



MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

[MAVİ]

07.06.2017

Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İş Yatırım"), Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mavi", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Mavi Giyim'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Şirket, Perakende giyim alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, üreticilerden tedarik ettiği dış giyime yönelik ürünleri (kendisi üretim yapmamaktadır) kendi markası altında satışını gerçekleştirmektedir.

1991 yılında İstanbul'da kurulan Mavi, uluslararası bilinirliğe sahip başarılı bir lifestyle markasıdır.

Şirket, Türkiye haricinde 34 ülkede faaliyet göstermektedir. Özellikle Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın Ağustos 2016'da satın alınmasıyla ABD ve Kanada; Almanya merkezi sayesinde Avrupa ve Rusya olmak üzere yurt dışında dört önemli bölgede varlık göstermektedir.

Mavi'nin toplam 5,500 satış noktası bulunmakta olup bunların 4.700 tanesi yurt dışındadır. Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurt içinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte; bunlara ek olarak 70 adet monobrand franchise mağaza bulunmaktadır.

Şirket'in Almanya, Rusya, ABD ve Kanada'da yer alan toplam 61 adet mağazasının, 22 adeti Şirket; kalan 39 adeti ise franchise olarak işletilmektedir.

Yurt içinde net perakende satış alanı yaklaşık 117.000 m² ulaşmıştır. GFK'nin marka araştırmasına göre, Mavi Türkiye'deki bir numaralı jean markası olup yurt içindeki en büyük altıncı hazır giyim şirkettir.

Şirketin 3.340 çalışanı bulunmaktadır.

Şirketin hakim ortağı, dolaylı olarak, Akarlılar ailesidir.

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırımını	-
Ortak Satışı*	23.749.000
Halka arz oranı*	%47,83
Toplam*	23.749.000

*Ek satış halinde ilave 3.562.350 pay ,ek satış olması durumunda halka arz oranı %55)

Halka Arz Büyüklüğü

Halka arz fiyatı	43,00 TL – 51,6 TL
Brüt Halka arz geliri (ek satış hariç)	1.021,2 mn TL- 1.225,4 mn TL
Şirkete halka arz geliri	-

Kotasyon

Halka arz tarihi*	8-9 Haziran 2017
İşlem göreceği pazar	BIST-Yıldız Pazar

Halka arz Taahhütleri

Sermaye artımı yapmama	Halka arzdan itibaren 6 ay
Ortak satışı yapmama	Halka arzdan itibaren 6 ay

Halka arz Yöntemi

Aracılık Türü	En iyi Gayret Aracılığı
Aracı Kurum (Konsorsiyum Lideri)	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka arz satış Yöntemi	Talep Toplama ve Satış

Fiyat İstikrarı	Ek satıştan yaratılan gelirin 30 gün boyunca fiyat istikrarı için Kullanılması
-----------------	--

Tahsisat	Yurt dışı kurumsal yatırımcılar: %70, Yurtiçi bireysel yatırımcılar: %10, Yurtiçi kurumsal yatırımcılar: %20
----------	--



Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 49.657.000 TL'dir. Şirket sermayesinin %45'i oranında 22.345.650 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup A Grubu payların, Yönetim Kurulu seçiminde aday gösterme, Yönetim Kurulu Başkanının A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilmesi ve genel kurul kararlarında belirli kararların A grubu pay sahiplerinin olumlu oyu olmadan alınamaması gibi imtiyazlar mevcut olup (B) grubu payların ise herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

Ortağın Adı Soyadı	ORTAKLIK YAPISI					
	Ortakların Sermaye Payı					
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış halinde Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%		
Blue International Holding B.V	49.657.000	%100	25.908.000	%47,83	22.345.650	%45,00
Halka Açık	-	-	23.749.000	%47,83	27.311.350	%55,00
TOPLAM	49.657.000	100,0%	49.657.000	100,0%	49.657.000	100,0%

Şirket'in finansal durumu hakkında

Şirket, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, şirketin en önemli satış grubu olan Jean kategorisinde (31.01.2017 itibarıyla satışların gelir olarak %48,8'i Jean, %15,4'ü tişört, %11,7 gömlek, %24,1 ise diğer), yurt içinde 5,5 milyon adet jean pantolonu satmıştır. Şirket'in yurt içinde işlettiği monobrand mağazalarda ise 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yıl boyunca jean pantolonu ürün kategorisi %26,4 oranında YBBO ile büyümüştür. Şirket, yine aynı dönemde yurt dışında (Rusya ve Avustralya haricinde) 1,6 milyon jean ürünü satmıştır.

Şirket 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, 1.307,9 mn TL tutarında konsolide gelir, 51,8 mn TL kar ve 170,2 mn TL tutarında uyarlanmış FAVÖK (ticari faaliyetlerden kur gelir/gider hariç) kaydetmiştir. 31 Ocak 2015 ile 31 Ocak 2017 tarihleri arasında Şirket, gelir, kar ve uyarlanmış FAVÖK sırasıyla %20,9 , %65,6 ve %28,4 YBBO'luk (yıllık bileşik büyüme oranı) bir artış sergilemiştir.

Şirket 1 Eylül 2016 tarihinde bağlı ortaklığı haline gelen Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın konsolide edilmesi sonrası 31 Ocak 2017 itibarıyla 1.368,5 mn TL gelir, 176,9 mn TL de uyarlanmış FAVÖK elde etmiştir.

Satışların 31.01.2017 itibarıyla satış kanalları bazında dağılımı aşağıdaki gibidir:

Satışlar (mn TL)	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam
Türkiye	856,7	247,9	15,0	1.120,4
Yurtdışı	40,6	199,2	8,3	248,1

Şirket satışlarının yurtiçi payı 31.01.2015, 31.01.2016 ve 31.01.2017 tarihleri itibarıyla sırasıyla %84 , %87,9 ve %85,7'dir.

FİNANSAL ÖZET			
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL			
Yıllık ve dönemsel			
	31.01.2017	31.01.2016	31.01.2015
Dönen Varlıklar	625,4	411,9	371,8
Duran Varlıklar	268,6	139,5	123,6
K.V.Yükümlülük	631,6	402,3	380,2
U.V.Yükümlülük	121,9	53,6	53,6
Öz Kaynaklar	140,5	95,6	61,6
Sermaye	49,7	49,7	49,7
Nakit Değerler	158,1	111,4	92,2
Finansal Borçlar	336,0	189,4	191,2
Net Nakit	-177,9*	-78,0	-99,0
* İlişkili tarafla borçlar (43,5 mn TL) dahil -221,5 mn TL			
GELİR TABLOSU – mn TL			
Yıllık	31.01.2017	31.01.2016	31.01.2015
Satışlar	1.307,9	1.052,8	895,0
Faaliyet Karı	128,6	97,0	57,1
Düzeltilmiş FAVÖK	170,2	131,0	103,2
Net Kar	51,8	33,5	18,9



DEĞERLEME HAKKINDA

İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, Türkiye’den BIM ve uluslararası benzer şirketlerin beklenti/tahmini 12 aylık FD/NS ve FD/FAVÖK Çarpanlarından elde edilen sonuçlar eşit ağırlıklandırılarak değerlendirilmiştir.

Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi

Değerlemede şirketin 31.01.2018 mali yılsonu tahmini mali tabloları baz alınmıştır.

Mavi (mn TL)	Satışlar	FAVÖK	Net Nakit
31.01.2018 mali dönem	1.637,4	225,0	-221,5

Değerlemede kullanılan iki çarpanın gerekçesi aşağıdaki şekilde izah edilmiştir :

Net satış çarpanı Şirketin geçmiş büyüme hızı dikkate alınarak, hem şirketin Pazar payı lideri olmasını hem de Jean ve lifestyle kategorilerinde toplam pazarın büyüme potansiyelini barındırmaktadır.

FAVÖK çarpanının, Şirket’in hem marka değerinin fiyatlarına yansıtılması hem de artan işlem hacmi sayesinde pazarlık gücü ve operasyonel yönetim yetkinliğini içererek operasyonel karlılığı belirlemesi sebebiyle Şirket’in değerlendirilmesinde dikkate alınması gereken diğer bir değerlendirme yöntemi olduğu düşünülmektedir.

Değerlemede kullanılan benzer şirketler ve çarpanları aşağıdaki gibidir:

Piyasa Çarpanları*	FD/S	FD/FAVÖK
BİM Birleşik mağazalar	0,8	15,5
Hennes&Mauritz	1,8	10,8
İndustria de Diseno Textil SA	4,8	21,8
Burberry Group PLC	2,5	11,9
OVS SpA	1,4	9,8
Fast Retailing Co. Ltd	2,0	17,3
Mr Price Group Ltd.	2,1	11,8
Lojas Renner SA	2,9	14,1
LLP SA	1,8	15,6
Medyan	2,0	14,1
Aritmetik Ortalama	2,2	14,3

Benzer şirketler FD/Net satış çarpanının medyanına göre Şirketin özsermaye değeri 3.072,4 mn TL

Benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanının medyanına göre Şirketin özsermaye değeri 2.943,7 mn TL olarak hesaplanmıştır.



Değerlemede uygulanan yöntem ve elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

Değerleme Yöntemi	Şirket Piyasa Değeri (mn TL)
FD/NS çarpanına göre	3.072,4
FD/FAVÖK çarpanına göre	2.943,7
Ortalama	3.008,1
Pay Başına Değer (TL)	60,6

Halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL- 51,6 TL olarak belirlenmiş buna göre halka arz iskontosu sırasıyla %29,0 ve %14,8 olarak hesaplanmıştır.

Değerleme sonucu, halka arz için baz alınan pay fiyatı ve mevcut mali tablolara göre Şirket çarpanları aşağıdaki gibidir:

Mavi-Finansal Rasyolar	F/K	PD/DD	FD/S	FD/FAVÖK
Pay başına 43 TL fiyata göre	42,6	15,2	1,8	13,3
Pay Başına 51,6 TL fiyata göre	51,1	18,2	2,1	15,7

❖ Fiyat tespit raporuna ilişkin görüş ve değerlendirmelerimiz:

1- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirketin halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız. Ayrıca değerlendirme için kullanılan yöntemler, ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.

2- Değerlemede sadece Benzer şirket çarpanları yöntemi ve sadece 31.01.2018 tahmin sonuçları alındığından, devam eden yıllara ilişkin de tahmini sonuçlara yer verilebileceğini ve buna bağlı olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemine yer verilmesinin de yatırımcıların daha kapsamlı değerlendirme yapabilmesi açısından daha uygun olurdu diye değerlendirmekteyiz.

3- Şirketin satış gelirlerinin %85'inden fazlasının yurtiçi satış olması nedeniyle Şirketin marka değerinin tam anlamıyla global ölçekte bir marka olduğu iddiası ve buna bağlı olarak benzer şirket olarak gerçekten global ve ölçek olarak da çok daha büyük şirketlerle (Zara, H&M, Burberry, Uniqlo) kıyaslanmasının değerlendirme için bir risk içerebileceğini düşünmekteyiz.

4- Yurtiçi benzer şirket olarak da iş kolu olarak ve iş yapış tarzı olarak oldukça farklı bir şirketin (BİM'in) emsal alınmasının ve yurtiçi şirketlerle karşılaştırmak için tek seçenek olarak alınmasını uygun bir seçim olarak değerlendirememekteyiz. Ayrıca şirket satışlarının %85'den fazlasının yurtiçi olması ve şirketin global gelişmelerden



ziyade yurtiçi Pazar dinamiklerindeki gelişmelere daha fazla maruz kalıyor olması nedeniyle yurtiçi piyasa verileri (getiri-risk ölçütleri) benzer şirketler/sector çarpanları gibi hususlara değerlemede yer verilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

5- Şirketin en önemli varlığının şirketin yarattığı "marka değeri" ve Pazar payı olduğu söylenebilir. Fakat söz konusu marka'nın şirkete sağladığı avantajların şirketin finansallarında bir ölçüde temsil edildiği (nitekim FD/FAVÖK çarpanının kullanımında bu hususa dikkat çekilmiştir) gerçeğinden yola çıkarak, şirket için hesaplanan piyasa değerinin (pay başı 60,6 TL'nin), şirketin faaliyetlerinden elde ettiği faaliyet karı ve net karı ile yeterince desteklenmediğini ve faaliyet sonuçlarına göre (F/K 60,1 ve FD/FAVÖK 18,1) nispeten yüksek bir değere tekabül ettiğini, şirketin geçmiş yıllardaki büyüme performansını devam ettireceği beklentisiyle yapılan değerlemede ortaya çıkan fiyatın piyasa risklerini yeterince içermediğini düşünmekteyiz.

SONUÇ

- **Şirketin fiyat tespit raporunu, kapsamlı ve anlaşılır bulmaktayız.**
- **Seçilen değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçlar (tahmini değerlerin ve çarpanların kullanılmış olması, benzer şirket çarpanlarından elde edilen sonuçların bir yerde sağlamasını yapacak diğer alternatif değerlendirme yöntemlerine yer verilmemiş olması) ve özellikle benzer şirket seçimlerinin değerlendirme için risk içerebileceğini düşünmekteyiz.**
- **Şirket için hesaplanan iskontosuz piyasa değerinin yüksek değerlemeye işaret ettiğini düşünmekteyiz.**
- **Öte taraftan, Halka arz için yatırımcılara bir fiyat band aralığının seçenek olarak sunulmuş olması ve yatırımcıların değerlemede ortaya çıkabilecek riskleri dikkate alarak daha yüksek bir iskonto tercih edebilecek olmaları nedeniyle de halka arz fiyat aralığını- bir miktar daha iskonto içermesi gerektiğini düşünmekle beraber- makul bulmaktayız.**