

TAB Gıda

Süper boy hacimler

4Ç25 sonuçları ve yönetimin düzenlediği analist toplantısı ışığında, TAB Gıda (TAB) için AL tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı 375 TL/hisse'ye (önceki 335 TL) yükseltiyoruz. Bu revizyonun başlıca nedenleri: (i) önceki beklentilerimizden daha ılımlı fiyatlandırma ile hacme dayalı büyüme stratejisinin devam etmesi, (ii) daha fazla restoran açılışı ve (iii) dijital satış entegrasyonunun iyileşmesi. Önümüzdeki üç yıl için %7'lik reel gelir yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), ~%21'lik ortalama VAFÖK marjı ve ~%15'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. Mevcut görünümde şirketin daha yüksek çarpanları hak ettiğine inanıyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 4,7x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskontoya işaret ediyor.

- Önce hacim; fiyatlandırma kademeli olarak devam ediyor.** 2025'te yıllık %19'luk fiş büyümesinin ardından, devam eden promosyon faaliyetlerinin desteğiyle 2026'da yıllık %12'lik fiş büyümesi öngörüyoruz. Öte yandan, nispeten daha yavaş fiyatlandırma nedeniyle hacim büyümesinin %10'luk reel gelir büyümesine dönüşmesini bekliyoruz.
- Marjlar baskı altında değil, ancak kısa vadede sınırlı bir potansiyeli var.** Şirket, ölçek ekonomisi ve dikey entegre tedarik zincirinin sağladığı avantajlara rağmen, ürün karmasından dolayı 2025'te yıllık 1,3 puan düşüşle %20,4'lük bir VAFÖK marjı elde etti. Fiyatlandırmadaki gecikmeyi yansıtarak, VAFÖK marjı tahminimizi %20,6 ile büyük ölçüde koruyoruz. Bununla birlikte, uzun vadede marjların artacağı beklentimiz (i) daha yüksek franchise restoran içeren düşük yatırımlı büyüme modeline, (ii) iyileşen ürün karmasına ve (iii) artan dijital satışlarla operasyonel kaldırıcın artmasına (örneğin daha yüksek sepet büyüklüğü, iyileştirilmiş ek satışlar ve daha düşük personel maliyetleri) dayanmaktadır.
- Dijitalleşme büyüme için destekleyici.** Dijital satışlar 2025'te ~%50'ye ulaştı; bu artış özellikle "Tıkla Gelsin" entegrasyonları ve kioskların (3Ç25'teki 2.400 adetten 4Ç25'te 2.600 adede) katkısıyla gerçekleşti. Teslimat siparişleri yıllık %22 artarak 57 milyon adete ulaştı. Bu ilerlemenin, önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini ve operasyonel kaldırıcı etkisiyle beraber marj ve nakit akımlarını destekleyeceğini öngörüyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)* | 2024 | Δ | 2025 | Δ | 2026T | Δ | 2027T | Δ |
|---------------------------|--------|------|--------|-----|--------|-----|--------|-----|
| Net satışlar | 32.009 | 11% | 47.637 | 14% | 64.667 | 10% | 82.439 | 8% |
| VAFÖK | 6.941 | 14% | 9.723 | 7% | 13.306 | 11% | 17.824 | 13% |
| Net Kar | 1.912 | -46% | 2.628 | 5% | 3.618 | 11% | 6.164 | 44% |
| F/K (x) | 20,9 | | 19,3 | | 18,3 | | 10,7 | |
| FD/VAFÖK (x) | 5,4 | | 4,9 | | 4,7 | | 3,4 | |
| FD/Satış (x) | 1,2 | | 1,0 | | 1,0 | | 0,7 | |
| Hisse Başına Kar (TL) | 7,3 | | 10,1 | | 13,8 | | 23,6 | |
| Temettü Verimi (*) | 0,4% | | 1,8% | | 1,4% | | 2,2% | |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 8,5% | | 8,6% | | 13,2% | | 18,7% | |

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

TAB

AL

Hedef Fiyat

TL375,00

Potansiyel Getiri

52%

Fiyat Bilgileri

| Kodu | TABGD.TI / TABGD.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*) | Yıldız Pazar |
| Kapanış Fiyatı | TL246,50 |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) | 64.408 / 1.451 |
| Hisse Sayısı (mn) | 261 |
| Saklama Oranı | 20% |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 222,55 / 5,11 |

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

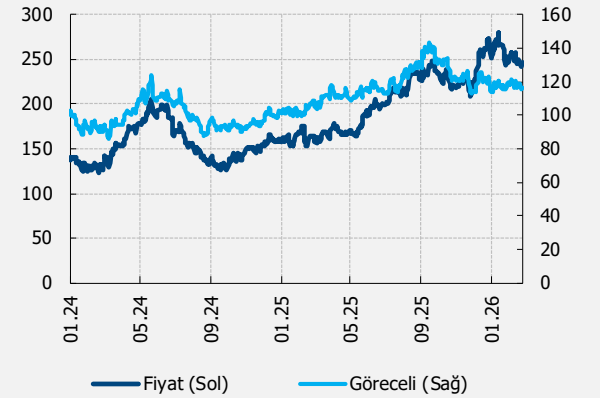
| | |
|------------------------|-----------------|
| 1 Aylık | 260,25 / 241,20 |
| 1 Yıllık | 280,00 / 156,12 |
| Sene başından itibaren | 280,00 / 209,10 |

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

| | | |
|------------------------|-----|-----|
| 1 Aylık | -5% | 0% |
| 3 Aylık | 18% | 2% |
| 1 Yıllık | 50% | 10% |
| Sene başından itibaren | 18% | 2% |



1 Nisan 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kurulları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Erciş
eren.ercis@kyyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@kyyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Gelir Tablosu | | | | | |
| Net satışlar | 19.988 | 32.009 | 47.637 | 64.667 | 82.439 |
| Brüt Kar | 3.395 | 5.590 | 7.724 | 10.522 | 13.607 |
| Faaliyet giderleri | -1.605 | -2.605 | -3.666 | -4.594 | -5.240 |
| VAFÖK (**) | 4.233 | 6.941 | 9.723 | 13.306 | 17.824 |
| Amortisman | 2.443 | 3.957 | 5.665 | 7.377 | 9.458 |
| Faaliyet gelirleri | 1.790 | 2.984 | 4.058 | 5.929 | 8.366 |
| Finansal gelir/gider (***) | 603 | -1.890 | -1.216 | -1.306 | -1.070 |
| Diğer gelir/gider | 316 | 1.783 | 1.206 | 632 | 1.055 |
| İştirak Karı /Zararı | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vergi öncesi kar | 2.709 | 2.877 | 4.049 | 5.255 | 8.352 |
| Vergi | -251 | -966 | -1.421 | -1.637 | -2.188 |
| Azınlık hisseleri / diğer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Kar | 2.458 | 1.912 | 2.628 | 3.618 | 6.164 |
| Bilanço | | | | | |
| Nakit ve nakit benzerleri | 3.712 | 6.033 | 9.057 | 12.354 | 17.114 |
| Stoklar | 265 | 393 | 625 | 848 | 1.078 |
| Ticari alacaklar | 612 | 1.385 | 2.504 | 3.399 | 4.333 |
| Diğer alacaklar | 805 | 1.028 | 542 | 677 | 808 |
| Dönen Varlıklar | 5.395 | 8.840 | 12.728 | 17.277 | 23.333 |
| Maddi duran varlıklar | 4.918 | 8.701 | 13.205 | 17.725 | 22.462 |
| Finansal yatırımlar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Diğer duran varlıklar | 3.933 | 6.816 | 10.721 | 14.905 | 19.371 |
| Duran Varlıklar | 8.851 | 15.516 | 23.926 | 32.630 | 41.833 |
| Toplam Varlıklar | 14.246 | 24.356 | 36.653 | 49.907 | 65.166 |
| Kısa vadeli finansal borçlar | 740 | 1.406 | 2.450 | 3.407 | 4.438 |
| Ticari borçlar | 1.409 | 1.963 | 3.722 | 5.049 | 6.419 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler | 1.535 | 2.799 | 4.506 | 5.951 | 7.454 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 2.944 | 4.762 | 8.228 | 11.000 | 13.872 |
| Uzun vadeli finansal borçlar | 1.264 | 2.263 | 3.969 | 5.518 | 7.189 |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler | 930 | 1.488 | 2.178 | 2.696 | 3.195 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 2.194 | 3.751 | 6.147 | 8.214 | 10.383 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 9.109 | 15.843 | 22.278 | 30.692 | 40.911 |
| Toplam Kaynaklar | 14.246 | 24.356 | 36.653 | 49.907 | 65.166 |
| Nakit Akış Tablosu | | | | | |
| İşletme faaliyetlerinden | 3.367 | 5.001 | 8.869 | 13.890 | 18.055 |
| Yatırım faaliyetlerinden | 354 | -1.597 | -4.492 | -5.171 | -5.671 |
| Finansman faaliyetlerinden | -55 | -4.199 | -6.381 | -7.573 | -9.910 |
| Temettü Ödemesi | 0 | -146 | -915 | -920 | -1.447 |
| Serbest Nakit Akışı | 3.721 | 3.404 | 4.376 | 8.719 | 12.385 |
| Net Borç | -1.708 | -2.365 | -2.638 | -3.429 | -5.487 |
| Ana Çarpanlar | | | | | |
| Brüt kar marjı | 17,0% | 17,5% | 16,2% | 16,3% | 16,5% |
| VAFÖK marjı | 21,2% | 21,7% | 20,4% | 20,6% | 21,6% |
| Net Kar marjı | 12,3% | 6,0% | 5,5% | 5,6% | 7,5% |
| Sermaye Karlılığı | 27,0% | 15,3% | 13,8% | 13,7% | 17,2% |
| Reel Gelir Büyümesi | 20% | 11% | 14% | 10% | 8% |
| Reel VAFÖK Büyümesi | 85% | 14% | 7% | 11% | 13% |
| Reel Net Kar Büyümesi | 33% | -46% | 5% | 11% | 44% |
| Net Borç / Özkaynaklar (x) | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| Net Borç / VAFÖK (x) | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY
Araştırma

(*) Bakıy eler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(***) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

Şirket Tanımı

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı bir marka portföyüne sahip, Türkiye'nin en büyük hızlı servis restoran (QSR) zinciridir. Şirket, 1994 yılında Kurdoğlu ailesi tarafından kurulmuş olup, 1995 yılından beri Türkiye'de Burger King'in münhasır ana bayiliğini yapmaktadır. Yıllar içinde TAB Gıda, 2006'da Sbarro, 2007'de Popeyes, 2010'da Arby's ve 2022'de Subway'i de içeren ürün ve marka portföyünü genişletmiştir. Bu beş küresel çapta tanınmış markanın yanı sıra, şirket 2013'te "Usta Dönerci" ve 2019'da "Usta Pideci" olmak üzere iki kendi markasını da yaratmıştır.

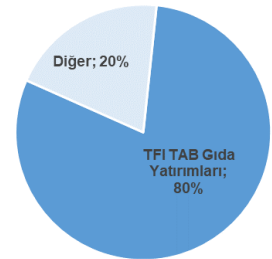
2025 itibarıyla şirket, %56'sı TAB Gıda tarafından işletilen ve %44'ü franchise tarafından işletilen 2.030 restoranlık bir zincir büyüklüğüne ulaşmıştır. Buna göre, TAB Gıda'nın gelirleri, hem kendi işlettiği mağazalardaki satışlara hem de bayilerinin satışlarına doğrudan bağlıdır. Dolayısıyla, bayilerin mali sağlığı, şirketin büyüme performansında büyük önem taşımaktadır.

Potansiyel katalistler ve riskler

Potansiyel katalistler: (i) daha hızlı bir tempoda mağaza açılışları, (ii) değer (ekonomik) segmentinden temel segmente geçiş ve (iii) tüketici satın alma gücünde gerçek bir artış.

Potansiyel riskler: (i) müşteri trafiğinde düşüş, (ii) tedarik zinciri sorunları, (iii) verimli personel eksikliği, ürün-hizmet rekabeti, daha az karlı lokasyonlar vb. gibi büyümeyle ilişkili olan sorunlar.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Teması

2025 sonuçları ve yönetimin düzenlediği analist toplantısının ardından TAB Gıda için tahminlerimizi güncelliyoruz. Hisse için ana yatırım tezimiz hacme dayalı büyüme, sağlam fiziksel genişleme ve dijitalleşme eğilimi olarak devam ederken, sonuçların ilk tahminlerimize kıyasla daha yüksek bir fiş hacmi ve restoran açılışına işaret ettiğini gözlemliyoruz.

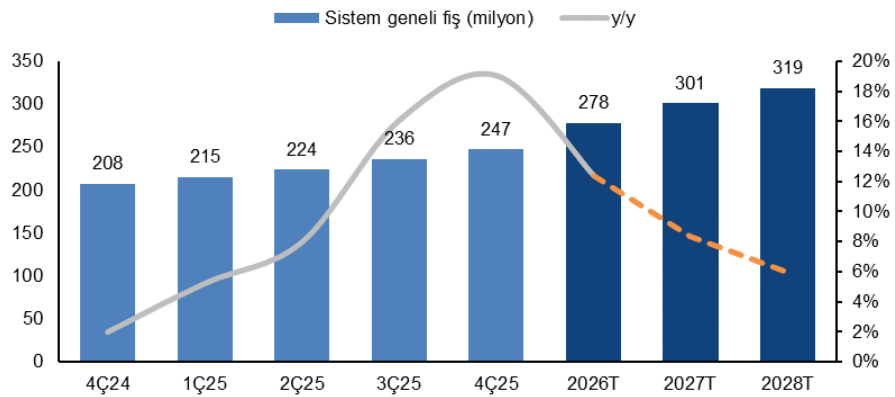
Şirketin çeşitlendirilmiş menü stratejisini, devam eden dijitalleşme girişimlerini ve yapay zekâ destekli pazarlama verimliliğini beğeniyoruz. Bununla birlikte, TAB Gıda'nın borçsuz bilançosunun, mevcut rekabetçi ortam ve yüksek faiz ortamında şirkete rakiplerine nazaran daha geniş büyüme fırsatları için esneklik sağlayacağını düşünüyoruz.

Önümüzdeki üç yıl için %7'lik reel gelir yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), %21,3'lük ortalama VAFÖK marjı ve ~%15'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. Mevcut görünümde şirketin daha yüksek çarpanları hak ettiğine inanıyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 4,7x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskontoya denk geliyor.

Hacim artışı en önemli öncelik olmaya devam ediyor. Şirket, 2025 yılında değer odaklı menüler (örneğin ikili menü) aracılığıyla toplam satış hacmini artırmaya odaklandı. Yıl boyunca TAB Gıda, menüleri güncel tutmak için yaklaşık 70 yeni ürün tanıttı ve mevcut ürünleri geliştirdi. Şirket ayrıca, çocuklar, aileler ve genç tüketiciler arasında etkileşimi artırmak için marka iş birlikleri ve etkinlik tabanlı ortaklıklar uyguladı. Sonuç olarak, şirket tüm restoranlarda çift haneli benzer mağaza fiş büyümesi sağladı; toplam benzer mağaza fiş büyümesi yıllık %13, sistem genelindeki fiş büyümesi ise yıllık %19 artarak 247 milyona ulaştı. Bu hacim odaklı stratejinin, pazar payı kazanımlarını ve büyümeyi desteklemek için 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Buna göre, 2026 yılında yıllık %12'lik fiş büyümesi ve buna karşılık gelen yıllık %10'luk reel gelir büyümesi bekliyoruz.



Şekil 1: Son 12 aylık sistem geneli fiş sayısı

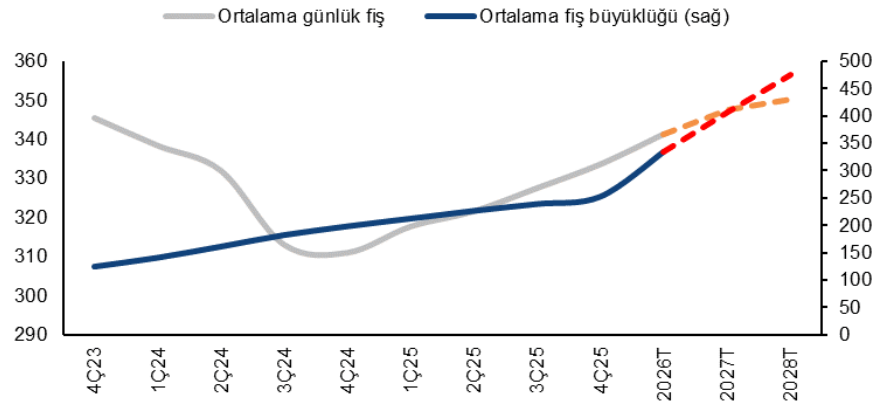


Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

2025'teki ivme 2026'ya uzanıyor. Ocak ayında, ağırlıklı olarak öğrenci kitlesinden olmak üzere, 1,1 milyon fişle rekor bir günlük trafik kaydedildi ve Ramazan ayı boyunca satışlar, ayın sonuna doğru mevsimsel normlarla paralel seyretti. Dolayısıyla yılın ilk aylarından aldığımız izlenim 2025'teki benzer görünümün 2026'da da devam ettiğini yönünde.

Ürün karması kademeli olarak temel ürünlere doğru kayıyor. Şirket, mevcut ürünleri geliştirerek ve değer segmenti ile temel ürünler arasında konumlandırılmış yeni ürünler sunarak ürün karmasını sürdürüyor. Bu yaklaşım, zaman içinde müşterilerin temel ürünlere geçişini desteklemeyi amaçlıyor. Temel ürün talebinde hemen bir toparlanma beklemiyoruz, ancak 2025'e kıyasla daha güçlü bir büyüme öngörüyoruz. 2026'da iyileşen Türkiye tüketim sektörünün bu geçişi destekleyebileceğine ve şirketin veri odaklı fiyatlandırma yaklaşımıyla desteklenen VAFÖK marjında iyileşme için alan yaratabileceğine inanıyoruz. 2026'da yıllık 0,2 puanlık artışla %20,6 VAFÖK marjı bekliyoruz.

Şekil 2: Son 12 aylık ortalama fiş büyüklüğü ve günlük mağaza başı fiş sayısı

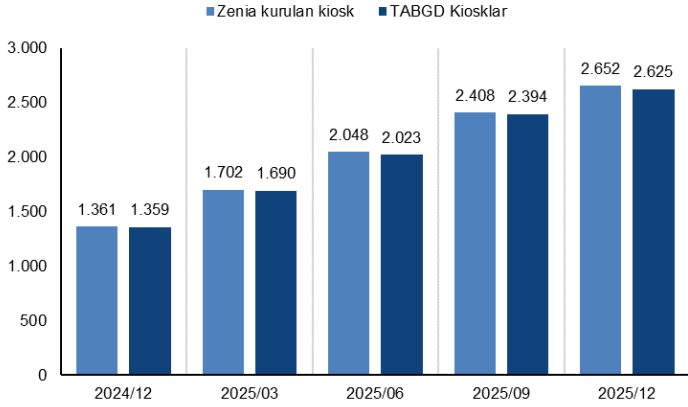


Kaynak: Şirket, YKY Araştırma



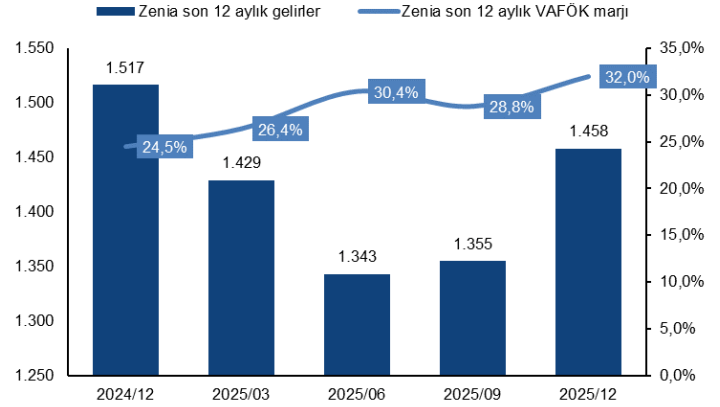
Dijitalleşme, operasyonel kaldıraç etkisini desteklemeye devam ediyor. Toplam dijital satışlar 2025'te ~%50'ye ulaştı; bu artış özellikle "Tikla Gelsin" entegrasyonları ve kiosklar (Eylül 2025 sonundaki 2.400 adede kıyasla 2.600 adede çıktı) sayesinde gerçekleşti. Teslimat siparişleri yıllık %22 artarak 57 milyon adede ulaştı. Önümüzdeki dönemlerde dijital kanallardaki sürekli ilerlemenin operasyonel kaldıraç etkisini destekleyeceğini öngörüyoruz. Şirket, tamamen yapay zeka tarafından üretilen reklamları yayınlamaya başladı ve üretim maliyetlerini ~%90 düşürerek, harcamalarını dağıtım kanallarına yeniden tahsis etmesine ve genel reklam verimliliğini artırmasına olanak sağladı (ancak net etkisi hala neredeyse sıfır). Bu gelişmeleri uzun vadeli modelimize dahil ediyoruz ve bu da daha yüksek marjları destekliyor. Hatırlatmak gerekirse, TABGD'nin kioskları, aynı zamanda bir grup şirketi olan ATP Yazılım'ın <ATATP TI> bir iştiraki olan ATP Zenia tarafından sağlanmaktadır. Bu nedenle, ATP Zenia'nın devreye alınan kiosklarını, gelirlerini ve VAFÖK marjı gelişimini inceliyoruz. Son dönem gelirlerinde bir düşüş gözlemliyoruz, buna karşılık VAFÖK marjları sürekli olarak artıyor. Bunu büyük ölçüde TABGD'nin pazarlık gücüne bağlıyoruz. Ancak, TABGD'nin Zenia'nın tek müşterisi olmadığını da vurgulamak isteriz.

Şekil 3: TABGD ve Zenia kiosklar



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Zenia son 12 aylık gelirler ve VAFÖK marjı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

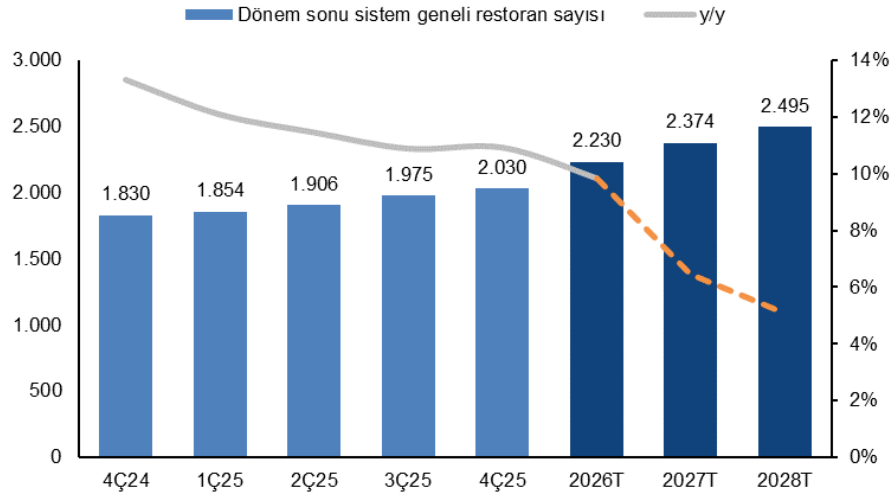
KFC'nin Pazara Yeniden Girişi: Bir tehdit ama yakın zamanda muhtemel etkisi sınırlı. Türkiye'de şu anda 24 şubesi bulunan KFC'nin yeni lansmanı, TAB'ın mevcut varlığına kıyasla önemli bir rekabet tehdidi oluşturmadığını düşünüyoruz ve TAB için %10'luk restoran açılışı büyüme beklentimizi koruyoruz.

KFC, Türkiye'deki faaliyetlerine HD Holding bünyesinde tekrar başladı. HD Holding, ilk restoranını 1995 yılında açtı ve şu anda 4 farklı marka (HD İskender, Pidem, Makarnam, KFC) altında yaklaşık 50 şehirde 300'den fazla restoran işletiyor.

Şu anda KFC'nin Popeyes'e karşı çok az rekabet avantajına sahip olduğuna ve bu geri dönüşün önümüzdeki birkaç yıl için anlamlı bir sorun teşkil etmemesini bekliyoruz. Bu beklentimizin dayanakları:

- **Maliyet ve ölçek avantajları:** TABGD'nin TFI ekosistemi aracılığıyla dikey olarak entegre tedarik zinciri, KFC'ye kıyasla girdi maliyetlerinde ve birim başına sermaye harcamalarında yapısal bir avantaj sağlamaktadır. KFC ise daha yüksek başlangıç yatırım gereksinimleriyle karşı karşıya kalmaktadır.
- **Teslimat ve trafik:** Popeyes, TABGD'nin teslimat altyapısı ve ekosistemiyle desteklenen tavuk segmentinde doğrudan KFC ile rekabet etmektedir. KFC'nin, önemli lokasyonlara, birçoğunu TABGD halihazırda aldığını için, sınırlı erişimi nedeniyle benzer bir hızda büyümesinin zor olduğunu düşünüyoruz.
- **Tüketici konumlandırması:** KFC, fiyatlandırma açısından Popeyes'e göre daha primli kalmaktadır; bu da fiyat hassasiyetinin yüksek olduğu tüketici ortamında müşteri potansiyelini sınırlıyor. Marka bilinirliği KFC'ye fayda sağlıyor, ancak mevcut döngüde fiyat esnekliği aleyhine işliyor.

Şekil 5: Restoran sayıları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Tahminlerimizdeki değişiklikler

İlk beklentilerimize kıyasla fiyatlandırmanın biraz geride kalması nedeniyle, genel olarak yatay bir marj görünümünü de dikkate alarak, fiş sayısı ve gelir tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz. Genel olarak hem VAFÖK üretimini koruyan hem de nakit yaratımını destekleyen yüksek bir büyüme profili görüyoruz. Buna rağmen, daha yüksek parasal zarar ve ertelenmiş vergi gideri tahminlerimiz (önceki tahminlere kıyasla) nedeniyle 2026 için net kar tahminlerimizi düşürüyoruz.

Tablo 1: Tahminlerimizdeki değişiklikler

| Milyon TL | 2025 | 2026T | | | | 2027T | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | | Güncel | Reel Δ | Önceki | Değişim | Güncel | Reel Δ | Önceki | Değişim |
| Finansal Özet | | | | | | | | | |
| Gelirler | 47.637 | 64.667 | 9,7% | 63.129 | 2,4% | 82.439 | 7,6% | 77.792 | 6,0% |
| Manşet VAFÖK | 9.723 | 13.306 | 10,6% | 13.248 | 0,4% | 17.824 | 13,0% | 16.755 | 6,4% |
| Net kar | 2.628 | 3.618 | 11,3% | 4.637 | -22,0% | 6.164 | 43,8% | 6.051 | 1,9% |
| Manşet VAFÖK marjı | 20,4% | 20,6% | 0,2pp | 21,0% | -0,4pp | 21,6% | 1,0pp | 21,5% | 0,1pp |
| Net kar marjı | 5,5% | 5,6% | 0,1pp | 7,3% | -1,8pp | 7,5% | 1,9pp | 7,8% | -0,3pp |
| Operasyonel Özet | | | | | | | | | |
| Sistem geneli fiş sayısı (milyon) | 247 | 278 | 12,4% | 277 | 0,1% | 301 | 8,4% | 290 | 4,0% |
| Sistem geneli gelirler (TMS29 öncesi) | 62.459 | 93.126 | 49,1% | 84.535 | 10,2% | 122.367 | 31,4% | 115.402 | 6,0% |
| Sistem geneli restoran sayısı | 2.030 | 2.230 | 9,9% | 2.201 | 1,3% | 2.374 | 6,5% | 2.321 | 2,3% |
| Günlük restoran başı ortalama fiş | 334 | 341 | 2,3% | 345 | -1,2% | 347 | 1,8% | 342 | 1,6% |
| Ortalama fiş büyüklüğü (TMS29 öncesi) | 253 | 335 | 32,7% | 305 | 10,0% | 406 | 21,2% | 398 | 2,0% |
| Getiri metrikleri | | | | | | | | | |
| ROIC | 11,6% | 13,2% | 1,5pp | 11,6% | 1,6pp | 15,2% | 2,1pp | 11,9% | 3,4pp |
| Özkaynak karlılığı | 11,8% | 11,8% | 0,0pp | 17,0% | -5,3pp | 15,1% | 3,3pp | 16,4% | -1,4pp |
| Varlık devir hızı | 1,3x | 1,3x | 0,0pp | 1,5x | -0,2pp | 1,3x | 0,0pp | 1,4x | -0,1pp |
| Borçluluk | | | | | | | | | |
| Net borç (TFRS16 dahil) | -2.638 | -3.429 | a.d. | -3.121 | a.d. | -5.487 | a.d. | -4.848 | a.d. |
| Net borç / VAFÖK | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| Net borç / Özkaynaklar | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| Çarpanlar | | | | | | | | | |
| FD/Satışlar | 1,0x | 0,9x | a.d. | 1,0x | a.d. | 0,7x | a.d. | 0,8x | a.d. |
| FD/VAFÖK | 4,9x | 4,6x | a.d. | 4,6x | a.d. | 3,3x | a.d. | 3,6x | a.d. |
| F/K | 19,3x | 17,8x | a.d. | 13,9x | a.d. | 10,4x | a.d. | 10,6x | a.d. |
| Serbest nakit akımı marjı | 9,2% | 13,5% | 4,3pp | 10,0% | 3,5pp | 15,0% | 1,5pp | 11,4% | 3,6pp |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

Değerleme

Değerlememiz, indirgenmiş nakit akımların (firmaya serbest nakit akımları) metodolojisine dayanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) %32'den başlayıp, tahmin ufkumuz boyunca kademeli olarak %20'ye düşeceğini, 1 beta katsayısını ve uzun vadede risksiz faiz oranının %26'dan %14'e düşeceğini varsayıyoruz. İNA modelimiz, 98 milyar TL'lik bir öz sermaye değerine (375 TL/hisse) işaret etmektedir. Değerlememize göre, 12 aylık hedef çarpanımız 10,0x FD/VAFÖK'dür.

Bu raporla birlikte TABGD için İNA modelimizi yeniden oluşturuyoruz. Kredi kartı komisyon giderlerini İNA modelimize dahil ediyoruz ve değerlendirme sürecimiz boyunca TMS29 uygulanmış finansallardan parasal kazanç/kayıp arındırılmış verileri kullanıyoruz.

Küresel emtia fiyatları üzerindeki jeopolitik baskılar nedeniyle enflasyon varsayımlarımızda yukarı yönlü risk bulunduğunu kabul ediyoruz. Bununla birlikte, bu aşamada, temel senaryomuzdaki risksiz faiz oranı ve TÜFE varsayımlarımızı korumayı tercih ediyoruz. Uç değerlerde dikkate aldığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti varsayımındaki her %1'lik artış, hedef fiyatımızı yaklaşık %5 oranında aşağı çekmektedir.

Model çıktılarımız ve tahminlerimiz, 9. ve 10. sayfalardaki "YKY Model çıktıları" bölümünde ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Tablo 2: YKY – TABGD İNA (Parasal kazanç / kayıp arındırılmış)

| YKY - TABGD İNA | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T | 2033T | 2034T | 2035T |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Satış Gelirleri | 60.035 | 77.735 | 94.970 | 112.044 | 129.286 | 148.160 | 169.451 | 192.146 | 217.946 | 246.815 |
| y/y büyüme | 40,1% | 29,5% | 22,2% | 18,0% | 15,4% | 14,6% | 14,4% | 13,4% | 13,4% | 13,2% |
| FVÖK (TFRS16 öncesi) | 6.034 | 8.937 | 11.079 | 13.358 | 15.639 | 18.240 | 21.566 | 24.792 | 28.805 | 33.437 |
| FVÖK marjı (TFRS16 öncesi) | 10,1% | 11,5% | 11,7% | 11,9% | 12,1% | 12,3% | 12,7% | 12,9% | 13,2% | 13,5% |
| (-) Kredi kartı komisyon giderleri | 590 | 764 | 934 | 1.102 | 1.271 | 1.457 | 1.666 | 1.889 | 2.143 | 2.427 |
| YKY Düzeltilmiş VFÖK | 5.445 | 8.173 | 10.145 | 12.257 | 14.368 | 16.783 | 19.900 | 22.903 | 26.662 | 31.011 |
| YKY Düzeltilmiş VFÖK marjı | 9,1% | 10,5% | 10,7% | 10,9% | 11,1% | 11,3% | 11,7% | 11,9% | 12,2% | 12,6% |
| (-) Vergi | 1.252 | 1.880 | 2.536 | 3.064 | 3.592 | 4.196 | 4.975 | 5.726 | 6.665 | 7.753 |
| Vergi Oranı | 23% | 23% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| VSNFK | 4.193 | 6.294 | 7.609 | 9.192 | 10.776 | 12.587 | 14.925 | 17.177 | 19.996 | 23.258 |
| (+) Amortisman ve itfa | 2.603 | 3.096 | 3.655 | 4.282 | 4.962 | 5.719 | 6.564 | 7.508 | 8.565 | 9.757 |
| (-) Sermaye harcamaları | 4.899 | 5.460 | 6.407 | 7.237 | 7.954 | 8.774 | 9.692 | 10.729 | 11.904 | 13.323 |
| (-) NIS artışı | -162 | -213 | -245 | -260 | -290 | -45 | -144 | -239 | -237 | -249 |
| Serbest nakit akışı | 2.059 | 4.142 | 5.102 | 6.497 | 8.074 | 9.577 | 11.942 | 14.196 | 16.895 | 19.941 |
| Serbest Nakit Akış Marjı | 3,4% | 5,3% | 5,4% | 5,8% | 6,2% | 6,5% | 7,0% | 7,4% | 7,8% | 8,1% |
| y/y büyüme | 39,5% | 101,2% | 23,2% | 27,3% | 24,3% | 18,6% | 24,7% | 18,9% | 19,0% | 18,0% |
| İskonto oranı | 32% | 26% | 23% | 22% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| İskonto faktörü | 0,76 | 0,60 | 0,49 | 0,40 | 0,33 | 0,28 | 0,23 | 0,19 | 0,16 | 0,13 |
| İndirgenmiş nakit akışları | 1.561 | 2.493 | 2.492 | 2.611 | 2.702 | 2.669 | 2.771 | 2.743 | 2.718 | 2.671 |
| İndirgenmiş Nakit Akışı | 25.429 | | | | | | | | | |
| Terminal Değer | 246.787 | | | | | | | | | |
| İndirgenmiş Terminal Değer | 33.056 | | | | | | | | | |
| Toplamın %'si olarak Terminal | 57% | | | | | | | | | |
| Terminal Büyüme Oranı | 12% | | | | | | | | | |
| Hedef İşletme Değeri | 58.485 | | | | | | | | | |
| Net Borç (2025 sonu) | -9.057 | | | | | | | | | |
| İştirakler | 0 | | | | | | | | | |
| Azınlık Payları | 0 | | | | | | | | | |
| Hedef Sermaye Değeri | 67.542 | | | | | | | | | |
| 12A Hedef Sermaye Değeri | 97.728 | | | | | | | | | |
| Piyasa değeri | 64.408 | | | | | | | | | |
| Potansiyel | 52% | | | | | | | | | |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

Tablo 3: Hassasiyet – Terminal büyüme

| Terminal AOSM | Terminal Büyüme | | | | |
|---------------|-----------------|---------|---------------|---------|---------|
| | 9,5% | 10,5% | 11,5% | 12,5% | 13,5% |
| 18,1% | 97.731 | 104.514 | 113.354 | 125.354 | 142.576 |
| 19,1% | 92.361 | 97.730 | 104.513 | 113.352 | 125.352 |
| 20,1% | 88.004 | 92.359 | 97.728 | 104.511 | 113.351 |
| 21,1% | 84.398 | 88.002 | 92.358 | 97.727 | 104.510 |
| 22,1% | 81.364 | 84.396 | 88.001 | 92.356 | 97.725 |

Kaynak: YKY Araştırma

Table 4: Hassasiyet – Terminal VFÖK marjı

| Terminal AOSM | Terminal YKY düzeltilmiş VFÖK marjı | | | | |
|---------------|-------------------------------------|---------|---------------|---------|---------|
| | 10,6% | 11,6% | 12,6% | 13,6% | 14,6% |
| 18,1% | 102.182 | 107.768 | 113.354 | 118.940 | 124.526 |
| 19,1% | 94.798 | 99.655 | 104.513 | 109.370 | 114.227 |
| 20,1% | 89.132 | 93.430 | 97.728 | 102.027 | 106.325 |
| 21,1% | 84.647 | 88.502 | 92.358 | 96.213 | 100.069 |
| 22,1% | 81.008 | 84.504 | 88.001 | 91.497 | 94.994 |

Kaynak: YKY Araştırma

Benzer şirket karşılaştırma

Tablo 5: Uluslararası benzer şirketler

| Şirket Adı | Hisse Kodu | FD/VAFÖK | | | F/K | | | VAFÖK Marjı | | |
|-----------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| | | 2026 | 2027 | 2028 | 2026 | 2027 | 2028 | 2026 | 2027 | 2028 |
| YUM! BRANDS INC | YUM US Equity | 18,2 | 16,8 | 15,4 | 24,0 | 22,0 | 20,0 | 34,4% | 35,2% | 36,1% |
| YUM CHINA HO | YUMC US Equity | 10,7 | 10,0 | 9,5 | 18,2 | 16,8 | 15,5 | 15,1% | 15,3% | 15,1% |
| WINGSTOP INC | WING US Equity | 23,8 | 20,2 | 17,0 | 43,2 | 34,3 | 27,7 | 34,7% | 35,2% | 36,0% |
| WENDY'S CO/THE | WEN US Equity | 11,2 | 10,8 | 10,3 | 12,3 | 11,1 | 10,1 | 21,1% | 21,6% | 21,8% |
| TEXAS ROADHOUSE | TXRH US Equity | 16,8 | 14,3 | 12,3 | 27,1 | 22,3 | 18,8 | 11,0% | 11,9% | 12,6% |
| STARBUCKS CORP | SBUX US Equity | 24,1 | 20,2 | 17,4 | 43,6 | 33,6 | 27,4 | 14,6% | 16,5% | 18,2% |
| SHAKE SHACK IN-A | SHAK US Equity | 17,7 | 15,1 | 12,8 | 62,4 | 48,5 | 37,4 | 14,7% | 15,0% | 15,5% |
| RESTAURANT BRAND | QSR US Equity | 15,1 | 14,2 | 13,5 | 17,8 | 16,6 | 15,4 | 32,2% | 33,2% | 35,1% |
| PAPA JOHN'S INTL | PZZA US Equity | 10,4 | 10,0 | 9,8 | 23,3 | 20,1 | 18,4 | 10,5% | 11,1% | 11,4% |
| MCDONALDS CORP | MCD US Equity | 18,0 | 16,9 | 15,9 | 24,7 | 22,8 | 21,3 | 55,3% | 55,8% | 56,3% |
| JACK IN THE BOX | jack us equity | 12,3 | 11,8 | 11,8 | 3,6 | 3,2 | 3,0 | 20,0% | 20,6% | 20,5% |
| DOMINO'S PIZZA | DPZ US EQUITY | 16,2 | 15,4 | 14,7 | 20,3 | 19,1 | 17,9 | 21,5% | 21,7% | 21,8% |
| DINE BRANDS GLOB | DIN US EQUITY | 8,2 | 8,0 | 7,9 | 6,3 | 6,1 | 6,0 | 24,8% | 25,1% | 26,7% |
| DARDEN RESTAURAN | DRI US EQUITY | 14,5 | 13,9 | 13,1 | 18,9 | 17,9 | 16,7 | 16,4% | 16,6% | 16,7% |
| CRACKER BARREL | CBRL US EQUITY | 18,5 | 10,5 | 9,5 | -22,5 | 32,2 | 19,1 | 3,0% | 5,1% | 5,5% |
| CHIPOTLE MEXICAN | CMG US EQUITY | 20,0 | 17,2 | 15,2 | 28,5 | 24,3 | 21,2 | 17,9% | 18,7% | 19,1% |
| CHEESECAKE FACTO | CAKE US EQUITY | 14,0 | 12,8 | 11,8 | 14,7 | 13,5 | 12,3 | 8,8% | 9,0% | 9,1% |
| BRINKER INTL | EAT US EQUITY | 9,4 | 8,7 | 8,3 | 13,0 | 11,7 | 11,1 | 14,6% | 15,1% | 15,3% |
| BLOOMIN' BRANDS | BLMN US EQUITY | 8,8 | 8,2 | 7,8 | 6,3 | 5,7 | 5,1 | 7,4% | 7,9% | 8,1% |
| BJ'S RESTAURANTS | BJRI US EQUITY | 8,0 | 7,5 | 7,0 | 14,4 | 13,0 | 11,8 | 10,2% | 10,5% | 10,7% |
| Medyan | | 14,8 | 13,4 | 12,1 | 18,6 | 18,5 | 17,3 | 15,8% | 16,5% | 17,4% |
| TABGD (YKYT) | | 4,7 | 3,4 | 2,7 | 18,3 | 10,7 | 9,0 | 20,6% | 21,6% | 21,7% |
| Prim (iskonto) | | -68% | -74% | -77% | -1% | -42% | -48% | 4,8 pp | 5,1 pp | 4,2 pp |

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

YKY TABGD Model Yapı Taşları

| Ana Kalemler | Önem Arz Eden Başlık/Sorular | YKY Varsayımları | YKY Tahminleri |
|------------------------------|---|--|---|
| Gelirler | <ul style="list-style-type: none"> Günlük Fiş sayısı Ortalama fiş büyüklüğü (Enflasyon, müşteri portföyü, ürün çeşitleri, kampanyalar) Yeni restoran açılışları Satış Kanalları (paket servis/restoran içi) | <p>Şirketin satışlarının iki bileşeni i) ortalama fiş büyüklüğü, ii) ve modelimizi üzerine inşa ettiğimiz restoran başına ortalama günlük fiş sayısıdır. Genç/yeni açılan restoranların zamanla olgunlaşarak daha fazla müşteri çekeceğini ancak, hızlı büyüyen restoran sayısının, yıllar geçtikçe günlük fiş sayısını kademeli olarak düşürmesini bekliyoruz. Ortalama fiş büyüklüğü, siparişin alındığı kanala bağlı olarak değişiklik gösterebilir. Ortalama olarak, paket servis siparişleri restoran içi siparişlerden 1,3-1,5 kat daha yüksektir.</p> | <p>2026 yılı için yıllık %10 reel gelir artışı ve sonraki üç yıl için %7 YBBO öngörüyoruz. Gelir artışının esas olarak fiziksel genişleme ile birlikte toplam hacim artışından kaynaklanmasını, ortalama günlük fiş sayısının ise daha yavaş bir tempoda büyümesini bekliyoruz.</p> |
| Faaliyet Karı | <ul style="list-style-type: none"> Hammadde fiyatları Personel ve servis maliyetleri Pazarlama giderleri Kira giderleri Ürün ve kanal çeşitliliği Fiyatlama ve Rekabet | <p>Şirketin başlıca nakit gideri, toplam maliyetlerin ~%45'ine karşılık gelen hammaddelerdir (et, tavuk, patates, paketleme ve hizmet ürünleri). Personel giderleri, toplam giderler içindeki %20'lik payıyla bir diğer ana kalemdir. Çalışanların yaklaşık %65'i asgari ücretlidir. Kira giderleri, TFRS16 etkisi de dahil olmak üzere satışların ~%10'una tekabül ederken pazarlama giderleri satışların %5'i civarındadır.</p> | <p>TAB'ın 2026 yılında %20,6'lık bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Uzun vadede ise, dijitalleşme ve franchise mağazalarıyla operasyonel kaldıraçtaki artış sayesinde ortalama %22'lik bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.</p> |
| Yatırım Harcamaları | <ul style="list-style-type: none"> Restoran açılışları Bakım ve onarım Makine ve ekipman alımı Dijitalleşme | <p>Şirketin yatırım harcamaları yeni restoran açılışları, bakım çalışmalarından ve dijitalleşme yatırımlarından oluşmaktadır. Alt franchise odaklı büyüme varsayımımızla uyumlu olarak, büyüme yatırım harcamalarında göreceli bir düşüş beklerken, mevcut bakım gideri/restoran seviyelerini enflasyon varsayımlarımızla artırıyoruz.</p> | <p>2026'daki yeni açılışlarla uyumlu olarak, sermaye harcamaları/satış oranını %8 olarak hesaplıyoruz. İlerleyen dönemde, bu oranın ortalama %6 seviyelerinde kalacağını öngörüyoruz.</p> |
| Net İşletme Sermayesi | <ul style="list-style-type: none"> Tedarikçi anlaşmaları Stok yönetimi | <p>"Eksi" nakit döndürme günleriyle faaliyet göstermek, şirketin kısa vadeli finansmanının temel kaynaklarından biridir. Son üç yılın ve 2023 yılı finansal verileri ışığında, şirketin alacakları için ortalama tahsilat süresini ~15 gün, borç ödemesini ~30 gün ve stok devir süresini ~5 gün olarak hesaplıyoruz. Bu da "eksi" 13 günlük nakit dönüşüm süresi demektir.</p> | <p>Uzun vadeli tahminlerimizde nakit dönüşüm döngüsünde önemli bir değişiklik öngörmüyoruz ve bunun yaklaşık -10 gün civarında seyredeceğini tahmin ediyoruz.</p> |

YKY Model çıktıları

Tablo 6: YKY Model çıktıları

| TABGD Model Özeti (milyon TL) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Operasyonel Göstergeler (TMS29 öncesi) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
| Sistem geneli gelirler (milyon TL) | 25.212 | 41.148 | 62.459 | 93.126 | 122.367 | 151.872 |
| y/y | 107% | 63% | 52% | 49% | 31% | 24% |
| Sistem geneli toplam fiş (milyon) | 203,7 | 207,7 | 247,2 | 277,8 | 301,1 | 319,0 |
| y/y | 11% | 2% | 19% | 12% | 8% | 6% |
| Restoran sayısı | 1.615 | 1.830 | 2.030 | 2.230 | 2.374 | 2.495 |
| y/y | 10% | 13% | 11% | 10% | 6% | 5% |
| Restoran başına ortalama günlük fiş | 346 | 311 | 334 | 341 | 347 | 350 |
| y/y | 1% | -10% | 7% | 2% | 2% | 1% |
| Ortalama fiş büyüklüğü | 124 | 198 | 253 | 335 | 406 | 476 |
| y/y | 86% | 60% | 28% | 33% | 21% | 17% |
| Finansallar | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
| Gelirler | 19.988 | 32.009 | 47.637 | 64.667 | 82.439 | 99.970 |
| Reel değişim | 20% | 11% | 14% | 10% | 8% | 5% |
| VAFÖK | 4.233 | 6.941 | 9.723 | 13.306 | 17.824 | 21.662 |
| Reel değişim | 85% | 14% | 7% | 11% | 13% | 5% |
| Marj | 21% | 22% | 20% | 21% | 22% | 22% |
| Net kar | 2.458 | 1.912 | 2.628 | 3.618 | 6.164 | 7.356 |
| Reel değişim | 33% | -46% | 5% | 11% | 44% | 3% |
| Marj | 12% | 6% | 6% | 6% | 7% | 7% |
| Getiri metrikleri | 2023 | 2024 | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T |
| ROIC | 14,8% | 13,6% | 11,6% | 13,2% | 15,2% | 14,3% |
| Özkaynak karlılığı | 27,0% | 12,1% | 11,8% | 11,8% | 15,1% | 14,2% |
| Varlık devir süresi | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

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.