

Güçlü fiş büyümesi; güçlü sonuçlar

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	246,90	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	274,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	64.513 / 1.540	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	84 / 50				
Halka Açıklık Oranı	20	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	200,9				
TMS/TFRS - TL milyon	3Ç25	3Ç24	Yıllık Δ	2Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	12.300	10.684	15,1%	11.974	3,0%	11,550	11,752
VAFÖK	2.740	2.463	11,2%	2.704	1,2%	2,516	2,600
Net Kar	944	719	31,2%	1.220	-22,6%	868	874
VAFÖK Marjı	22.1%	22,9%	-0,7pp	22,5%	-0,4pp	21.8%	22.1%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

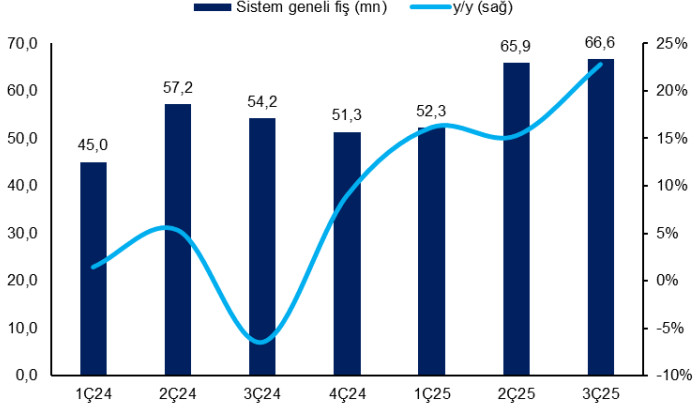
3Ç25 Sonuçları

- Sonuçlar beklentilerden daha iyi.** TAB Gıda, 3Ç25'te yıllık %31 artışla 944 milyon TL net kâr açıkladı ve bu rakam hem bizim tahminimizin (868 milyon TL) hem de piyasa beklentisinin (874 milyon TL) üzerindedir. Net kârda yıllık %31 artış (VAFÖK'teki yıllık %11'lik büyümeye kıyasla), esas olarak geçen yıla kıyasla %60 daha düşük veri giderinden kaynaklanmakta. Ancak, vergi öncesi kar, kira yükümlülüklerine ilişkin faiz giderlerinin (TFRS 16) neredeyse iki katına çıkmasıyla yıllık %2 düşüşle 1,1 milyar TL oldu. Gelirler, esasen fiş sayısının yıllık %23 büyümesiyle, beklentimizin %6 üzerinde 12,3 milyar TL'ye (yılılık +%15) ulaştı. VAFÖK marjı yıllık 1 puan düşerek, bizim ve piyasa beklentisine büyük ölçüde paralel, %22 oldu. VAFÖK marjındaki düşüş, toplam satışlardaki rekabetçi menü satışlarının daha yüksek payından kaynaklandı.
- Güçlü fiş büyümesi.** Sistem genelindeki fiş sayısı, 3Ç25'te yıllık %23 artışla 66,6 milyona ulaştı. Bu artışta, i) rekabetçi menü satışları (örneğin, ikili menü), ii) yeni ürün lansmanları ve iii) sektör genelindeki düşüş eğilimine rağmen üst segment menülerin olumlu katkısı etkili oldu. Sistem genelindeki toplam restoran sayısı 1.975'e ulaştı (yılılık +%11; TAB restoranı: 1.097, franchise: 878). Ayrıca, ~2,4 bin kiosk sayesinde dijital satışların toplam satışlardaki payı %48'e (2024'teki %36'ya kıyasla) ulaşırken, paket servis satışlarının payı %28'e (2024'teki %24'e kıyasla) ulaştı.
- Net işletme sermayesi ihtiyacı, 2Ç25'teki negatif 411 milyon TL'den 3Ç25'te negatif 1,3 milyar TL'ye geriledi. Bu düşüş, daha uzun ticari borç ödeme süresi (3Ç25'te 39 gün, 2Ç25'te 33 gün) desteğiyle gerçekleşti. Ancak, artan yatırım harcamaları serbest nakit akışını baskıladı (SNA marjında yıllık 1 puan düşüş) ve net nakit pozisyonunu 2Ç25'teki 3,0 milyar TL'den 2,4 milyar TL'ye geriledi. Hatırlatmak gerekirse, şirket Temmuz 2025 ortası itibarıyla halka arz gelirlerinin %25'ini (~875 milyon TL) yeni restoran açılışlarına ayırdı. Bu yatırım dönemini, fiziksel genişlemeyi ve hacim büyümesini desteklediği için şirket açısından değer yaratan bir süreç olarak değerlendiriyoruz.
- TAB yönetimi, 2025 tahminini korudu. Buna göre, 250-300 (2024'te 215) net restoran açılışı, %45-50 (TMS29 etkisi içermeyen) gelir büyümesi (2024'te %65) ve 8,2-8,4 milyar TL VAFÖK (2024'te 5,9 milyar TL) öngörüyorlar. Bu tahmin, orta noktalarına göre, 4Ç25'te yıllık %33 gelir büyümesi, yıllık ~3 puan VAFÖK marjı daralması ve 130 net açılış anlamına geliyor. Şirketin beklentilere ulaşmada herhangi bir sorun yaşamayacağını düşünüyoruz.

Özet Görüşümüz

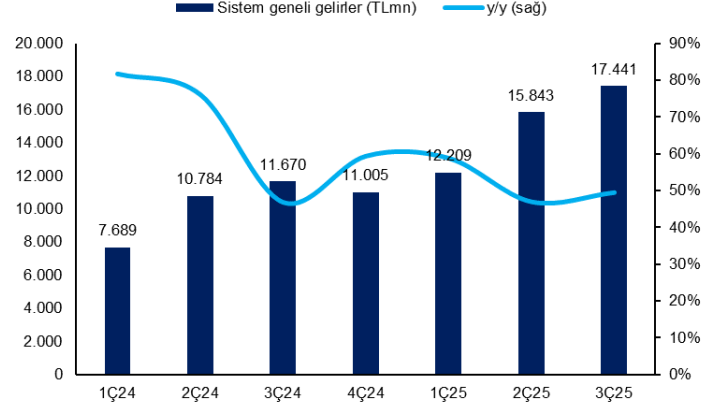
TAB'ın 3Ç25 sonuçlarını, tüketici trendlerini yakalayan şirketin etkili satış stratejisi ve bunu yansıtan güçlü fiş büyümesi sayesinde olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ancak, sonuçlar beklentilerle genel olarak uyumlu olduğundan piyasa tepkisi daha sınırlı olabilir. 3Ç25 sonuçları ışığında ve bugünkü tele-konferansta yönetimi dinledikten sonra, model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz. **Şimdilik, model portföyümüzün bir üyesi olan TABGD için "AL" tavsiyemizi ve 12 aylık 274TL/hisse hedef fiyatımızı yineliyoruz. Hisse 2025 tahminlerine göre, 6,6x FD/VAFÖK ve 15,5x F/K ile işlem görüyor.**

Şekil 1: Sistem geneli fiş



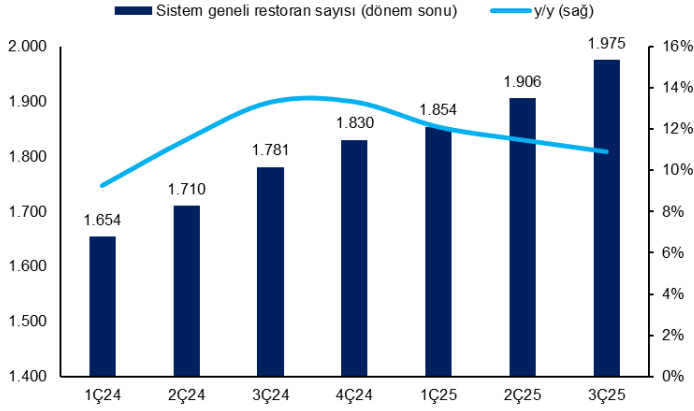
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: Sistem geneli çeyreksele gelirler



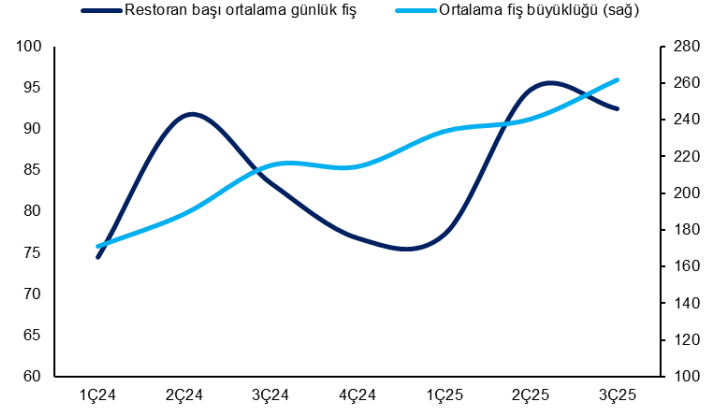
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) TMS29'a göre düzeltilmemiştir

Şekil 3: Sistem geneli restoran sayısı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Ortalama fiş sayısı ve büyüklüğü



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TABGD-Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	10.684	9.609	9.931	11.947	12.300
Brüt Kar	1.971	1.634	1.314	2.220	2.089
Faaliyet Giderleri	-812	-824	-946	-893	-808
Net Faaliyet Karı	1.159	810	368	1.327	1.281
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.442	2.143	1.654	2.685	2.717
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2.360	2.096	1.636	2.553	2.520
Net Finansman Gelir (Gider)****	-364	-1.002	-252	-306	-412
Vergi Öncesi Kar Zarar	1.143	612	504	1.376	1.122
Vergi	-424	-259	-150	-157	-178
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	719	353	353	1.220	944

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	36.762	40.149	41.153	42.170	43.787
Brüt Kar	6.101	6.937	7.095	7.139	7.257
Faaliyet Giderleri	-2.852	-3.289	-3.380	-3.475	-3.471
Net Faaliyet Karı	3.250	3.648	3.715	3.664	3.786
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7.953	8.610	8.816	8.925	9.199
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	7.729	8.501	8.710	8.646	8.806
Net Finansman Gelir (Gider)	-1.031	-2.144	-2.262	-1.924	-1.971
Vergi Öncesi Kar Zarar	4.056	3.609	3.594	3.635	3.614
Vergi	-1.713	-1.211	-1.052	-990	-744
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	2.343	2.398	2.541	2.645	2.870

Bilanço					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Dönen Varlıklar	10.908	11.088	12.164	11.751	12.661
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.294	5.294	7.952	5.785	5.963
Ticari Alacaklar	1.672	1.737	2.091	2.115	2.064
Stoklar	509	494	569	598	576
Duran Varlıklar	19.118	19.462	19.478	20.506	22.249
Finansal Varlıklar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	10.580	10.913	10.757	11.438	12.174
Kullanım Hakkı Varlıkları	7.259	7.243	7.442	7.716	8.613
Şerefiye	0	0	0	0	0
Toplam Varlıklar	30.026	30.550	31.641	32.257	34.910
KV Yükümlülükler	5.766	5.974	6.741	6.906	7.946
KV Finansal Borçlar	56	27	1.830	41	144
KV Kiralama Borçları	1.638	1.736	0	1.983	2.275
Ticari Borçlar	2.528	2.462	2.705	3.124	3.917
UV Yükümlülükler	4.759	4.704	4.672	4.922	5.601
UV Finansal Borçlar	0	0	2.723	0	0
UV Kiralama Borçları	2.709	2.839	0	2.941	3.593
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	19.501	19.872	20.228	20.430	21.363
Toplam Yükümlülükler	30.026	30.550	31.641	32.257	34.910

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Faaliyetlerden Nakit	1.438	1.979	1.575	2.967	1.950
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-73	-1.309	285	-788	-475
Finansal Faaliyetlerden Nakit	522	-2.953	-1.475	-2.073	-224
Toplam Nakit Girişi	1.888	-2.283	385	106	1.252
Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.365	670	1.859	2.179	1.476
Gelirlere Oranı	13%	7%	19%	18%	12%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Faaliyetlerden Nakit	4.293	6.859	6.686	7.959	8.471
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	3.479	-1.199	-663	-1.885	-2.287
Finansal Faaliyetlerden Nakit	1.186	-5.236	-4.626	-5.978	-6.724
Toplam Nakit Girişi	8.958	423	1.398	96	-540
Serbest Nakit Akımı (SNA)	7.772	5.660	6.024	6.074	6.184
Gelirlere Oranı	21%	14%	15%	14%	14%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	-4	54	11	9	15
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2	44	14	4	11
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3	58	15	-2	7
Net Kar	-32	18	69	9	31
Çeyreksele Marjlar (%)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	18,4	17,0	13,2	18,6	17,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	22,9	22,3	16,7	22,5	22,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	22,1	21,8	16,5	21,4	20,5
Net Faaliyet Karı	10,9	8,4	3,7	11,1	10,4
Vergi Öncesi Kar Marjı	10,7	6,4	5,1	11,5	9,1
Net Kar Marjı	6,7	3,7	3,6	10,2	7,7

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	-	10,9	11,8	13,4	19,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-	12,3	11,3	12,9	15,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-	13,3	12,9	13,0	13,9
Net Kar	-	-46,1	-10,1	-1,5	22,5
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Brüt Kar Marjı	16,6	17,3	17,2	16,9	16,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	21,6	21,4	21,4	21,2	21,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21,0	21,2	21,2	20,5	20,1
Net Faaliyet Karı	8,8	9,1	9,0	8,7	8,6
Vergi Öncesi Kar Marjı	11,0	9,0	8,7	8,6	8,3
Net Kar Marjı	6,4	6,0	6,2	6,3	6,6

Nakit Döngü & NİS					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-7	-6	-4	-8	-16
Ticari Alacak Tahsilatı	17	16	19	18	17
Stok Döngü	6	5	6	6	6
Ticari Borç Ödeme	30	27	29	33	39
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	-347	-232	-45	-411	-1.277
Gelirlere Oranı	-1%	-1%	0%	-1%	-3%
Borçluluk	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Borç (Nakit)	-2.891	-2.966	-3.399	-3.040	-2.360
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	-	-	-	-
Net Borç / VAFÖK (x)	-	-	-	-	-
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	11,1x	4,9x	4,5x	4,3x	4x
Borç / (Borç + Özkaynak)	18%	19%	18%	20%	22%
Getiri Metrikleri	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Özkaynak Karlılığı	12%	12%	13%	13%	13%
Net Kar Marjı	6%	6%	6%	6%	7%
Varlık Devir Hızı (x)	122,4	131,4	130,1	130,7	125,4
Finansal Kaldiraç Oranı (x)	154,0	153,7	156,4	157,9	163,4
ROIC (**)	17%	19%	20%	18%	17%

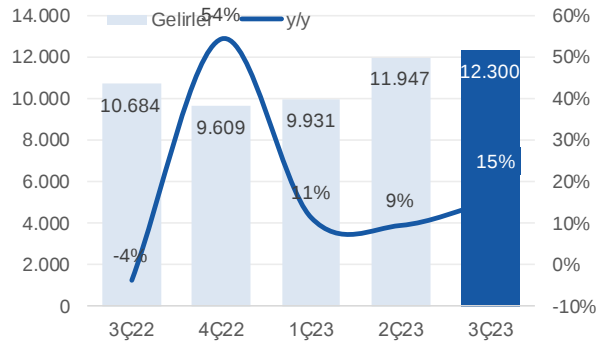
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	43.787	43.858	4%	55.343	2%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.199	9.368	4%	11.886	2%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	6.184	7.208	21%	8.858	-1%
Net Kar	2.870	4.161	65%	5.273	2%
Toplam Özkaynaklar	21.363	18.544	-11%	22.908	0%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2025T	2026T
FD / Gelirler	1,42	1,4	1,1
FD / VAFÖK	6,76	6,6	5,2
FD / SNA	10,05	8,6	7,0
F/K	22,48	15,5	12,2
F/DD	3,02	3,5	2,8

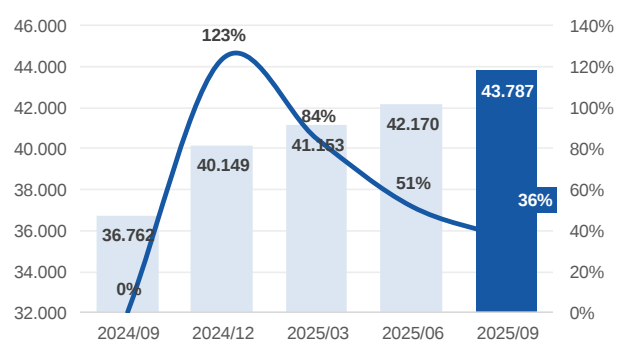
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

TABGD-Çeyrekssel ve Son 12 Ay Finansallar

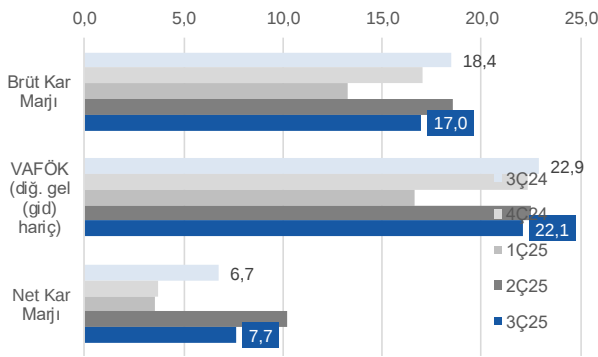
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



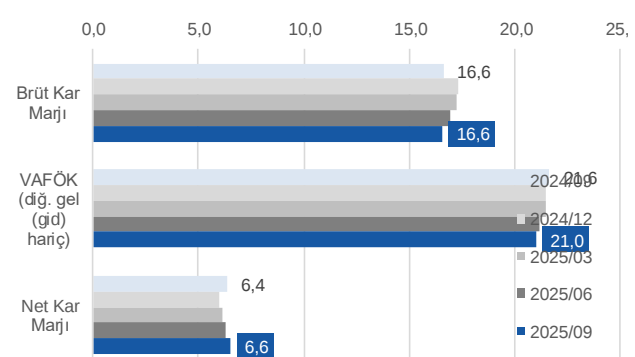
Son 4Ç Büyüme (%)



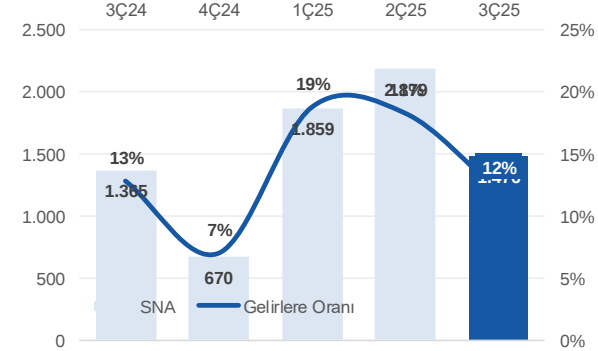
Çeyrekssel Marjlar (%)



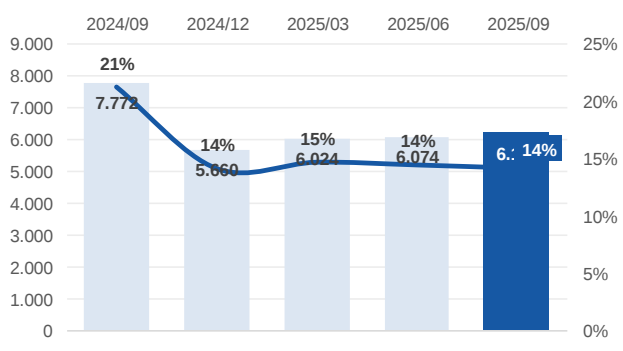
Son 4Ç Marjlar (%)



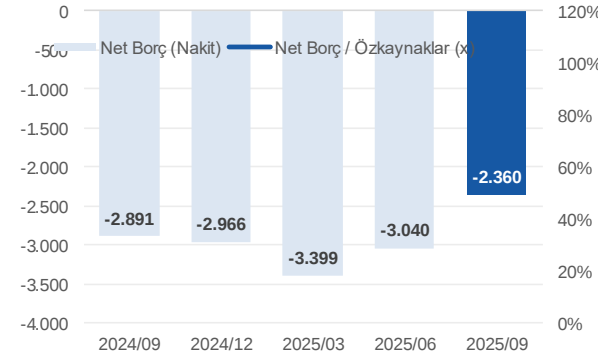
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



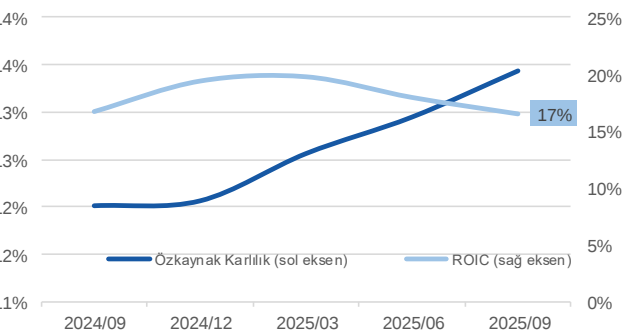
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



ÇEKİNCE:

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