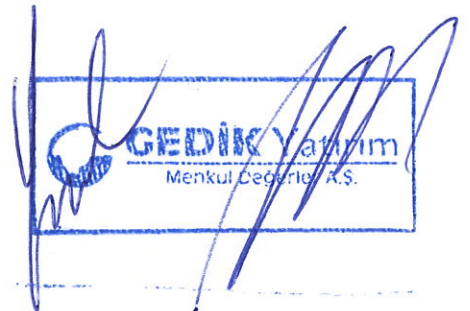


ETİLER İNCİ BÜFE A.Ş.
HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU

3 Temmuz 2012



GEDİK Yatırım
www.gedik.com


GEDİK Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

1. Özet:

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (Mn)	Hisse Başına Değerler (TL)
Çarpan Analizi	50%	22.28	2.97
INA Analizi	50%	30.43	4.06
Şirket Değeri		26.36	3.51
Halka Arz İskontosu(%)		20%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri		21.09	2.81
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Mn TL)		7.50	

Etiler İnci Büfe için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 26,36 milyon TL (3,51 TL/hisse)Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden yüzde 20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,81 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 21,09 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

- ⇒ IMKB-100 Ortalaması ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi
- ⇒ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi(İNA)

2. Halka Arz Varsayımları

Etiler İnci Büfe Halka Arz Özeti	
Çıkarılmış Sermaye	5,000,000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	2,500,000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	2,500,000 TL
<i>Ortak Satışı</i>	-
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	7,500,000 TL
Halka Açılacak Oran	33.33%
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Tahmini Halka Arz Geliri	7,025,000 TL
Tahmini Halka Arz Masrafları (%4.5)	328,660 TL
Yönetim ücreti (%2.5)	175,625 TL
Satış komisyonu (%2)	140,500 TL
Diğer Giderler	15,000 TL
Net Tahmini Halka Arz Geliri	6,696,340 TL
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontolu)	2.81 TL
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontosuz)	3.50 TL
Şirket Değeri(İskontolu)	21,075,000 TL
Şirket Değeri(İskontosuz)	26,267,024 TL

Mevcut 5 milyon TL ödenmiş sermayeye 2,5 milyon TL sermaye artırımı ile halka arz sonrası 7,5 milyon TL ödenmiş sermaye ve % 33,33 halka açıklık oranı varsayımı ile değerlendirilmiştir.

2012T	Yüzde 20 İskontolu Fiyat	İskontosuz Fiyat	İMKB Ortalama
Fiyat - TL	2.81 TL	3.51 TL	Çarpanları
F/K	14.84	18.55	9.04
PD/DD	1.58	1.98	1.28
FD/FVAÖK	9.76	12.28	7.95
FD/SATIŞLAR	1.13	1.40	1.32

3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle, Etiler İnci Büfe 'nin sonsuza kadar yaratacağı nakit akımları hesaplanmıştır. Söz konusu nakit akımlarının Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranı ile bugüne indirgenmesi ile Şirket'in değeri hesaplanmış, bu değerden de Şirket'in net borç rakamının düşülmesiyle hedef piyasa değerine ulaşılmıştır.

⇒ Değerleme Varsayımları:

- ⇒ İNA analizinde sonsuz büyüme oranı % 5 olarak alınmıştır.
- ⇒ Şirket'in esas faaliyet kar marjının 2012-2021 yılları arasında %7,7-%11,6 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.
- ⇒ Şirket içinde yapılan üretim durdurulup, outsourcing'e geçilince, fire giderlerinin sıfırlanacağı,
- ⇒ İmalattaki personelin çıkarılması ile faaliyet giderlerinin azalacağı,
- ⇒ 2014'e kadar yeni mağaza açılışlarının etkisiyle hızlı satış büyümesi ile birlikte, sabit giderlerin payının göreceli olarak azalacağı öngörülmüş ve bu faktörlere bağlı olarak brüt kâr marjı ve EFK marjının 2014 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüştür.
- ⇒ Diğer Gelirler; büyük tedarikçilerden elde edilen reklam gelirleridir.

• Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Bilanço TL	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2020T
Ticari Alacaklar	4,782,329	7,913,836	8,313,781	8,672,622	9,049,405	9,445,027	9,860,431	10,296,604	10,754,587	11,235,468
Stoklar	733,290	1,187,075	1,247,067	1,300,893	1,357,411	1,416,754	1,479,065	1,544,491	1,613,188	1,685,320
Diğer Dönen Varlıklar	505,607	530,888	557,432	585,304	614,569	645,297	677,562	711,440	747,012	784,363
Ticari Borçlar	5,353,020	5,731,563	5,945,358	6,122,835	6,388,843	6,668,150	6,961,423	7,269,360	7,592,694	7,972,328
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	150,142	157,649	165,532	173,808	182,499	191,624	201,205	211,265	221,828	232,920
NET İŞLETME SERMAYESİ	518,064	3,742,587	4,007,390	4,262,175	4,450,043	4,647,305	4,854,429	5,071,910	5,300,265	5,499,903
Değişim	(3,822,896)	3,224,522	264,803	254,785	187,868	197,261	207,125	217,481	228,355	199,638

Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

⇒ İndirgeme Katsayısı

AOSM	15.59%
Piyasa Riski	6.65%
Firma Riski	4.00%
Risksiz Faiz Oranı	9.51%
Beta	1.0
Terminal Büyüme Oranı	5.00%

İndirgeme katsayısı; 2012-2021 dönemi için ortalama %15,59 olarak tahmin edilmiştir. Özsermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak Merkez Bankası tarafından gösterge olarak ilan edilen 'TRT050314T14 tahvilinin son 1 yıllık ortalama bileşik faiz oranı

kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %6,65(Son 1 yıllık ortalama) oranı kullanılmış toplam özsermaye maliyeti %15,59 olarak belirlenmiştir.

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, Kaynak: Bloomberg



⇒ **Mevcut varsayımlar çerçevesinde INA yöntemine göre değerlendirme tablosu**

Etiler İnci Büfe	Tahmini Nakit Akım Tablosu(Bin TL)									
	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler	19,395	32,095	33,717	35,172	36,700	38,305	39,990	41,758	43,616	45,568
Esas Faaliyet Karı	1,976	3,526	3,703	3,874	4,054	4,435	4,641	4,858	5,086	5,326
Vergi Oranı	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	1,581	2,821	2,962	3,099	3,243	3,548	3,713	3,887	4,069	4,261
+ Amortisman	275	550	750	553	577	602	628	656	685	716
- Yatırım Harcamaları	2,000	321	337	352	367	379	399	417	436	456
- Net İşletme Sermaye Değişimi	-3,823	3,225	265	255	188	197	207	217	228	200
Firmanın Nakit Akımı	3,679	-175	3,110	3,046	3,265	3,573	3,735	3,908	4,090	4,321
Uç Değer										42,845
SERMAYE MALİYETİ										
Sermaye Maliyeti	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%	20.16%
Özsermaye Payı(%)	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%	51.15%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%
Borç Payı(%)	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%	48.85%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(%)	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%
Kümülatif WACC	115.59%	133.61%	154.44%	178.52%	206.35%	238.52%	275.71%	318.69%	368.38%	425.81%
Şimdiki Değer	3,182	-131	2,014	1,706	1,582	1,498	1,365	1,226	1,110	11,077
Şirket Değeri (Bin TL)										
Şirket Değeri	24,620									
(-)Toplam Finansal Borçlar	1,018									
(+)Hazır Değerler	135									
Özsermaye Değeri	30,434									
Hisse Başına Fiyat(TL)	4.06									

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 30.43 milyon TL (Hisse başı 4,06 TL) olarak belirlenmiştir.

4. Çarpan Analizi

Çarpan Analizi - Özet	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık(%)	Ağırlıklandırılmış Değer(TL)	Ağırlıklandırılmış Fiyat(TL)
İMKB-100 Endeksine Göre	17,904,440	33.33	5,967,550	0.80
Y. İçi Benzer Şirketlere Göre	26,405,658	33.33	8,801,006	1.17
Y. Dışı Benzer Şirketlere Göre	22,544,374	33.33	7,514,040	1.00
Eşit Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			22,282,595	
Hisse Başına Değer(TL)			2.97	

Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 22,28 milyon TL (2,97 TL/hisse başına) olarak belirlenmiştir. 2012T ortalama piyasa çarpanları ile Etiler İnci Büfe için sermaye değeri analizinde, Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır. Değerlemede aşırı uç piyasa çarpanları devre dışı bırakılmıştır.

Çarpan Analizi- Detay


1- Yurtiçi Benzerleri Sektör Ortalaması

Şirket Adı	2012T			
	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATISLAR
BIMAS	24.9	7.1	17.1	0.9
BİZİM	21.1	5.2	11.1	0.4
KILER	21.6	1.8	10.1	0.7
MGROS	21.9	2.1	9.9	0.6
Ortalama	21.8	3.7	10.6	0.7
Ortalama	21.6	2.0	10.6	0.7
Firma Değeri -TL	30,655,017	26,149,518	29,659,909	19,158,190
Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL	26,405,658			

2012 tahmini rakamlara göre hesaplanan oranlar şu şekildedir:

2- Yurtdışı Benzerleri Sektör Ortamaları

Şirket Adı	Ülke	F/K	2012T		
			PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR
BURGER KING HOLDINGS INC	United States	15.8			
DARDEN RESTAURANTS INC	United States	13.0	3.2	7.3	1.1
WHITBREAD PLC	United Kingdom	12.2	2.0	7.5	1.8
PANERA BREAD COMPANY-CLASS A	United States	24.9	5.0	10.5	2.0
ARCOS DORADOS HOLDINGS INC-A	Argentina	17.7	3.8	9.0	0.9
MCDONALD'S HOLDINGS CO JAPAN	Japan		1.5		0.7
DUNKIN' BRANDS GROUP INC	United States	22.3		14.0	7.1
JOLLIBEE FOODS CORPORATION	Philippines	28.1	4.7	13.0	1.5
BRINKER INTERNATIONAL INC	United States	13.3	5.4	6.6	1.0
WENDY'S CO/THE	United States	22.0	0.9	8.1	1.1
DOMINO'S PIZZA INC	United States	17.9		11.9	2.1
ZENSHO HOLDINGS CO LTD	Japan		2.5		0.6
CHEESECAKE FACTORY INC/THE	United States	14.8	2.4	7.1	0.8
GREENE KING PLC	United Kingdom	9.5	1.0	8.4	2.2
MITCHELLS & BUTLERS PLC	United Kingdom	8.3	1.0	6.8	1.6
CAFE DE CORAL HOLDINGS LTD	Hong Kong	22.5	3.7	10.8	1.6
AJISEN CHINA HOLDINGS LTD	Hong Kong	27.4	4.0	12.9	3.0
BJ'S RESTAURANTS INC	United States	30.9	3.5		1.6
BUFFALO WILD WINGS INC	United States	22.9	3.6	8.5	1.3
CRACKER BARREL OLD COUNTRY	United States	12.2			0.7
TEXAS ROADHOUSE INC	United States	15.4	2.1	7.4	0.9
DOMINO'S PIZZA UK & IRL PLC	United Kingdom	18.5	8.1	13.0	2.9
BOB EVANS FARMS	United States	14.6	0.1		0.7
JUBILANT FOODWORKS LTD	India	44.5	17.1	25.5	4.9
KFC HOLDINGS (MALAYSIA) BHD	Malaysia	15.7	2.3	7.3	1.0
JACK IN THE BOX INC	United States	16.5	2.2	6.6	0.7
WATAMI CO LTD	Japan		2.1		0.7
PAPA JOHN'S INTL INC	United States	13.6			0.7
YOSHINOYA HOLDINGS CO LTD	Japan		1.2		0.5
STARBUCKS COFFEE JAPAN LTD	Japan	12.5			
GOURMET MASTER CO LTD	Taiwan	19.2			
RESTAURANT GROUP PLC	United Kingdom	11.5	2.6	5.7	1.1
LITTLE SHEEP GROUP LTD	China	19.2	3.7	9.7	1.8
WETHERSPOON (J.D.) PLC	United Kingdom	10.6	2.4	6.7	0.8
DINEEQUITY INC	United States	12.2		8.2	3.4
SAIZERIYA CO LTD	Japan		0.9		0.5
MARSTON'S PLC	United Kingdom	8.1	0.6	7.9	2.2
PEET'S COFFEE & TEA INC	United States	30.9		12.2	2.0
WOWPRIME CORP	Taiwan	20.9			2.6
PLENUS CO LTD	Japan		1.0		0.3
PF CHANG'S CHINA BISTRO INC	United States	22.1	4.7	7.5	0.7
GATEGROUP HOLDING AG	Switzerland	8.9	1.4	3.8	0.3
DOUTOR NICHIRE HOLDINGS CO	Japan		0.6		0.3
ATOM CORP	Japan				
CEC ENTERTAINMENT INC	United States	11.0			1.2
MOS FOOD SERVICES INC	Japan				0.6
QSR BRANDS BHD	Malaysia	12.8	1.6	4.9	0.8
ALSEA SAB DE CV	Mexico	19.0	3.3	7.1	1.0
CHINA QUANJUDE GROUP CO LT-A	China	27.8			1.8
INTL MEAL COMP HOLDINGS SA	Brazil	16.9	1.6	7.1	1.1
Ortalama		16.2	2.3	7.7	1.1
Firma Değeri - TL		22,952,152	31,237,741	16,419,565	19,568,037
Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL				22,544,374	


GEDİK Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

SONUÇ:

Etiler İnci Büfe için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 26,36 milyon TL (3,51 TL/hisse) Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden yüzde 20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,81 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 21,09 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.



FİNANSAL TABLOLAR:

Bilanço TL	31/12/2010	31/12/2011
DÖNEN VARLIKLAR	1.858.621	7.053.677
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.250	132.388
Finansal Yatırımlar		
Ticari Alacaklar	1.098.856	4.415.913
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	77.452	1.429.808
-Diğer Ticari Alacaklar	1.021.403	2.986.105
Diğer Alacaklar		
Canlı Varlıklar		
Stoklar	296.946	1.263.927
Diğer Dönen Varlıklar	386.569	471.649
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	70.000	769.800
DURAN VARLIKLAR	2.459.502	3.698.806
Ticari Alacaklar		1.131
Finansal Yatırımlar		
Maddi Duran Varlıklar	442.556	1.618.330
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.012.085	2.043.907
Ertelenmiş Vergi Varlığı		
Diğer Duran Varlıklar	4.861	35.439
TOPLAM VARLIKLAR	4.318.123	10.752.483
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.490.326	5.199.504
Finansal Borçlar	75.117	1.002.477
Ticari Borçlar	3.331.208	1.670.470
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	746.012	
-Diğer Ticari Borçlar	2.585.196	1.670.470
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		
Diğer Borçlar	24.724	2.386.499
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar		2.273.851
-Diğer Taraflara Diğer Borçlar	24.724	112.648
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	59.276	140.058
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	129.379	52.554
Finansal Borçlar	80.866	15.102
Ticari Borçlar		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	48.513	37.452
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		
ÖZKAYNAKLAR	698.418	5.500.426
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	698.418	5.500.426
Ödenmiş Sermaye	500.000	5.000.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)		
Emisyon Primi		
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		
Net Dönem Karı/Zararı	198.418	302.008
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları		198.418
Azınlık Payları		
TOPLAM KAYNAKLAR	4.318.123	10.752.483

 **GEDİK Yatırım**
Menkul Değerler A.Ş.

Gelir Tablosu TL	2010	2011
Satış Gelirleri	2.221.978	9.187.569
Satışların Maliyeti (-)	1.075.262	4.237.512
Brüt Kar/Zarar	1.146.716	4.950.057
Faaliyet Giderleri (-)	878.160	5.068.158
Esas Faaliyet Karı/ Zararı	268.556	-118.101
Diğer Faaliyet Gelirleri	103.661	1.379.841
Diğer Faaliyet Giderleri(-)	119.293	613.752
Faaliyet Karı/ Zararı	252.924	647.988
Faaliyet Kar Marjı	11%	7%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelir		
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gider(-)	2.780	174.607
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	250.143	473.381
Dönem Vergi Gelir / Gideri (-)	3.213	133.921
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	48.513	37.452
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	198.418	302.008
Hisse Başına Kazanç		
Ana Ortaklık Payları	198.418	302.008
Azınlık Payları		
Amortisman	32.088	235.915
FVAÖK	285.012	883.903
FVAÖK Marjı	13%	10%

 **GEDİK Yatırım**
Menkul Değerler A.Ş.