

25 Şubat 2025

TAB Gıda

Ziyaret Notu

TAB Gıda, Türkiye'nin önde gelen hızlı servis restoran (HSR) şirketlerinden biri olup, Burger King, Popeyes, Arby's, Sbarro ve Subway gibi küresel HSR markalarının münhasır ana franchise sahibi olmanın yanı sıra, yerel markaları olan Usta Dönerci ve Usta Pideci'yi de bünyesinde bulundurmaktadır. Şirket, gıda hizmetleri sektöründe önemli bir oyuncu olan TFI TAB Gıda Yatırımları'nın bir iştirakidir. TAB Gıda, son on iki aylık FD/FAVÖK oranı ile 7,3x seviyesinde işlem görmektedir.

- Çok Yönlü Büyüme Stratejisi:** TAB Gıda, 2024 yılını sistem genelindeki toplam 1.830 restoranıyla tamamlayarak yıl boyunca net restoran sayısını 215 artırmıştır. Ancak, **restoran açılışları** şirketin büyüme stratejisinin yalnızca bir ayağını oluşturmaktadır. TAB Gıda, yeni şubeler açmanın yanı sıra, mevcut **restoranlarını yenileyerek ve canlandırarak** müşteri deneyimini geliştirmeye ve marka çekiciliğini korumaya yatırım yapmaktadır. Yenilenen mağaza tasarımları, modernize edilen iç mekanlar ve güncellenen tesisler, daha davetkar bir atmosfer yaratmayı hedefleyerek müşteri trafiğini artırmakta, ziyaret sıklığını yükseltmekte ve müşterilerin restoranlarda daha uzun süre vakit geçirmesini sağlamaktadır. Bu da mağaza başına satışları olumlu yönde etkilemektedir. Fiziksel iyileştirmelerin ötesinde, **stratejik pazarlama girişimleri** de satışları artırmada ve marka konumlandırmasını güçlendirmede kritik bir rol oynamaktadır. Hedefe yönelik kampanyalar, ürün inovasyonu, dinamik fiyatlandırma stratejileri ve dijital çözümlerin daha etkin entegrasyonu sayesinde şirket, müşteri etkileşimini artırarak sipariş değerini maksimize etmektedir.

Sonuç olarak, bu çabalar birbirini tamamlayan bir etki yaratmaktadır—artan şube sayısı, yükselen müşteri trafiği ve büyüyen ortalama sepet tutarı bir araya gelerek büyümeyi hızlandırmakta ve TAB Gıda'nın HSR sektöründeki genişlemesini sürdürmesini sağlamaktadır.

- Restoran Açılışlarında İstikrarlı Büyüme:** Şirket, ülkenin en büyük HSR operasyonuna sahip olmasına rağmen, yönetim önümüzdeki yıllarda güçlü ivmenin devam edeceğini ve yıllık yaklaşık %10 kapasite artışı hedeflendiğini öngörmektedir. Gelişmiş pazar ortalamaları, nüfus artışı ve marka portföyü göz önüne aldığımızda, 3.000'den fazla restoran sayısına ulaşılması mümkün gözükmektedir. Hatta en geniş restoran ağına sahip marka olan Burger King bile hâlâ potansiyel yeni lokasyonlara sahipken, diğer markalar için de önemli bir büyüme alanı bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, TAB Gıda, yeni markaları satın alma ve hızla ölçeklendirme konusunda kanıtlanmış bir yetkinliğe sahiptir. Şirket, operasyonel uzmanlığını ve franchise ağını kullanarak her birkaç yılda bir yaptığı gibi genişleme sürecini hızlandırabilmektedir. TAB Gıda'nın net nakit pozisyonu, negatif işletme sermayesi ihtiyacı ve franchise modeli, şirketin yeni restoran açılışlarını destekleyerek genişlemeyi minimum mali yükü sürdürmesini sağlamaktadır.
- Yum! Franchise Feshi TAB Gıda İçin Bir Fırsat:** Yum! Brands'in kendi franchiseesiyle olan anlaşmasını sonlandırmasının ardından 537 KFC ve Pizza Hut şubesinin kapanması, TAB Gıda için önemli bir pazar payı fırsatı yaratmaktadır. Kızarmış tavuk ve pizza segmentlerindeki rekabetin azalmasıyla birlikte, ülkenin lider HSR operatörü olarak TAB Gıda'nın markaları, değişen talep dinamiklerinden ve daha önce rekabetin yoğun olduğu lokasyonlarda genişleme potansiyelinden en fazla fayda sağlayan taraf olacaktır.
- 2024 Öngörüsü ve Değerleme:** TAB Gıda'nın 2024 yılı için öngörülen yıllık gelir hedefi 27,5-28,0 milyar TL olup, hedef FAVÖK marjı %21 olarak belirlenmiştir. Bu hedefe ulaşılması, 2024'ün üçüncü çeyreği itibarıyla net nakit pozisyonu ve güncel piyasa değeri baz alındığında, 6,9x FD/FAVÖK çarpanına denk gelmektedir. Son on iki aylık (S12A) verilere göre FD/FAVÖK bazında 7,3x çarpan ile TAB Gıda, küresel rakiplerine kıyasla %40 oranında iskonto ile işlem görmektedir.

Tavsiye:

**Araştırma
Kapsamında Değil**

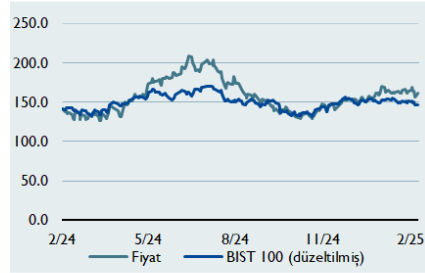
Hedef Fiyat:

Yok

* Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TABGD.IS
Sektör	HSR
Fiyat	TL 161.40
Piyasa değeri (TLm)	42,173
Şirket değeri (TLm)	40,003
Piyasa değeri (USDm)	1,160
Şirket değeri (USDm)	1,100
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	4.44
Halka açıklık (%)	20

BIST 100'e göre fiyat**BIST 100'e göre geçmiş performans (%)**

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-1.9	12.1	18.0
Endekse göre (%)	3.5	11.8	15.5

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görelle fiyat grafiği 24 Şubat 2025 tarihinde 9,575 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti**Zekai Unal, CFA**

zekai.unal@unluco.com

+90-212-367-3636

Performans Göstergeleri	2020	2021	2022	2023	S12A
Net satışlar	2,167	3,834	16,612	19,988	19,741
FAVÖK	68	419	2,286	4,233	5,514
Net kar	-310	-130	1,853	2,458	808
Hisse başı kar	-9.57	-4.03	7.97	9.41	3.09
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.00	0.56	0.00
Temettü verimi (%)	a.d.	a.d.	a.d.	0.4	0.0
F/K (x)	a.d.	a.d.	a.d.	15.8	52.5
FD/FAVÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	8.6	7.3

Değerleme Çarpanları	2020	2021	2022	2023	S12A
F/K (x)	a.d.	a.d.	a.d.	15.8	52.5
FD/FAVÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	8.6	7.3
FD/Satışlar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	1.8	2.0
Temettü verimi (%)	a.d.	a.d.	a.d.	0.4	0.0

Oran Analizi	2020	2021	2022	2023	S12A
Sermaye verimliliği (%)	n.m.	52.3%	119.3%	30.0%	9.5%
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	n.m.	38.3%	6.0%	19.5%	20.9%
Brüt marj (%)	6.8%	16.0%	9.8%	17.0%	16.3%
FAVÖK marjı (%)	3.2%	10.9%	13.8%	21.2%	27.9%
FVÖK marjı (%)	-2.3%	7.6%	1.6%	9.0%	8.7%
Net kar marjı (%)	-14.3%	-3.4%	11.2%	12.3%	4.1%
Net borç/FAVÖK (x)	11.1	3.0	1.9	-0.6	-0.4

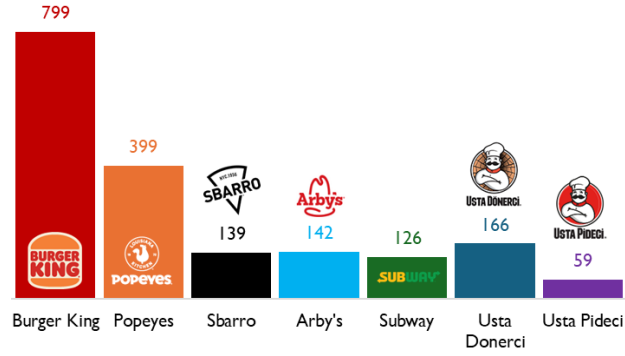
Kar ve Zarar (Milyon TL)	2020	2021	2022	2023	S12A
Net satışlar	2,167	3,834	16,612	19,988	19,741
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	77%	333%	20%	-39%
Brüt kar	147	615	1,630	3,395	3,226
FAVÖK	68	419	2,286	4,233	5,514
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	513%	446%	85%	-12%
FVÖK	-49	290	263	1,790	1,712
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	n.m.	-9%	581%	-16%
Diğer gelir/gider	-25	59	333	-90	-138
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	-246	-504	1,467	603	-950
Vergi öncesi kar	-340	-153	1,975	2,709	1,990
Vergi	30	22	-122	-251	-1,182
Efektif vergi oranı	-9%	-15%	-6%	-9%	-59%
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Net kar	-310	-130	1,853	2,458	808
Büyüme oranı (yıllık)	n.m.	n.m.	n.m.	33%	-83%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	32	32	232	261	261
Hisse başı kar	-9.57	-4.03	7.97	9.41	3.09
Hisse başı temettü	0.00	0.00	0.00	0.56	0.00
Temettü ödeme oranı	0%	0%	0%	6%	0%

Nakit Akışı (Milyon TL)	2021	2022	2023	S12A	Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023	S12A
FVÖK	290	263	1,790	1,712	Nakit	29	280	5,360	5,472
Amortisman ve itfa giderleri	129	2,023	2,443	2,579	Dönen varlıklar	423	1,378	7,789	8,184
İşletme sermayesindeki değişim	-116	575	-69	-577	Maddi duran varlıklar	1,386	4,572	7,101	7,937
Ödenen vergiler	0	-85	-293	-475	Maddi olmayan duran varlıklar	98	543	794	882
Toplam yatırım harcaması	-146	-1,075	-1,428	-2,253	Duran varlıklar	2,321	9,886	12,779	14,343
Yatırım harcaması/hasılat	-3.81%	-6.47%	-7.14%	-11.41%	Toplam varlıklar	2,744	11,264	20,568	22,526
Serbest nakit akışı	156	1,701	2,444	986	Kısa vadeli yükümlülükler	1,531	4,583	4,250	4,326
Serbest nakit akışı oranı	4.08%	10.24%	12.23%	5.00%	Uzun vadeli yükümlülükler	1,340	3,445	3,167	3,570
Ödenen temettüler	0	0	0	-146	Özkaynaklar	-128	3,236	13,151	14,630
Net borç değişim	-93	201	3665	3,488	Toplam kaynaklar	2,744	11,264	20,568	22,526
					Net işletme sermayesi	-416	-991	-922	-372
					Net borç (nakit)	-1,258	-4,411	2,466	2,169

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, UNLU & CO

Grafikler

Tablo 1: Sistem Genelindeki restoran lokasyonları



Tablo 1: TAB Gıda Tarafından İşletilen Restoranlar

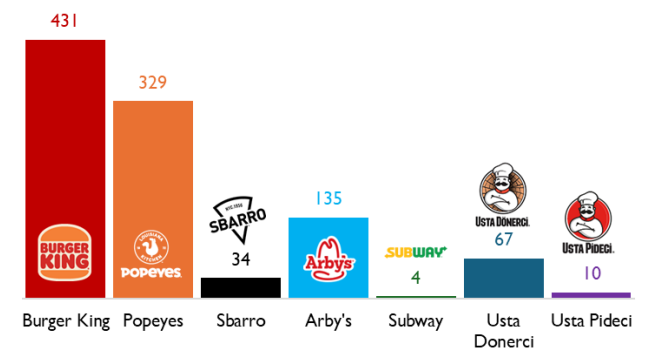
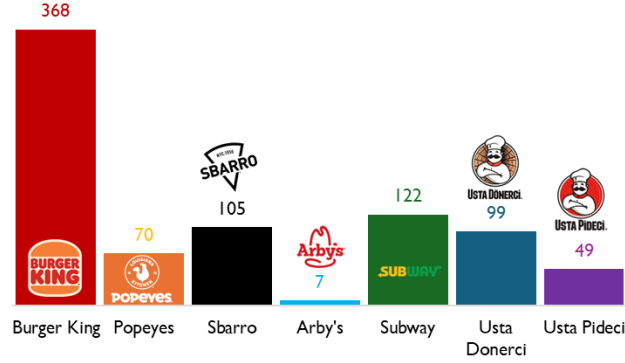
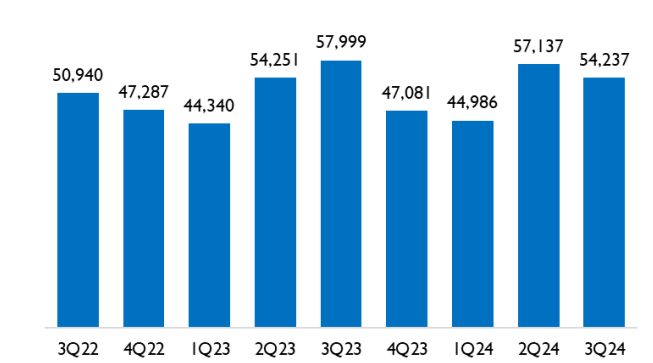


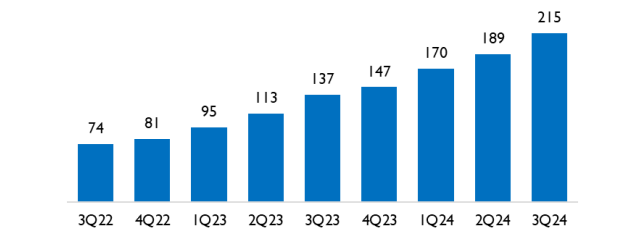
Figure 2: Franchise Tarafından İşletilen Restoranlar



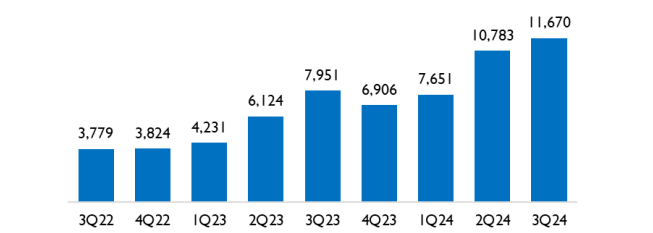
Tablo 3: Çeyreklik fiş sayısı (k)



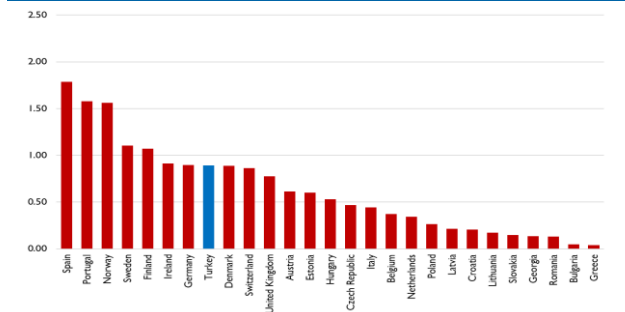
Tablo 5: Ortalama fiş büyüklüğü (TL)



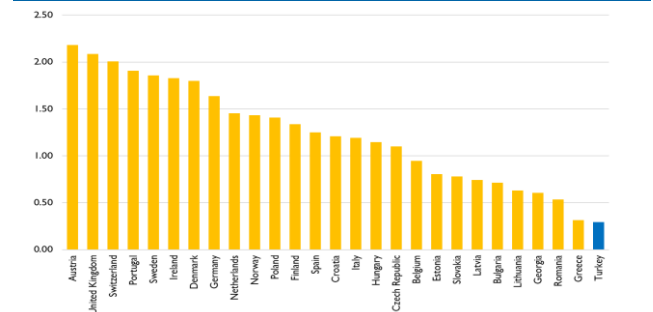
Tablo 6: System-geneli satışlar (TLm)



Tablo 7: 100 Bin Kişi Başına Düşen Burger King Restoran Sayısı



Tablo 8: 100 Bin Kişi Başına Düşen McDonald's Restoran Sayısı



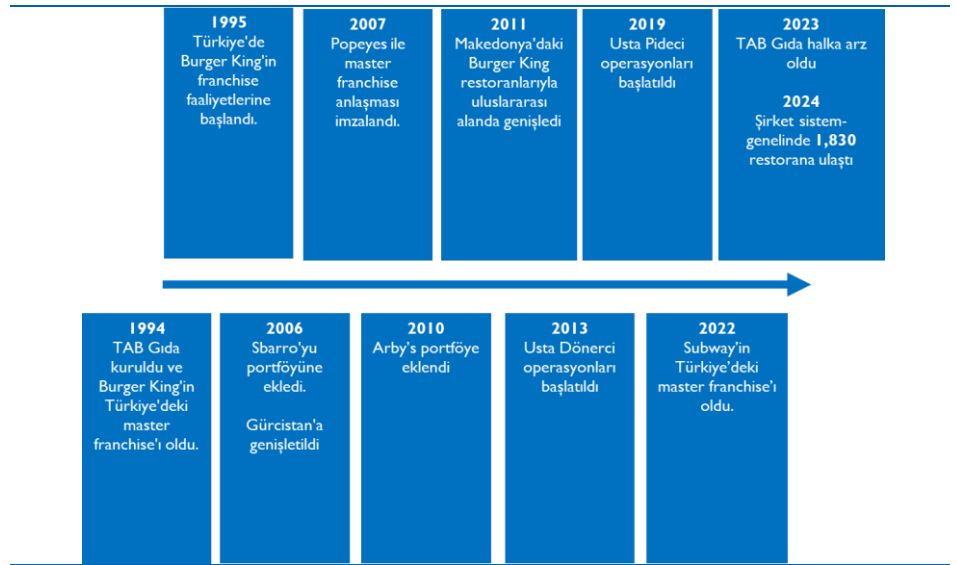
Kaynak: Tablo 1-6 şirket verileri ve UNLU & Co

Kaynak: Tablo 7-8 Burger King and McDonald's siteleri, UN ve UNLU & Co

Şirket Tarihiçesi

1994 yılında kurulduğundan bu yana TAB Gıda, HSR sektöründeki lider konumunu pekiştiren önemli dönüm noktalarına ulaşmıştır. Şirket, Türkiye'de Burger King'in ana franchiseesi olarak faaliyetlerine başlayarak ilk restoranını İstanbul'da açmıştır. Altyapı ve tedarik zinciri yatırımlarından faydalanarak hızla ülke geneline yayılmıştır. 2006 yılında Sbarro'yu bünyesine katarak portföyünü çeşitlendirmeye başlayan TAB Gıda, 2007'de Popeyes ve 2010'da Arby's markalarını da eklemiştir. 2013 yılında yerel bir döner kebab markası olan Usta Dönerci'yi, 2019 yılında ise taş fırında pişirilen ve çeşitli malzemelerle hazırlanan geleneksel Türk pidesi sunan Usta Pideci'yi piyasaya sürmüştür. Portföyüne eklenen en son marka ise 2022 yılında Subway olmuştur. Türkiye'nin ötesinde, ana şirket TFI TAB Gıda Yatırımları uluslararası alanda da genişleme göstermiş ve özellikle Çin'de önemli bir varlık oluşturmuştur ardından yönettiği 1.500'den fazla Burger King restoranını RBI'ya satmıştır.

Tablo 9: Tarihiçe



Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

TAB Gıda, dikey olarak entegre edilmiş tedarik zincirini oluşturan bir gıda ekosisteminden faydalanmakta ve markalarının büyük çoğunluğunun ihtiyaçlarını TFI grup şirketleri aracılığıyla karşılamaktadır. Bu ekosistemde, Ekur Et Entegre karkas eti işleyerek et tedarikini sağlarken, Atakey kızartmaya hazır patates üretmektedir. Ekmek Unlu Gıda, hamburger ekmeği ve sandviç ekmeği üretimini gerçekleştirirken, Fasdat sebze işleme ve lojistik operasyonlarını yedi farklı depodan yönetmektedir. Mutfak ekipmanlarının kurulumu ve bakımı ise Mes Mutfak tarafından sağlanmaktadır.

TAB Gıda, Ekim 2023'te hisse başına **130 TL** fiyatla halka arz edilmiş olup, rekor seviyede 5,2 milyon yatırımcı katılımı ve 2,5 kat talep ile büyük ilgi görmüştür. Şirket, 28,875 milyon yeni hisse ihraç ederken, ek olarak TFI'ya ait 23,625 milyon hisse satılmış ve toplamda 52,5 milyon hisse satışı gerçekleştirilmiştir. Bu işlem sonucunda, şirketin sermayesi 232,4 milyondan 261,3 milyona yükselmiş ve ücretler düşüldükten sonra net **3,608 milyar TL** nakit girişi sağlanmıştır.

Tablo 10: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Hissedarlık Yapısı

Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

TAB Gıda'nın halka arz gerekçesi; sermaye artırımını yoluyla finansman sağlamak, kurumsal kimlik ve şeffaflığı artırmak, marka bilinirliğini yükseltmek ve kurumsallaşmayı güçlendirmek olarak belirtilmiştir.

Halka arz sırasında, şirketin IFRS-16 kira yükümlülükleri dahil net borcu 2.776 milyon TL, bu yükümlülükler hariç net borcu ise 951 milyon TL seviyesindeydi. Mevcut durumda ise TAB Gıda, net nakit pozisyonuna (TL2.169m) geçmiş olup, yeni restoran açılışları, yenileme çalışmaları ve dijitalleşme yatırımları halen devam etmektedir.

2024 yılında, TAB Gıda Şanlıurfa/Bozova'da yaklaşık 20 MW kapasiteli lisanssız bir güneş enerjisi santrali kurmayı planlamış, ancak şebeke bağlantı kotasıyla ilgili düzenleyici engeller nedeniyle bu proje iptal edilmiştir. Şirket, alternatif çözümleri değerlendireceğini kamuoyuna duyurmuştur.

Portföy ve Strateji

TAB Gıda'nın portföyü, küresel ve yerel markaların bir kombinasyonunu sunarak farklı tüketici tercihlerini karşılamaktadır. Şirket, beş uluslararası markanın ana franchiseesi olmanın yanı sıra, yerel mutfak tercihlerine hitap eden iki tamamen kendine ait markaya sahiptir. Portföydeki ilk marka olan Burger King, aynı zamanda şirketin amiral gemisi markası olarak öne çıkmaktadır.

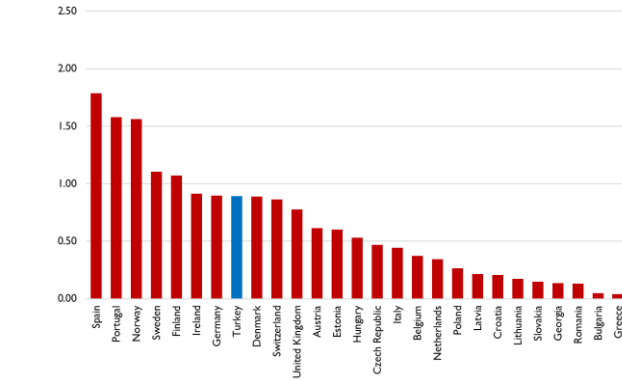
Tablo 11: Şirket Lokasyonları

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Domestic	1,051	1,123	1,151	1,185	1,244	1,433	1,580	1,795
Burger King	644	651	657	658	683	718	724	777
Popeyes	191	208	216	228	244	282	330	395
Sbarro	78	80	74	79	86	110	117	136
Arby's	59	76	78	78	81	94	120	142
Usta Donerci	114	143	137	136	142	150	145	160
Usta Pideci			24	41	43	38	43	59
Subway						76	101	126
System-wide	1,086	1,158	1,186	1,220	1,279	1,468	1,615	1,830

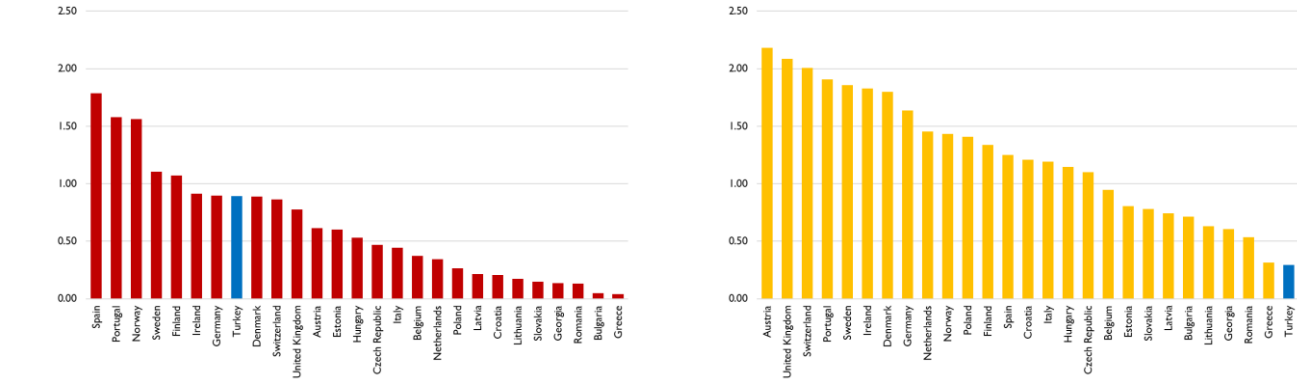
Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

2024 yılı 1.830 sistem genelindeki restoran ile kapatılmış olup, bu sayı en yakın rakibinin birkaç katıdır. Ancak yönetim, Burger King gibi portföydeki en büyük marka için bile hâlâ değerlendirilmeyi bekleyen lokasyonlar olduğu gerekçesiyle büyüme için önemli fırsatlar görmektedir. Bu potansiyel yalnızca yeni şehirlere girişle sınırlı değildir—şirket şu anda 81 ilin 77'sinde faaliyet göstermektedir—aynı zamanda İstanbul gibi büyük şehirlerde henüz hizmet verilmemiş uygun lokasyonlar da mevcuttur.

Burger King'in başarısı ve diğer markaların görece düşük restoran sayısı göz önüne alındığında, genel büyüme ivmesinin devam etmesi şartıyla, sistem genelinde 3.000 restorana ulaşmanın gerçekçi bir hedef olduğunu değerlendiriyoruz. Bu büyüme potansiyeline net bir örnek olarak, 2022 yılında TAB Gıda portföyüne katılan Subway gösterilebilir. TAB Gıda'nın yönetimi altında Subway, şirketin portföyündeki diğer markalar için keşfedilmemiş büyüme fırsatlarının bulunduğunu da vurgular şekilde, 2024 sonuna kadar Türkiye'deki şube sayısını neredeyse ikiye katlayarak 126'ya ulaştırmıştır.

Tablo 12: 100 Bin Kişi Başına Düşen Burger King Restoran Sayısı


Kaynak: Şirket verileri Burger Kings siteleri ve UNLU & Co

Tablo 13: 100 Bin Kişi Başına Düşen McDonald's Restoran Sayısı


Kaynak: Şirket verileri McDonald's siteleri ve UNLU & Co

Avrupa'daki McDonald's restoran yoğunluğu ile karşılaştırıldığında, Burger King genellikle daha düşük bir pazar payına sahipken, bu durum Türkiye'de tersine dönmektedir. Burger King, Türkiye'de yalnızca McDonald's'ı geride bırakmakla kalmayıp, aynı zamanda Avrupa'daki en güçlü Burger King pazarlarından biri konumundadır. Türkiye'de 100 bin kişi başına düşen Burger King restoran sayısı 0.89 olup, bu oran birçok Avrupa ülkesine kıyasla yüksek bir seviyede bulunmasına rağmen, McDonald's'ın çoğu pazardaki yaygınlığına kıyasla hâlâ daha düşük bir penetrasyon oranına sahiptir. Türkiye'de uygulanan başarılı operasyon modeli göz önüne alındığında, diğer ülkelerdeki doygunluk seviyelerine ulaşmak için daha fazla genişleme potansiyeli bulunmaktadır. TAB Gıda'nın dengeli şirket- tarafından yönetilen ve franchise şube karışımı, güçlü nakit yaratma kabiliyeti ve negatif işletme sermayesi döngüsü, bu büyümeyi destekleyerek sermaye harcaması gereksinimlerini yönetilebilir seviyede tutmaktadır.

Büyüme Stratejisi

TAB Gıda'nın büyüme stratejisi, genişleme, modernizasyon ve stratejik pazarlama girişimleri olmak üzere üç temel sütuna dayanmaktadır. İlk olarak, şirket kapasite artışına odaklanarak yeni restoranlar açmakta ve büyümeyi hızlandırırken sermaye verimliliğini korumak adına öncelikli olarak franchise modelini tercih etmektedir. Bu genişlemeyi desteklemek için TAB Gıda, dikey entegre ekosistemini kullanmaya devam ederek satın alma gücünü artırmakta ve ölçek ekonomilerinden faydalanmaktadır. İkinci olarak, mevcut restoranların modernizasyonuna ve yeniden canlandırılmasına önem vererek, şubelerin görsel ve fiziksel çekiciliğini artırmakta, böylece müşteri deneyimini iyileştirmekte ve marka rekabetçiliğini korumaktadır. Son olarak, stratejik pazarlama girişimleri, operasyonel verimliliği ve gelir büyümesini desteklemede kritik bir rol oynamaktadır. Self-servis sipariş kiosklarının yaygınlaştırılması, 2023'te yaklaşık 600 olan kurulum sayısının 2024'te 1.120'ye ulaşmasıyla, çapraz satış oranlarını yaklaşık %20'den %30'a çıkarmıştır. Ayrıca, şirket hedefe yönelik pazarlama kampanyaları ve dinamik fiyatlandırma stratejileri uygulamakta, veri analitiğini kullanarak promosyonları optimize etmekte ve kârlılığı maksimize etmektedir.

Türkiye'de mevcut markaların yaygınlığını artırmanın ötesinde, şirketin restoran ağını daha da genişletmek için iki seçeneği olduğunu düşünüyoruz:

- **Yeni markalar edinmek:** TAB Gıda, geçmişte her birkaç yılda bir yeni markalar ekleyerek portföyünü çeşitlendirmiştir. Gelecekte yapılacak marka alımları, henüz doğrudan hizmet verilmeyen segmentlere odaklanarak restoran ağının büyümesinde yeni fırsatlar sunabilir. Şirket, şu anda en popüler gıda segmentlerine yönelik hizmet veren markalara sahip olsa da, Asya mutfağı, sağlıklı/vegan konseptler veya deniz ürünleri odaklı markalar için hâlâ bir fırsat alanı bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, **kahve ve tatlı** segmenti hem küresel hem de yerel pazarda güçlü bir talebe sahip olup, TAB Gıda şu an bu alana yalnızca dolaylı olarak hitap etmektedir.

Tablo 14: Ürün portföyü

Burger ve Sandviç	Burger King, Arby's, Subway
Tavuk	Popeyes
İtalyan	Sbarro
Yerel tatlar	Usta Dönerci, Usta Pideci
Yan ürünler	Hepsi
Tatlı ve tostlar	Hepsi
Dondurma ve içecek	Hepsi

Kaynak: Şirket verileri ve UNLU & Co

- **Uluslararası büyüme:** Uzun vadede uluslararası genişleme bir olasılık olarak görülsede, şu an için şirketin öncelikli stratejileri arasında yer almamaktadır. Usta Dönerci ve Usta Pideci markalarının uluslararası pazarlara açılması, şirket için uygulanabilir bir strateji olabilir. Türk ve Akdeniz mutfağı, özellikle Avrupa'da güçlü bir varlığa sahip olup, döner kebab ve benzeri yemekler geniş çapta tanınmakta ve tüketilmektedir. Birkaç yabancı HSR markası, bu talebi başarılı bir şekilde değerlendirerek bağımsız işletmecilerin ötesine geçen ölçeklenebilir ve yapılandırılmış bir büyüme modeli öne koymuştur. Eğer TAB Gıda bu yönde bir genişleme kararı alırsa, operasyonel uzmanlığı ve franchise modeli sayesinde bu süreci etkin bir şekilde yönetebilir ve uluslararası pazarlarda rekabet avantajı elde edebilir.

Franchise sistemi

Şirket, 2024 yılında 133 franchise restoran açarak net yeni açılışların yaklaşık %62'sini franchise modeliyle gerçekleştirmiştir. TAB Gıda, farklı markalar için çeşitli franchise modelleri uygulamaktadır. FR1 modelinde, franchisee (baya) restoran açılış maliyetlerini, küçük bir başlangıç ücretini karşılamakta (yaklaşık 400-500 bin USD), operasyonel giderler ve diğer ücretleri üstlenmektedir. Bunun karşılığında TAB Gıda'ya düşük ila orta seviyede bir telif ücreti (royalty) (%10-15 aralığında) ödemektedir.

Buna ek olarak, Sbarro, Subway, Usta Dönerci ve Usta Pideci markalarının büyütülmesi için FR2 modeli de kullanılmaktadır. Bu modelde yatırım TAB Gıda tarafından yapılmakta ve uygun, deneyimli bir franchisee bulunarak restoran işletmesi ona devredilmektedir. FR2 modelinde kira giderleri TAB Gıda tarafından karşılanırken, telif ücretleri FR1 modeline kıyasla oldukça yüksektir ve %20'den başlayarak %35'e kadar çıkmaktadır.

TAB Gıda, RBI, Inspire Brands, Sbarro ve Subway gibi global markalara şirket gelirleri üzerinden düşük tek haneli oranlarda bir telif ücreti (royalty) ödemektedir. FR1 modeli uygulanan markalarda genişlemenin TAB Gıda'nın kendi restoran açılışlarıyla paralel ilerlemesi beklenirken, FR2 modeli uygulanan markalarda büyümenin büyük ölçüde franchise restoran açılışlarıyla sağlanması öngörülmektedir.

Ekosistem

Büyümenin ardındaki itici güç, ana şirket TFI TAB Food Investments tarafından kurulan ve restoranlara gerekli malzemeleri sağlayan ekosistem şirketleridir. TAB Gıda'nın marka portföyü genişledikçe ve restoran ağı büyüdükçe, şirket büyük ölçekli üretimi desteklemek ve maliyet verimliliğini artırmak amacıyla sistematik olarak **dikey entegre bir tedarik zinciri** oluşturmuştur. Dış tedarikçilere bağımlı kalmak yerine, TFI kritik bileşenleri sağlamak için ekosistem şirketleri kurarak standart kalite, maliyet optimizasyonu ve tedarik sürekliliğini güvence altına almıştır.

Bu entegrasyonun ilk adımlarından biri, 1995 yılında **Fasdat Gıda**'nın kurulması olmuştur. Fasdat, ulusal çapta bir lojistik ve depo ağı geliştirerek satın alma ve dağıtım süreçlerini optimize etmiştir. Büyük ölçekli fırın üretimine olan ihtiyacın artmasıyla, 2009 yılında **Ekmek Unlu Gıda** faaliyete geçirilmiş, böylece hamburger ekmeği ve diğer unlu mamuller üreterek restoranlarda standart kalite sağlanmıştır.

Dondurulmuş patates ihtiyacını karşılamak ve dış tedarikçilere bağımlılığı azaltmak amacıyla 2012 yılında **Atakey Patates** (<ATAKP TI>, Araştırma Kapsamında Değil) kurulmuş ve bu sayede maliyet verimliliği artırılmıştır. 2016 yılında ise **Ekur Et Entegre**, Türkiye'de küçük ve orta ölçekli üreticilerden oluşan dağınık kırmızı et işleme sektöründeki kritik bir açığı kapatmak için hayata geçirilmiştir. Öte yandan, Türkiye'de büyük ölçekli beyaz et üretiminin halihazırda yaygın olması nedeniyle, şirket henüz kendi tavuk tedarik zincirine yatırım yapma gereği duymamıştır.

Bugün, **restoranlarda satılan ürünlerin neredeyse yarısı** iç tedarik kaynaklarından sağlanmakta, böylece TAB Gıda ve ekosistem şirketleri ölçek ekonomilerinden en iyi şekilde yararlanmaktadır.

- **Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi (1995):** Satın alma, lojistik ve depolama süreçlerini yönetir. 9 tesiste toplam 37.914 palet kapasitesine sahiptir ve kuru, soğuk ve dondurulmuş depolama çözümleri sunar. Gıda üretim bölümü doğranmış salatalar ve tatlı ekstraktları üretirken, Fasdat Dağıtım ulusal çapta bir lojistik ağı işletmektedir.
- **Ata Express (2005):** Son kilometre teslimat hizmetlerini yönetir. TıklaGelsin (dijital sipariş platformu), Fiyuu (teslimat ağı) ve Ara Gelsin (çağrı merkezi hizmetleri) markalarıyla faaliyet göstermektedir.
- **ReklamUssu (2007):** TAB Gıda'nın HSR markaları için pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir.
- **Ekmek Unlu Gıda (2009):** 2009 ve 2012'de faaliyete geçen iki üretim hattıyla çalışmaktadır. Aylık 40 milyon hamburger ekmeği ve 24 milyon dilimli ekmek üretmektedir.
- **Atakey Patates (2012):** Dondurulmuş patates ve diğer patates bazlı ürünler konusunda uzmanlaşmıştır. 90.000 tonluk üretim kapasitesine sahip olup, yakın zamanda soğan üretimine de yönelmiş ve başlangıç olarak 3.000 ton üretim gerçekleştirmiştir. 2024 yılında 127.000 ton ham patates işleyerek 70.000 ton dondurulmuş ürün elde etmeyi hedeflemektedir.
- **Ekur Et Entegre Sanayi (2016):** TAB Gıda'nın et tedarikini karşılamak için faaliyet göstermektedir. Günlük 400 büyükbaş hayvan işleme kapasitesine sahiptir ve yıllık 33.600 ton kemiksiz et ile 18.000 ton hamburger eti üretmektedir.

Bunlara ek olarak, bazı ekosistem şirketleri doğrudan TFI'ya değil, Kurdoğlu ailesine aittir:

- **Ekur İnşaat (1993):** Bağımsız restoran lokasyonlarının inşaat hizmetlerini sağlamaktadır.

- **ATP Tech <ATATP TI> (1997):** Konaklama ve restoran sektörüne yönelik IT çözümleri geliştirerek TAB Gıda'nın operasyonlarını desteklemektedir.
- **Mes Mutfak (1999):** Mutfak ekipmanları ve ilgili ürünlerin tedarikini sağlamaktadır.

9M24 İncelemesi

9M24 döneminde şirket, 20.311 milyon TL gelir (+%67 y/y), 4.261 milyon TL FAVÖK (+%65 y/y) ve 3.157 milyon TL net kâr (+%110,3 y/y) kaydetmiştir. Enflasyona göre düzeltilmiş bazda, bu rakamlar %1,9'luk reel ciro artışı ve %3,5'lik FAVÖK büyümesine karşılık gelmektedir. Şirket, süregelen enflasyonist baskılar ve yıl ortasında asgari ücrete zam yapılmamasının tüketici harcamaları üzerinde zayıflatıcı etki yarattığını belirtmiştir. Bu durum, 9M24'te açılan 182 yeni restorana rağmen, toplam fiş sayısının yıllık bazda yatay seyretmesine neden olmuş (9M24: 156,3 milyon; 9M23: 156,6 milyon), ancak ortalama fiş tutarı %64,5 artış göstermiştir. Brüt kâr marjı 9M24'te 29 baz puan düşerken, sıkı operasyonel gider kontrolü sayesinde FAVÖK marjı 28 baz puan artış göstermiştir. 9M24 itibarıyla şirketin net nakit pozisyonu 2.169 milyon TL'ye ulaşırken, net işletme sermayesi -399 milyon TL seviyesinde negatif kalmaya devam etmiştir. Yatırım harcamaları restoran genişleme ve modernizasyon yatırımlarının etkisiyle 9M23'te 1.426 milyon TL iken, 9M24'te 2.204 milyon TL'ye yükselmiş ve gelirlerin %9,6'sına ulaşmıştır.

Tablo 15: Düzeltilmemiş 9M24 Finansal Sonuçları

Konsolide (pre- <i>IAS29</i>)	3Ç23	3Ç24	y/y	9M23	9M24	y/y
Fiş Sayısı (k)	57,999	54,237	-6.5%	156,562	156,339	-0.1%
Ort. Fiş Büyüklüğü (TL)	137	215	56.9%	117	193	65.0%
Sistem-geneli satışlar	7,951	11,670	46.8%	18,328	30,143	64.5%
Hasılat	5,079	7,671	51.0%	12,158	20,311	67.1%
Brüt Kar	1,128	1,727	53.1%	2,602	4,288	64.8%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	22.2%	22.5%	30bps	21.4%	21.1%	-29bps
Düzeltilmiş FAVÖK*	1,060	1,740	64.2%	2,516	4,261	69.4%
<i>FAVÖK Marjı</i>	20.9%	22.7%	181bps	20.7%	21.0%	28bps
VÖK	514	1,336	159.9%	1,165	3,404	192.2%
Net Kar	536	1,152	114.9%	1,501	3,157	110.3%
<i>Net kar marjı</i>	10.6%	15.0%	446bps	12.3%	15.5%	320bps

Kaynak: Şirket verileri. *Düzenlemeler şirket tarafından yapılmış olup, olağan bileşenlere ek olarak atık yağ geliri, masa protokol geliri ve kâr kayıplarına ilişkin sigorta gelirlerini içermektedir.

Yönetim, enflasyonist baskıları hafifletirken operasyonel verimliliği korumak amacıyla stratejik girişimler uygulamaktadır. 9M24 açıklamalarında, 'BORGIR' kampanyası, değer odaklı promosyonlar, mevsimsel ürün lansmanları ve yeni tavuk bazlı ürünler ile yerel tatları içeren menü genişlemeleri gibi girişimlere vurgu yapılmıştır. Ayrıca, stratejik satın alma süreçleriyle maliyet verimliliğinin artırılması, dijital satışların büyümesi (özellikle self-servis kiosklar, kasiyersiz sistemler ve online sipariş platformları sayesinde toplam gelirin %30'unu oluşturması) ve devam eden restoran yenilemeleri ile masaya servis uygulamalarının genişletilmesi gibi faktörler, müşteri bağlılığını ve kârlılığı sürdürülebilir kılmak adına ön plana çıkarılmıştır.

Tablo 15: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri (USDm)	S12A FD/FAVÖK	2023 FAVÖK Büyümesi
YUM China	17,887	11.4	-20%
Americana Restaurants	5,986	13.9	-13%
Arcos Dorados	1,763	7.0	21%
Alsea SAB DE CV	1,941	5.3	17%
McDonald's Holdings Japan	5,128	11.0	15%
Restaurant Brands NZ	275	7.5	1%
Jubilant Foodworks	4,940	34.3	0%
Dominos Australia	1,938	14.2	-12%
Dominos UK	1,444	12.4	-25%
Ibersol	345	5.4	20%
Ortalama		12.2	0%
TAB Gıda	1,180	7.3	85%
Primi/iskonto		-40.4%	

Kaynak: Bloomberg, Unlu & Co

TAB Gıda'nın 2024 yılı için yıllık gelir hedefi **27,5-28,0 milyar TL** olup, düzeltilmiş FAVÖK marjı **%21** olarak öngörülmektedir. Şirket, 2024 yılı boyunca 215 yeni restoran açarak toplam sistem genelindeki restoran sayısını 1.830'a ulaştırdığını açıklamıştır. Son on iki aylık (LTM) verilere göre FD/FAVÖK bazında **7,3x çarpan ile** TAB Gıda, küresel rakiplerine kıyasla **%40** oranında iskonto ile işlem görmektedir.

Bahsi geçen şirketler (24 Şubat 2025)

TAB Gıda (TABGD.IS, Tavsiye: Araştırma kapsamında değil, Hedef Fiyat: Araştırma kapsamında değil)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

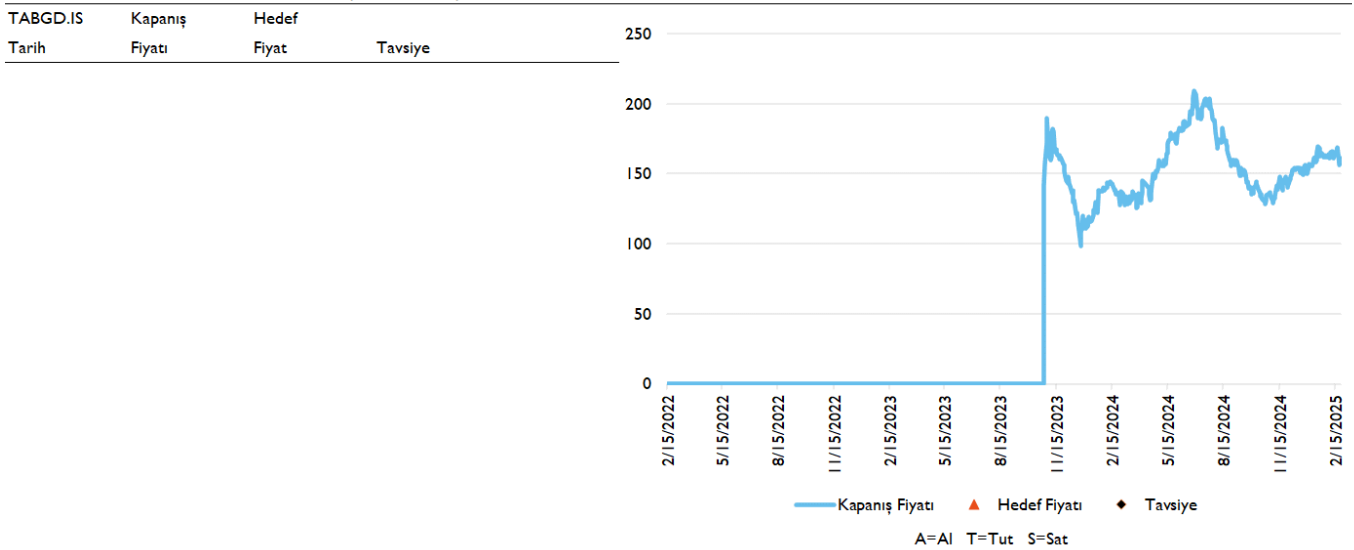
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Zekai Ünal, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TABGD.IS



ÜNLÜ & Co hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BİST") endeksinde ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
TAB Gıda	Yoktur

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna inandığı kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile yatırım hizmetleri alanındaki diğer iş birimleri ve hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Hizmetleri veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler

yatırım hizmetleri personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.