjı	16.7%	22.5%	22.1%	19.7%	17.0%	22.5%
FAVÖK Marjı (TFRS-16 hariç)	8.9%	15.7%	15.1%	13.6%	9.6%	15.7%
VÖK Marjı	5.1%	11.5%	9.1%	7.7%	4.5%	11.6%
Net Marj	3.6%	10.2%	7.7%	0.0%	1.7%	9.3%
İşletme Sermayesi/Satış	-7.0%	-9.5%	-10.1%	-17.6%	-13.9%	-7.3%
Yatırım Harcaması/Satış	-3.6%	-9.8%	-11.7%	-10.0%	-6.6%	-7.3%

Kaynak: Rasyonet and Ak Yatırım Araştırma, ¹TMS29 sonrası finansallar her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026