

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TABGD
Mevcut Fiyat (TL)	203.50
Hedef Fiyat (TL)	356.60
Getiri Potansiyeli (%)	75%
Halka Arzından İtibaren Hisse Fiyat Aralığı (TL)	97.71 212.37
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	336
Sermaye (mln TL)	261
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	53,173
Hedeflenen Piyasa Değeri	93,181
Net Borç	-1,285
Firma Değeri	51,888

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	11%	55%	57%	74%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	46%	48%	17%

Özet Veriler (mln TL)

	2022	2023	2024T	2025T
Satış Gelirleri	16,612	19,988	34,636	52,346
FAVÖK	2,286	4,233	7,154	11,177
Net Kar	1,853	2,458	2,627	4,242
Hisse Başı Kar	7.09	9.41	10.05	16.23

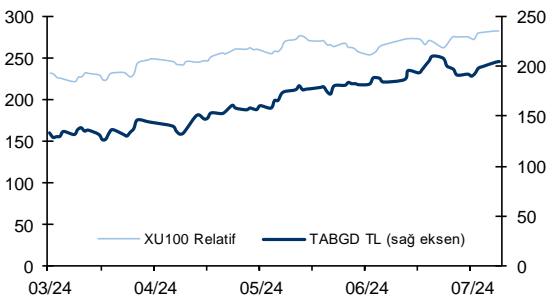
Satış Büyümesi	333.3%	20.3%	73.3%	51.1%
FAVÖK Büyümesi	446.0%	85.2%	69.0%	56.2%
Net Kar Büyümesi	-	32.6%	6.9%	61.5%

FAVÖK Marjı	13.8%	21.2%	20.7%	21.4%
Net Kar Marjı	11.2%	12.3%	7.6%	8.1%

Tahminler ve Rasyolar

	2022	2023	2024T	2025T
FD/Ciro	-	1.8x	1.5x	1.0x
FD/FAVÖK	-	8.7x	7.3x	4.6x
F/K	-	15.8x	20.2x	12.5x
PD/DD	-	3.5x	3.2x	2.3x
Net Borç/FAVÖK	1.9x	-0.5x	-0.7x	-0.6x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 17 Temmuz 2024 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

TFI TAB GIDA YATIRIMLARI A.Ş.	79.9%
Halka açık kısım	20.1%
Toplam	100.0%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

TAB Gıda (TABGD TI)

Yemeğin yatırım hali: TAB

AL – Hedef Fiyat: 356,60 TL (12-ay)

TAB Gıda'yı, (i) güçlü markalar ve çeşitli ürün seçenekleri (ii) nakit yaratımını destekleyen negatif işletme sermayeli iş modeli (iii) teknolojik optimizasyonlarla sipariş hızı ve fiş adet büyümesi (iv) yeni ve var olan markalarıyla büyüme hedefleri (v) temettü politikası (vi) tedarik zincirini desteleyen güçlü ekosistemi gerekçeleriyle beğeniyoruz.

Tüm bu gelişmeler ışığında TAB Gıda'yı yukarıdaki gerekçelerimize ek olarak sektördeki konumu ve sürdürülebilir iş modeli nedeniyle Araştırma kapsamımıza dahil etmeye ve uzun vadede takip etmeye karar verdik. TAB Gıda için 12-aylık hedef fiyatımızı 356,60 TL olarak belirlerken, tavsiyemizi AL olarak paylaşıyor ve Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. 2024 tahminlerimize göre hisse, 20,2x F/K ve 7,3x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. Hisse, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 Endeksi'nin %17 üzerinde performans sergilemiştir.

■ **Güçlü markalar.** Şirket, bünyesindeki Burger King ve Popeyes gibi global markaların güçlü algısı sayesinde müşteri ilgisini uzun yıllardır canlı tutarak pazardaki liderliğini sürdürülebilir kıldı. Mevcut durumda, pazardaki payı, %26 düzeyindedir. Bunlara ek olarak, know-how birikimini kullanarak Usta Dönerci ve Usta Pideci gibi Türk mutfağı lezzetlerini markalaştırdı. Ayrıca, güçlü pazar payı ve know-how sayesinde diğer global markaların Türkiye operasyonları için potansiyel ve önemli bir partner olarak öne çıkmaktadır. Buna kanıt olarak, 2022 yılında Subway'nin marka portföyüne dahil olması örnek gösterilebilir. Son olarak, Arby's ve Sbarro markaları da kendi odağındaki ürünler ile müşteri beğenisine sunulmaya devam etmektedir.

■ **Büyüme odağı ve verimlilik.** Şirket, yıllar içerisinde, müşteri deneyimi ve talebi odağında şube ağını geliştirmeye özen göstererek markalarının ulaşılabilirliğini ve kendi şube sayılarını artırırken, bir yandan da franchise şubelerin gelişimine de özen gösterildi. Franchise şubelerin gelişimini artırmak için iki farklı model geliştiren Şirket, yatırımcıların ve girişimcilerin ilgisini çekmeyi amaçlamaya devam etmektedir. Şubelerin hem görsel hem de kullanımı açısından da modernizasyon yatırımları devam etmektedir. TFI ekosisteminin parçası olan TAB Gıda, bu ekosistem sayesinde tedarik ağının güvenli ve hızlı olmasıyla kendi sektöründe ayrılmaktadır. Verimliliğin ayrıştığı bir diğer taraf olarak dinamik ve kampanyalar vasıtasıyla kurgulanan fiyatlamalar öne çıkmaktadır.

■ **Temettü, geri alım programı ve beklentiler.** Şirket'in kar payı dağıtım politikası hesaplanan dağıtılabilir dönem kârının %50'ye kadar oranındaki tutarın nakit ve/veya bedelsiz hisse olarak dağıtılmasını hedeflemektedir. Ayrıca, Şirket, hisse fiyatının sağlıklı ve istikrarlı oluşumuna katkı sağlamak ve hisse fiyatı üzerinde olası satış baskısının en aza indirmek amacıyla hisse geri alım programı başlatmıştır. Şirket'in, 2024 yılına dair beklentileri; i) 47 milyar TL'lik sistem geneli satışlar ii) hasılatın ~%80 artışla 30 milyar TL iii) FAVÖK'ün 6,4 milyar TL iv) net 200'den fazla restoran açılışı olması yönündedir.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

İçerik

Detay bakış	3
Net yabancı işlemleri & son 90 güne ait yabancı payı	10
Potansiyel riskler	11
Değerleme yöntemi	12
İNA yöntemi (mn TL).....	12
Benzer şirketler karşılaştırması.....	13
Finansal tablolar	14

Detay bakış

- Markalar.** Şirket, tüketici üzerinde güçlü etkiye sahip olan markalarla servis hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Markalar, global olanlar ve yerel markalar şeklinde ayrılmaktadır. Global markalar için royalti masrafları ödenmektedir. **Şirket'in, geniş şube ve tedarik ağı sayesinde, Türkiye pazarını potansiyel olarak hedefleyen global markalar açısından, cazip ve know-how birikimi yüksek iş ortağı olarak öne çıkacağını değerlendiriyoruz.** Kısaca tüm markaları tanıtmak gerekirse:
 - Burger King.** Marka, TAB Gıda içerisinde öncü konumuyla öne çıkmaktadır. Şirket'in kendi işlettiği Burger King restoran sayısı 412'ye, franchise olarak işletilen restoran sayısının ise 348'e ulaştığı görülmektedir. Sistem içerisinde yaratılan gelir üzerinde en yüksek paya sahip olan markadır.
 - Popeyes.** Şirket'in marka portföyüne 2007 yılında dahil olarak Türkiye operasyonlarına başladı. Global bir marka olarak tavuk bazlı menüye sahiptir. Şirket'in kendi işlettiği Popeyes restoran sayısı 294'e, franchise olarak işletilen restoran sayısının ise 53'e ulaştığı görülmektedir.
 - Sbarro.** Türkiye operasyonlarına 2006 yılında TAB Gıda ile birlikte başladı. Pizza merkezli marka olmanın dışında, makarna, çeşitli yan ürünler ve Türkiye'ye özel ürünleriyle 122 şubede hizmet vermeye devam etmektedir. Şubelerin 87'si franchise modeliyle hizmet verirken, 35 şubeyi ise Şirket kendi operasyonlarıyla yönetmektedir.
 - Arby's.** Türkiye operasyonlarını 2010 yılından itibaren TAB Gıda'nın işbirliğiyle sürdürmeye başladı. Ağır pişirilmiş, marine edilmiş ve fümelenmiş et ürünleriyle 122 şubede hizmet vermektedir. Arby's, grup içerisinde diğer markalardan "en az franchise sistemine dahil olan marka" olarak ayrılmaktadır. 122 şubeden 116'sı TAB Gıda restoranı olarak hizmet verirken, 6'sı franchise olarak hizmet vermektedir.
 - Subway.** Marka, 2022 yılında TAB Gıda ailesine katıldı. Odağında sandviç ürünleri bulunan marka, 105 şube ile hizmet vermektedir. Şubelerden sadece birisi TAB Gıda restoranı olarak işletilirken, geri kalan 104 şube franchise olarak işletilmektedir.
 - Usta Dönerci.** 2013 yılında TAB Gıda'nın girişimleriyle marka yaratıldı. "Güvenilir Kaynaktan Lezzetli Et, Hızlı Servis, Ulaşılabilir Fiyat" politikasıyla döner menülerini 155 noktada tüketiciye ulaştırmaktadır. Restoran bazında TAB Gıda ve franchise olarak dengeli bir dağılım olduğu görülmektedir (75 adet TAB Gıda, 80 adet franchise şube).
 - Usta Pideci.** Usta Dönerci markasıyla yakalanan başarıdan sonra TAB Gıda'nın yarattığı ikinci marka olarak 2019 yılında hizmet vermeye başladı. 43 şube ile operasyonlar yönetilmekte olup, portföy içerisinde, şube bazında, en küçük marka olarak yer almaktadır. Şubelerin 10'u TAB Gıda altında bulunurken, 33'ü franchise olarak hizmet vermektedir.



Kaynak: Şirket sunumu

- Şirket, markalarını sadece şube sayısını artırarak operasyonel anlamda genişletmemektedir; aynı zamanda, ürünlerini güncelleyerek ve çeşitlendirerek geliştirmeler yapmaktadır. Ürünlerini geliştirirken müşteri odağını koruyarak ilerlemektedir.
- ▶ Örneğin, et tüketimini benimsemeyen müşterilerini hedeflemek için sebze bazlı ürünleri son yıllarda geliştirildi. Aynı zamanda, inovasyonunu müşteri deneyimi üzerinden de geliştirme çalışmaları yapılmaktadır. Müşteri deneyimlerinin analizi sonucunda, karma şubeler ile müşterinin ilgisini tek merkezde toplayıp, tek bir alanda farklı markalar ile müşteriye ulaşmaya çalışılarak, sabit yatırım maliyetlerinin düşürülmesi ve dolayısıyla karlılığın optimize edilmesi amaçlanmaktadır.



Galataport Şubesi görselde görülmektedir.

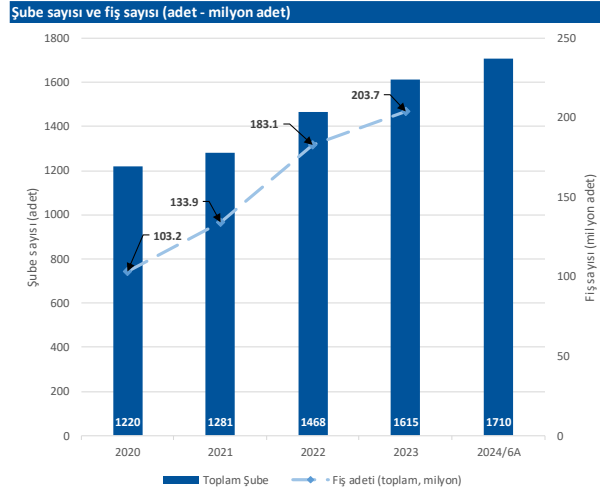


- ▶ Şirket'in optimizasyon çalışmalarında Kiosk cihaz yatırımları da öne çıkmaktadır. Kiosklar, özellikle genç neslin beklentisini karşılayan, sıra beklemeden, hızlı bir şekilde sipariş vermeyi sağlayan *user-friend* araçlardır. Bu cihazlar, belirli bir algoritmayı takip ederek hedef müşteriye *UpSell* ek sorularıyla kampanyalara yönlendirerek fiş büyüklüğünü artırmayı amaçlamaktadır. Uygulamanın, fiş büyüklüğünde %20-30 oranında artış sağladığı analiz edilmiştir.



Görsel temsildir.

- **Şube ve fiş sayısı.** Şirket, marka portföyünün genişlemesi ve portföyündeki markaların müşteriler tarafından benimsenmesi nedeniyle yıllar içerisinde şube sayısı bakımından artış gösterdi. Yukarıda da belirttiğimiz gibi şubeler; Şirket'in kendi işlettikleri ve franchise olarak işletilenler olarak ikiye ayrılmaktadır.
- ▶ **Şirket'in kendi işlettiği şube sayısının toplam içerisinde, franchise işletilenlere göre daha fazla olduğu görülmektedir.** Bununla birlikte, 2020'de %74 olan kendi işlettiği şube/toplam şube rasyosu kademe kademe düşüş göstererek, 2023 yılında %57 seviyesine geldi. Bu rasyonun gerilemesinde **2022 yılında Subway şubelerinin dahil olması ve Şirket'in politika olarak kendi işlettiği restoranlarda artışa ek olarak franchise tarafta daha fazla büyümeyi benimsemesinin etkisi vardır.**
- ▶ **Fiş sayısı ise yıllar içerisinde artış göstermekle birlikte, sayıda dalgalanmalar görülebilmektedir.** Şirket'in bazı dönemlerde kampanyalı satışlarının artması sonucunda fiş adet sayısı artışı yerine parasal anlamda artışın yaşanması sebep olmaktadır. **Yani, fiş sayısı ile fişin parasal büyüklüğü birbirini ikame ederek ciroyu desteklemektedir.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket sunumu

- ▶ **Franchise modeline ayrı bir parantez açmamız gerekiyor.** Şirket, modelini çeşitlendirerek iki ayrı türev iş modeli geliştirmiştir. **Franchise I** olarak adlandırılan model, ağırlıklı olarak, Burger King ve Popeyes gibi franchise yatırımcısının daha fazla rağbet gösterdiği ve bilinirliği daha fazla yer etmiş markalarda kullanılmaktadır (diğer markalar için de kullanılabilir). **Franchise II** modeli ise, Usta Dönerci, Usta Pideci, Subway ve Sbarro markaları için kullanılmaktadır. **Alınan komisyon ve katlanılan maliyetler iki modelin birbirinden en önemli farkları olarak öne çıkmaktadır.**

Franchise Model	Model I	Model II
Yatırımı kim yapar?	Franchise yatırımcısı	TAB
Hangi markalar için?	Tüm markalar	Usta Dönerci, Usta Pideci Subway, Sbarro
Alınan komisyon (Restoran satışları %)	Düşük-orta onlu oran (%)	20 - 35%
Franchise tarafından karşılanan maliyetler	Tüm restoran masrafları	Personel ve ilgili maliyetler
TAB tarafından karşılanan maliyetler	Pazarlama, royalti	Pazarlama, royalti, kira

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

- **TAB Gıda Yatırımları (TFI) ekosistemi.** TFI, TAB Gıda'nın ana şirketi olarak, bünyesinde gıda sektörüne yönelik, üretim, lojistik ve pazarlama temalı şirketler kurarak birbirini tamamlayan sinerji döngüsü kurmuştur. Bu ekosisteme dayalı iş modeli çerçevesinde, tedarik ağını pekiştirerek, son tüketiciye hızlı bir şekilde ulaşarak, bünyesinde bulunan markaların bilinirliğini artırma düşüncesi ile pazar payı yüksek ölçek ekonomisi yaratmıştır. **Bu ekosistemin ana odağında ise TAB Gıda bulunmaktadır.** Sistem genelinde yaratılan satışlar, TFI ekosisteminin sektör içerisindeki ağırlığını daha net bir şekilde ortaya koymaktadır. Buna göre; Sistem genelinde yaratılan satışlar 2020, 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 8,0 milyar TL, 5,2 milyar TL, 12,1 milyar TL ve 25,1 milyar TL olarak gerçekleşti. **2024 yılının sonunda bu rakamın 47 milyar TL seviyesine ulaşması beklenmektedir.**



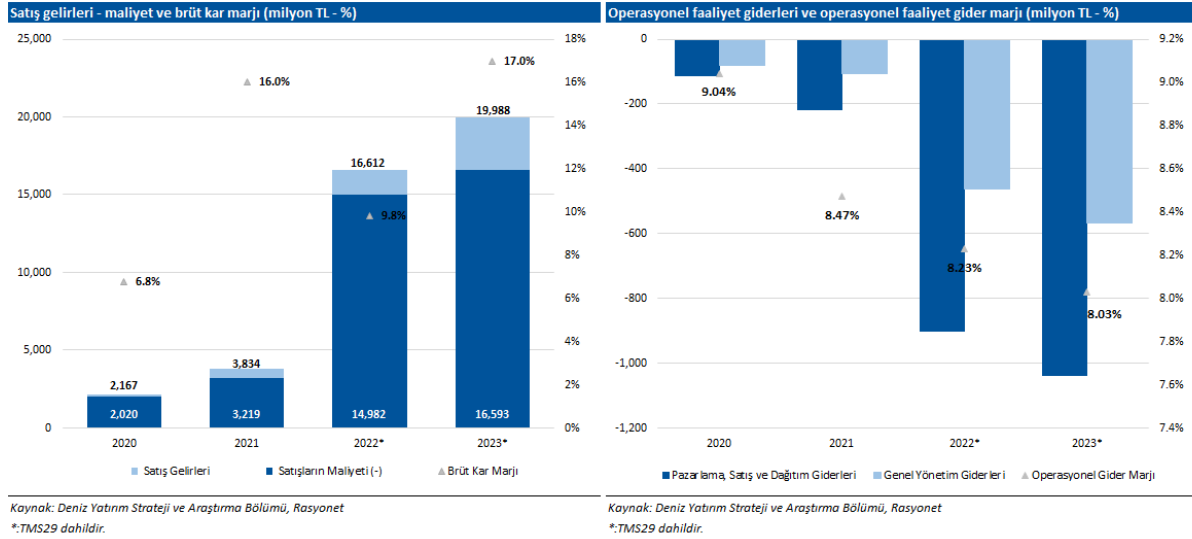
Kaynak: Şirket sunumu

✓ Ekur Et: Entegre Et Üretimi	✓ AtaKey: Patates üretimi ve işlenmesi
✓ Ekmek: Çok Yönlü Unlu Mamüller	✓ Mes Mutfak: Mutfak Ekipmanları Tedarikçisi
✓ Fasdat Gıda: Taze Gıda Üreticisi	✓ Fasdat Lojistik: Ülke Çapında Lojistik Operasyonları
✓ TıklaGelsin & Fiyuu: Online sipariş ve teslimat	✓ Ekur İnşaat: Restoran inşaatı ve montajı

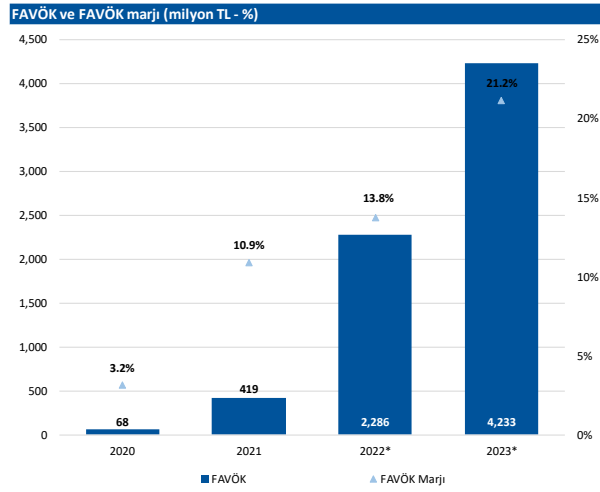
- **Hasılat.** Şirket'in gelirlerini ağırlıklı olarak kendi işlettiği şubelerden yarattığı satışlar yaratmaktadır. Diğer gelir yaratılan kalemleri; TFRS finansal raporuna dayalı olarak, *franchise gelirler, franchise restoranlara yapılan satışlar, diğer satışlar* olarak dağılmaktadır. Şirket'in orta-uzun vadede franchise tarafında daha fazla büyüme stratejisine bağlı olarak, kendi işlettiği şubelerden yaratılan gelir büyürken, franchise gelirlerinin daha da artacağını değerlendiriyoruz. **Deloitte Şubat 2023 – Türkiye Yemek Hizmeti Pazarı raporuna göre, Türkiye'de dışarıda yemek harcamasının toplam harcamaya oranı Avrupa ülkelerinin oldukça gerisinde olması ve yine aynı rapora göre Fast Food / Eve Servis segmentinin 2021-2026 yılları arasında %46 YBBO seviyesinde gerçekleşmesinin öngörülmesi gibi nedenler Şirket'in bulunduğu sektörde doğal avantajlar olarak öne çıkmaktadır.**

Büyüyen bir pazarda hali hazırda lider olan Şirket'in satışlar üzerinde kurguladığı diğer stratejilerini ise:

- ▶ Fiş büyüklüğünü artırmak için; i) hedef kitleye uygun kampanyalar düzenlemek ii) kiosklar gibi dijital kanallardan müşteriye ulaşmak,
- ▶ Veriye dayalı olarak karar mekanizmalarından faydalanarak *dinamik fiyatlandırma avantajlarıyla satışları artırmaya çalışmak,*
- ▶ Şubeleri hem görsel anlamda yenileyerek hem de trendlere göre modernize olmasını sağlayarak birer cazibe merkezine dönüştürmek gibi başlıklar ve alt başlıklarda sıralayabiliriz.
- **Maliyet yönetimi.** TFI sayesinde güçlü bir tedarik ağına sahip olan Şirket'in maliyetlerinde geçmiş yıllarda yaşanan dalgalanmada emtiaya dayalı ürünlerin arz-talep yapıları ve enflasyon ve şube ağındaki genişlemenin etkileri görülmektedir. Ayrıca, asgari ücretteki artışların da maliyetler üzerinde baskın etkisi söz konusudur. Bununla birlikte, geçmiş dönem faaliyet giderleri kısmına odaklandığımızda ise daha stabil ilerleyen trend görülmektedir. **Değerlendirmemiz, makroekonomik çerçevenin daha izlenebilir ve öngörülebilir olması sonucunda, maliyetlerdeki dalgalanmanın azalması, yapılması planlanan GES yatırımı ile maliyet yönetiminin etkinliğini artırması ve hali hazırda belirli bir trendi izleyen faaliyet giderlerinin bu seyrini devam ettirmesi yönündedir.**

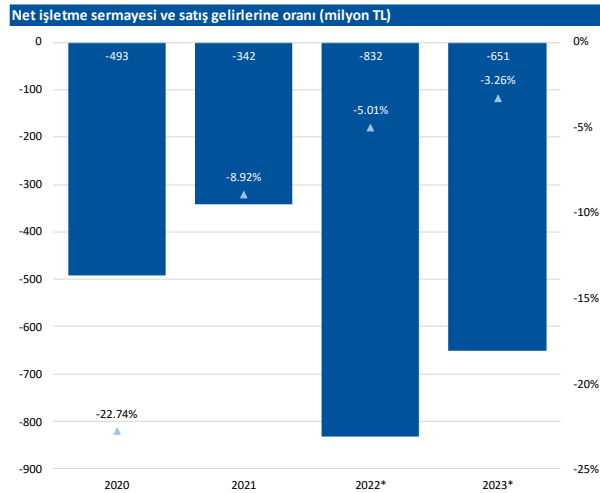


- **Güçlü FAVÖK ve destekleyici net işletme sermayesi.** 2020-2023 yılları arasında gerçekleşen sonuçları incelediğimizde:
 - ▶ **FAVÖK tarafında 2022 ve 2023 yılı finansallarının TMS29 ile düzeltilmesi sebebiyle FAVÖK marjı etrafında bir değerlendirmenin görece daha sağlıklı olacağı kanaatindeyiz.** TMS29'un uygulanmadığı 2020 yılı, pandemi etkilerinin yoğun ve 2021 yılı ise pandemi etkilerinin azalarak görüldüğü yıllar olarak öne çıkmaktadır. Bu dönemde, FAVÖK marjının sırasıyla %3,2 ve %10,9 olarak gerçekleştiği görüldü. *Amortisman/satışlar* rasyosu söz konusu dönemlerde FAVÖK marjına sırasıyla %5,4 ve %3,4 düzeyinde katkı yapmıştır. TMS29 etkilerinin görüldüğü 2022 ve 2023 yıllarında ise FAVÖK marjı %13,8 ve %21,2 olarak gerçekleşti. Bu dönemlerde, *Amortisman/satışlar* rasyosu ise sırasıyla %12,1 ve %12,2 gibi oranlarda oldukça güçlü katkıda bulunmuştur. **Şirket'in bu kadar güçlü amortisman gideri (nakdi gider değildir) olmasında maddi duran varlıklara ek olarak kullanım hakkı varlıkları için amortisman ayrılmasının etkisi bulunmaktadır.**



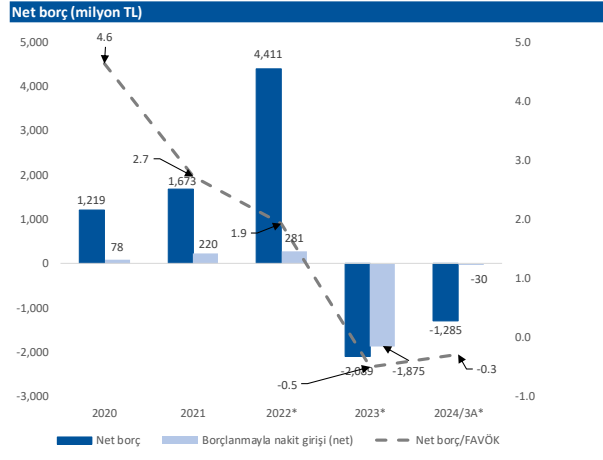
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet
 *:TMS29 dahildir.

- ▶ **Şirket, ticari alacaklarının hızlı dönüşü ve ürünlerinin özelliklerine bakarak stok sirkülasyonunun yüksek olması sayesinde yüksek bir işletme sermayesine ihtiyaç duymamaktadır.** TAB Gıda, bu özelliği ile, nakit yaratımında avantaj sahibi olmaktadır. *Net işletme sermayesi/satışlar rasyosu hızlı nakit dönüşü sayesinde nakit yaratımını desteklemektedir.* Beklentimiz, **Şirket'in içinde bulunduğu güçlü ekosistemin desteği ve hızlı tüketime yönelik operasyonları sayesinde bu özelliğini koruması yönündedir.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

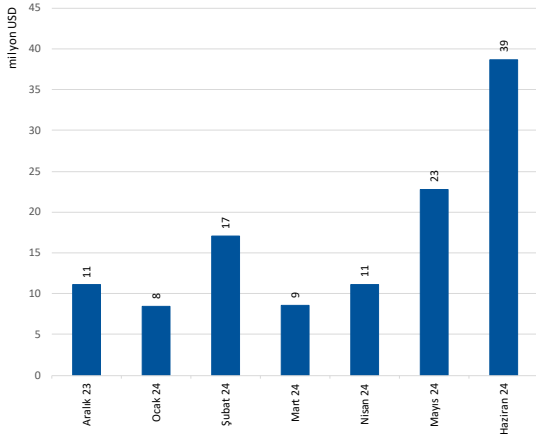
- **Borçluluk.** Şirket, 2020-2022 yılları arasında net borç tarafında ve net borçlanma girişlerinin bulunduğu bir pozisyonda bulunurken, halka arz sürecinden itibaren net nakit pozisyonuna geçtiği görülmektedir. Net borç/FAVÖK rasyosu pandemi etkisinin yoğun olarak görüldüğü 2020 yılında 11,1x seviyesinde gerçekleşirken, kademe kademe düşerek, 2022 yılında 1,9x seviyesine dek geriledi. Halka arz sürecinin yaşandığı 2023 yılında *net nakit/FAVÖK* rasyosu 0,5x olarak gerçekleşirken, 1Ç24 döneminde 0,3x seviyesinde takip edildi.



- **Kâr payı ödemesi, geri alım program ve 2024 yılı beklentileri.** Şirket dağıtılabilir karının %50'sini dağıtmış olup Temmuz 2024'te yaklaşık 146 milyon TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. **Şirket'in kar payı dağıtım politikası hesaplanan dağıtılabilir dönem kârının %50'ye kadar oranındaki tutarın nakit ve/veya bedelsiz hisse olarak dağıtılmasını hedeflemektedir.** Son kapanış verilerine göre, bu rakam, %0,3 temettü verimliliğine işaret etmektedir. Aynı zamanda **Şirket'in açıklanan kar dağıtım politikası çerçevesinde modelimize yansıtığımızı belirtmek isteriz.** **Şirket, 14.06.2024 tarihli Genel Kurul toplantısında, hisse fiyatının sağlıklı ve istikrarlı oluşumuna katkı sağlamak ve hisse fiyatı üzerinde olası satış baskısını en aza indirmek amacıyla hisse geri alım programı başlatmak için ilgili onayları aldı.** **Şirket, çıkarılmış sermayesinin en fazla %2,10'una denk gelen payları geri alım programına dahil edebilmektedir.** Bu durumda geri alınabilecek toplam pay sayısı 5,5 milyon adet olup, geri alım için ayrılan fonun tutarı 750 milyon TL olarak belirlenmiştir. **Şirket'in, 2024 yılına dair enflasyon muhasebesi içermeyen beklentileri i) 47 milyar TL'lik sistem geneli satışlar ii) hasılatın yaklaşık %80 artışla 30 milyar TL iii) FAVÖK'ün 6,4 milyar TL iv) net 200'den fazla restoran açılışı olması yönündedir.**

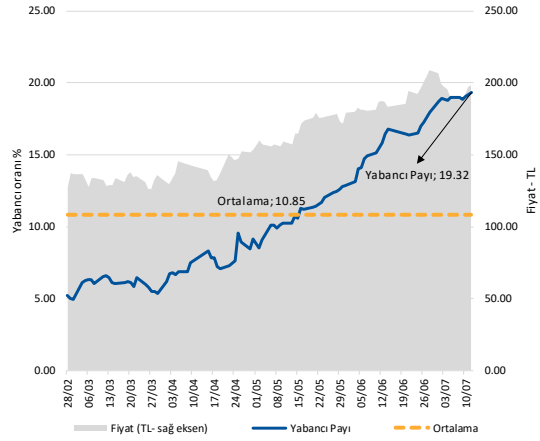
Net yabancı işlemleri & son 90 güne ait yabancı payı

TABGD | Net yabancı işlemleri, aylık net



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

TABGD | Yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matrics, Rasyonet

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), Haziran ayında, TABGD hissesinde +39 milyon USD pozisyonlanma söz konusudur.

Potansiyel riskler

- TAB Gıda için; *i) et, tarım ürünleri ve malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ii) asgari ücret artışı iii) küresel ve yerel çapta yaşanabilecek yeni varyant ve salgınlar iv) satın alma gücündeki azalma sonucunda harcanabilir gelirdeki daralma vi) enerji fiyatlarında oluşabilecek ani artışların karlılığı baskılaması* gibi başlıklar, değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Değerleme yöntemi

- TAB Gıda'nın 12-ay hedef piyasa değerine ulaşırken, **İNA ve Benzer Şirket Çarpanlarını** kullandık. Söz konusu yöntemlere sırasıyla %75 ve %25 ağırlıklar verdik. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde **TAB Gıda için 12-ay hedef fiyatımız 356,60 TL seviyesinde olup, %75 getiri potansiyeline işaret ediyor.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	82,334	75%	61,751
Benzer Şirket Karşılaştırması	125,720	25%	31,430
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			93,181
Hisse Adedi (mn lot)			261
Hisse Fiyatı			203.50
12 Aylık Hedef Fiyat			356.60
Yükseliş Potansiyeli			75%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

İNA yöntemi (mn TL)

- Değerlememizde; (i) **risksiz getiri oranını 2024 yılı için %30,0, 2025 yılı için %26,0, 2026 yılı için %22,0, 2027-2033 yılları için ise %20** (ii) **piyasa risk primini 2024-2025 yılları için %6,0, 2026 yılı için %5,5, 2027-2033 yılları için ise %5,0** (iii) **şirket betasını 0,92** (iv) **sonsuz büyüme oranını %6,0** olarak kullandık. Buna bağlı olarak **indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %25,3** olarak değerlendirdik.

TABGD (mn TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	19,988	34,636	52,346	76,370	107,262	143,452	182,924	231,125	289,554	362,942	454,597
FVÖK	1,790	3,567	5,915	8,324	11,692	15,636	18,110	22,881	27,797	33,754	42,278
Vergi Gideri (-)	448	713	1,183	1,665	2,338	3,127	3,622	4,576	5,559	6,751	8,456
FAVÖK	4,233	7,154	11,177	15,953	22,603	30,650	38,318	49,377	61,995	77,388	97,458
Yatırım Harcamaları (-)	1,472	3,464	4,973	6,873	9,654	11,476	14,634	17,334	20,848	25,769	31,822
Kira Harcamaları (-)	1,249	2,251	3,403	4,964	6,758	9,037	11,341	14,099	17,663	21,414	25,912
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	181	-1,702	-1,135	-1,640	-2,074	-2,430	-2,888	-1,231	-3,580	-4,522	-5,518
Serbest Nakit Akış		2,427	2,753	4,091	5,927	9,439	11,609	14,599	21,504	27,976	36,787
İndirgenmiş Nakit Akım		2,124	1,853	2,191	2,576	3,326	3,318	3,384	4,043	4,266	4,549

Devam Eden Değer (mn TL)	225,417
Büyüme Oranı	6.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn TL)	27,848
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn TL)	31,629
Firma Değeri (mn TL)	59,477
Net Borç (mn TL) (-)	-1,285
Azınlık Payı (mn TL) (-)	0
Piyasa Değeri (mn TL)	60,762
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	82,334
Hisse Adedi (mln)	261
Hedef Fiyat (TL)	315.10

	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Risksiz Getiri Oranı	21.0%	30.0%	26.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Risk Primi	5.5%	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özkaynak Maliyeti	26.0%	35.5%	31.5%	27.0%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
Beta	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
Borçlanma Ağırlığı	18%	16%	17%	18%	19%	18%	19%	18%	18%	18%	18%
Sermaye Ağırlığı	82%	84%	83%	82%	81%	82%	81%	82%	82%	82%	82%
Borçlanma Maliyeti	23.1%	33.0%	28.6%	24.2%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Vergi oranı	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	17.3%	26.4%	22.9%	19.4%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	24.5%	34.0%	30.1%	25.7%	23.2%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
İskonto Faktörü		1.1	1.5	1.9	2.3	2.8	3.5	4.3	5.3	6.6	8.1

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Benzer şirketler karşılaştırması

- Benzer şirketler karşılaştırmasında 15 ayrı firmaya yer verilmiştir. Bu firmalar, halka arz sürecinde paylaşılan fiyat tespit raporundan incelenerek tespit edildi. Yurt dışındaki şirketlerin bulunduğu bölgeler arasında Asya ağırlığı görülmektedir.
- Benzer şirketler çarpanları modelimizde 2025 yılı için şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı kullanılmıştır. Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre, 125.720 milyon TL şirket değerine ulaştık.
- TAB Gıda, benzer şirketlerin genel medyanına kıyasla FD/FAVÖK rasyosunda 2024 ve 2025 yılı tahminlerimize göre sırasıyla %21 ve %43 iskonto işlem görmektedir. F/K çarpanları 2024 ve 2025 yılı tahminlerimize göre sırasıyla %4 primli ve %30 iskontoludur.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK Marjı (son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
				2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
DPC DASH LTD	Çin	1,142	16.6%	19.9	13.1	307.7	62.9	2.1	1.6
AMERICANA RESTAU	BAE	7,132	22.5%	13.6	11.1	29.9	22.1	3.1	2.7
YUM CHINA HO	Çin	12,166	18.3%	6.2	5.6	14.3	12.7	1.1	1.0
RESTAURANT BRAND	Hindistan	667	9.9%	24.1	16.2	---	---	2.3	2.0
AMREST HOLDINGS	İspanya	1,368	14.5%	6.4	5.8	19.5	14.2	1.0	0.9
ALSEA SAB DE CV	Meksika	2,838	21.3%	5.2	4.7	16.4	12.8	1.1	1.0
JUBILANT FOODWOR	Hindistan	4,621	20.2%	37.7	28.9	143.1	100.5	7.8	6.0
MCDONALDS CORP	ABD	181,273	53.7%	15.6	14.7	21.5	19.8	9.0	8.5
DOMINO'S PIZZA E	Avustralya	2,215	11.3%	12.4	11.3	24.6	21.1	1.8	1.8
IBERSOL SGPS SA	Portekiz	316	18.4%	3.9	3.6	16.0	15.0	0.8	0.8
ZAMP SA	Brazilya	180	13.0%	5.1	4.6	---	71.2	0.6	0.6
RESTAURANT BRAND	Yeni Zelanda	215	12.8%	6.9	6.4	13.0	9.7	0.9	0.9
JOLLIBEE FOODS	Filipinler	4,412	13.0%	9.2	8.2	27.5	23.4	1.2	1.1
COLLINS FOODS LT	Avustralya	703	15.4%	7.8	7.3	17.0	16.1	1.2	1.1
DOMINO'S PIZZA G	Britanya	1,685	19.7%	12.0	10.8	15.9	14.0	2.5	2.2
Medyan			16.6%	9.2	8.2	19.5	18.0	1.2	1.1
TABGD	Türkiye	1,602	21.6%	7.3	4.6	20.2	12.5	1.5	1.0
Prim/(İskonto)				-21%	-43%	4%	-30%	24%	-13%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Finansal tablolar

Gelir Tablosu (mİn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	3,834	16,612	19,988	34,636	52,346
Satışların Maliyeti	3,219	14,982	16,593	28,055	41,877
Brüt Kar	615	1,630	3,395	6,581	10,469
Operasyonel Giderler	325	1,367	1,605	3,013	4,554
Esas Faaliyet Karı	290	263	1,790	3,567	5,915
Diğer Gelir/Gider	61	245	316	633	774
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	351	508	2,106	4,201	6,689
Net Finansman Gelir/Gider	-504	1,467	603	-917	-1,386
Vergi Öncesi Kar	-153	1,975	2,709	3,283	5,302
Dönem Vergi Gideri	22	-122	-251	-657	-1,060
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	-130	1,853	2,458	2,627	4,242

Kaynak: TAB Gıda, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Nakit	29	280	4,539	8,059	11,466
Ticari Alacaklar	213	563	748	1,296	1,958
Stoklar	82	243	325	668	997
Diğer Dönen Varlıklar	99	293	985	1,427	1,925
Dönen Varlıklar	423	1,378	6,597	11,449	16,347
Duran Varlıklar	2,321	9,886	10,823	15,159	21,521
Toplam Varlıklar	2,744	11,264	17,420	26,608	37,867

Kaynak: TAB Gıda, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	701	2,295	905	982	1,478
Ticari Borçlar	637	1,637	1,723	4,316	6,443
Diğer Borçlar	4	353	454	659	889
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,531	4,583	3,600	6,706	9,820
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	586	2,396	1,545	2,238	3,232
Diğer Borçlar	540	131	115	167	226
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,340	3,445	2,682	3,427	4,480
Toplam Yükümlülükler	2,871	8,028	6,282	10,133	14,301
Özkaynaklar	-128	3,236	11,138	16,476	23,567
Toplam Kaynaklar	2,744	11,264	17,420	26,608	37,867

Kaynak: TAB Gıda, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.