

## TABGD – 1Ç26 Mali Tablolar Analizi

TAB Gıda 1Ç26 bilanço döneminde büyümeyi sürdürdüğünü görüyoruz. Ancak operasyonel kaldıraç ve kar dönüşümü beklentilerin altında kalmış durumda. Hasılat yıllık bazda %15,3 artarak 13,15 milyar TL'ye yükselirken, brüt kar yatay kalmış ve faaliyet karı gerilemiştir. FAVÖK büyümesi korunmuş olsa da net kar %44,7 oranında daralmış, bu da dönem performansının ana zayıf halkasının vergi, finansman ve enflasyon muhasebesi etkileriyle baskılandığını göstermiştir. Bizim okuduğumuz temel resim şudur: şirketin operasyonel ölçeğinde bozulma yok, bilanço kırılğan bir yapıda değil. Fakat 1Ç26 sonuçları karlılık kalitesi açısından güçlü bir çeyrek değildir.

Sonuçları tek cümlede özetlemek gerekirse; TAB Gıda bu çeyrekte büyümeye devam eden fakat aynı ölçüde kara çeviremeyen bir profil sergilemiştir. Restoran ağı genişlemeye devam ederken, satış büyümesinin brüt kar ve esas faaliyet karına yeterince yansımaması marjlardan baskılanmaya neden olmuştur. Bu nedenle 1Ç26 finansalları, ciro tarafında olumlu, operasyonel kalite tarafında ise nötr-negatif okunmalıdır.

### Operasyonel görünüm

Şirket 31 Mart 2026 itibarıyla 2.066 açık restorana ulaşmış, yıl sonundaki 2.030 restoran sayısının üzerine çıkmıştır. Franchise restoran sayısı 893'ten 906'ya yükselirken, ortalama çalışan sayısı 18.685'ten 19.254'e artmıştır. Bu tablo, şirketin sahada küçülmediğini, aksine ölçek büyütmeye devam ettiğini göstermektedir. Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's, Subway, Usta Dönerci ve Usta Pideci markaları üzerinden kurulan çok markalı yapı, şirketin operasyonel genişliğini desteklemeye devam etmektedir. Bu nedenle sonuçların zayıf okunan kısmı hacim değil, hacmin kara dönüşümüdür.

### Gelir tablosu analizi

1Ç26'da hasılat 13,15 milyar TL'ye ulaşarak 1Ç25'e göre %15,3 artmıştır. Ancak satışların maliyeti 11,62 milyar TL'ye yükseldiği için brüt kar 1,53 milyar TL ile yatay kalmıştır. Bu durum brüt marjın 1Ç25'teki %13,4 seviyesinden 1Ç26'da %11,6'ya gerilediğini göstermektedir. Cironun artmasına rağmen brüt karın yerinde sayması, gıda, işçilik, kira ve diğer operasyonel maliyetler tarafında baskının güçlü olduğuna işaret etmektedir. FAVÖK 2,23 milyar TL'ye yükselmiş ve yıllık %16,4 artmıştır. FAVÖK marjı %17,0 ile geçen yılın %16,8 seviyesinin hafif üzerinde gerçekleşmiştir. Bu görünüm ilk bakışta dirençli kabul edilebilir; ancak burada restoran zinciri iş modellerinde TFRS 16 kira muhasebesinin FAVÖK'ü yapısal olarak desteklediğini unutmamak gerekir. Bu nedenle FAVÖK artışını olumlu bulmakla birlikte, hisse için asıl referansın faaliyet karı ve nakit yaratma kalitesi olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin net dönem kârı 224 milyon TL'ye gerileyerek geçen yılın aynı dönemindeki 406 milyon TL'nin belirgin altında kalmıştır. Net kar marjı %1.7 seviyesindedir. Vergi öncesi kar tarafında dramatik bir bozulma görülüyorken esas baskı vergi gideri ve diğer kalemlerden gelmektedir. Dönem vergi gideri ile ertelenmiş vergi giderinin toplam etkisi yaklaşık 372 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bunun üzerine 170 milyon TL'lik parasal kayıp da eklenince net kardaki daralma belirginleşmiştir. Sonuç olarak, 1Ç26 net karı bize operasyonun bozulduğunu değil, marj baskısı ile finansal giderler, vergi giderleri ve enflasyon muhasebesi etkilerinin alt satırı zayıflattığını söylemektedir.

### Bilanço analizi

TAB Gıda'nın bilançosu yapı olarak güçlü kalmaya devam etmektedir. Toplam varlıklar 40,50 milyar TL, toplam özkaynaklar 24,77 milyar TL seviyesindedir. Özsermaye tabanı güçlü olduğu için, bu çeyrekteki kar zayıflığı bilanço dayanıklılığını bozmuş görünmemektedir. Odaklanılması gereken nokta bilanço kalitesinden çok, bu bilanço üzerinden üretilen dönemsel karlılıktadır.

Nakit ve nakit benzerleri 4,50 milyar TL'ye yükselmiştir. Vadeli mevduatların büyük ölçüde TL cinsi ve yaklaşık %40,4 faizle kısa vadeli tutulması, yönetimin likiditeyi aktif yönettiğini göstermektedir. Bununla birlikte finansal yatırımlar 3,24 milyar TL'den 2,20 milyar TL'ye gerilemiştir. Yani nakit pozisyonundaki artışın bir kısmı yatırım fonu benzeri likit varlıkların çözülmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle dönem sonu nakit artışını tamamen organik nakit üretimi olarak okumamak gerekir.

Türev araçlar kalemi 2,88 milyar TL seviyesindedir. Şirket bunu fiyat dalgalanına karşı kullanılan toplam getiriye dayalı swap işlemleri olarak sınıflamaktadır. Girdi maliyetlerinin oynak olduğu bir modelde bu koruma yaklaşımı anlaşılabilir ve risk yönetimi açısından olumludur; ancak yatırımcı açısından bu kalemin operasyon dışı oynaklık yaratma potansiyeli göz ardı edilmemelidir.

İşletme sermayesi tarafında dikkat çeken noktalardan biri peşin ödenmiş giderlerin 498 milyon TL'den 711 milyon TL'ye yükselmesidir. Ticari alacaklar da artmıştır. Bu tablo, büyümenin işletme sermayesi ihtiyacını artırdığını ve nakit dönüşümünü zayıflattığını göstermektedir. Stoklar 713 milyon TL seviyesinde olup, burada net bir bozulma görmüyoruz. Yalnız peşin ödemeler ve alacak artışı beraber okunduğunda işletme sermayesinin bu çeyrekte destekleyici değil, baskılayıcı olduğunu düşünüyoruz.

Yükümlülükler tarafında en kritik kalem kiralama borçlarıdır. Toplam kiralama yükümlülüğü 6,91 milyar TL seviyesindedir. Bu, restoran zinciri iş modelinin doğası gereği beklenen bir görünüm olsa da ekonomik anlamda gerçek nakit çıkışı yaratan bir yükümlülüktür. Ayrıca çalışanlara sağlanan faydalar kapsamındaki kısa vadeli borçların 883 milyon TL'den 1,38 milyar TL'ye yükselmesi, işçilik baskısının bilanço üzerindeki etkisini göstermektedir. Ücret ve personel maliyeti tarafı, önümüzdeki dönemlerde marjlar açısından izlenmesi gereken ana başlıklardan biri olmaya devam edecektir.

### Nakit akış analizi

1Ç26 nakit akış tablosu, bilanço yorumunun en kritik tamamlayıcısıdır. Burada ilk bakışta dönem sonu nakdin artmış olması olumlu görünse de nakit üretiminin kompozisyonu daha temkinli okunmalıdır. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 1,17 milyar TL görünmekle birlikte, faaliyetlerden elde edilen nakit akışları ve işletme sermayesi değişimleri incelendiğinde çekirdek nakit üretiminin çok güçlü olmadığı görülmektedir. İşletme sermayesindeki değişimler -493 milyon TL'dir; peşin ödemeler, alacaklar ve stok hareketleri işletme nakdini aşağı çekmiştir. Ayrıca 549 milyon TL vergi ödemesi de nakit akışı üzerinde baskı yaratmıştır.

Yatırım faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı 1,12 milyar TL ile güçlüdür. Ancak bunun tamamı operasyonel başarıya bağlanmamalıdır. 912 milyon TL'lik maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı yapılırken, aynı dönemde alınan faizler ve finansal yatırımlardaki çözülme nakit yaratımını desteklemiştir. Bu nedenle yatırım faaliyetlerinden gelen pozitif katkı, sürdürülebilir serbest nakit akışı ile aynı anlama gelmemektedir.

Finansman faaliyetlerinden nakit akışı -1,31 milyar TL'dir. Burada ana baskı kalemleri 947 milyon TL'lik kira anapara ödemesi ve 367 milyon TL'lik kira faizi ödemesidir. Sonuç olarak dönem sonu nakit 4,50 milyar TL'ye yükselse de, bunun arkasında yüksek kaliteli ve tam anlamıyla çekirdek faaliyet kaynaklı bir nakit üretimi olduğunu söylenemez.

#### Finansal oranlar ve kalite yorumu

1Ç26 itibarıyla brüt kar marjı %11,6'ya gerilemiş, net kar marjı %1,7'ye düşmüştür. FAVÖK marjı %17,0 ile korunmuş görünse de faaliyet karındaki düşüş ve net kardaki sert gerileme nedeniyle kalite göstergeleri zayıflamıştır. Cari oran 1,56, likidite oranı 1,48 ve nakit oran 0,75 seviyesindedir. Likidite açısından sağlam bir yapı görülmektedir. Bununla birlikte finansal borç oranı ve kira yükümlülükleri dikkate alındığında, şirketin nakit üretim kalitesi ilerleyen çeyreklerde yakından izlenmelidir.

Özkaynak karlılığı yaklaşık %11,3, aktif karlılık ise %7,1 seviyesindedir. Bu oranlar sektör ölçeği açısından güçlü bir görüntü sunmaktadır. Buna karşılık geçmiş döneme kıyasla hafif bir zayıflama görülmektedir.

#### Değerlendirme

Ciro büyümesi, mağaza açılışları ve çok markalı yapı şirketin operasyonel hikayesini desteklemeye devam etmektedir. Bununla birlikte, brüt karın yatay kalması, faaliyet karının gerilemesi, vergi yükünün yükselmesi ve kira sonrası nakit çıkışlarının yüksek seyretmesi bu çeyreği kalite açısından sınırlamaktadır. Hisse açısından esas izlenecek başlıklar, ikinci ve üçüncü çeyreklerde brüt marjın toparlanıp toparlanmayacağı, işletme sermayesi baskısının hafifleyip hafiflemeyeceği ve vergi/finansman etkilerinin normalize olup olmayacağıdır.

Orta/uzun vadede pozitif görüşümüzü korumakla beraber kısa vadeli yaklaşımda nötr tarafta yer alıyoruz.

**Eren Can Umut**  
Trive Yatırım Araştırma Direktörü



**RİSK UYARISI:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.