

MAVİ  
Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

07 HAZİRAN 2017



**Önemli Not**

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12.02.2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan payların ilk halka arzı öncesi uyulacak esasların 7. Maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır. Rapor, Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına aracılık edecek olan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 1-Halka Arza İlişkin Bilgiler

**Tablo 1 - Halk Arza İlişkin Genel Bilgiler**

<b>İhraççı</b>	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Ortak Satışı
<b>Arz Eden Ortak</b>	Blue International Holding B.V.
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	23.749.000 TL nominal değerli 23.749.000 adet pay
<b>Halka Arz Oranı</b>	%47,83
<b>Ek Satışa Sunulan Pay Miktarı</b>	3.562.350 TL nominal değerli 3.562.350 adet pay (halka arzın %15'i)
<b>Ek Satış Dahil Halka Arz Oranı</b>	%55
<b>Halka Arz Fiyat Aralığı</b>	43,00 - 51,60 TL
<b>Tahsisat Grupları</b>	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%10) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%20) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%70)
<b>Konsorsiyum Lideri</b>	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En iyi Gayret Aracılığı
<b>Satmama Taahhüdü</b>	Şirket ve Ortak için 180 gün
<b>Halka Arz Tarihi</b>	8 - 9 Haziran 2017
<b>Fiyat İstikrarı</b>	Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
<b>Fiyat İstikrarı Fonu</b>	Blue International Holding B.V.'nin portföyünden halka arz edilecek paylardan toplam 3.562.350 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilecek hasılat

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Blue International Holding B.V.	%100,0	49.657.000	%52,17	25.908.000	%45,0	22.345.650
Halka Açık	%0,0	0	%47,83	23.749.000	%55,0	27.311.350
<b>Toplam</b>	<b>%100,0</b>	<b>49.657.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>49.657.000</b>	<b>%100,0</b>	<b>49.657.000</b>

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Sait Akarlılar 1991 yılında 'Mavi' markasını oluşturmasının ardından, 1994 yılında şirketi kurmuştur. Şirket, kadın ve erkekler için jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmak amacıyla kurulmuş ve faaliyete geçtiği ilk günden bu yana, en büyük hedefi müşterisine yüksek kalitede ve Perfect Fit'e sahip ürünler sunmak olmuştur.

Şirket geçmişinde dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştirmiş ve bu sayede jean üretimi konusunda önemli bir tecrübe kazanmıştır. Şirket, 1993 yılında İstanbul'un önde gelen bir alışveriş merkezinde ilk monobrand mağazasını açarak perakende faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket 2008 yılından itibaren perakende faaliyetlerine daha fazla odaklanmaya karar vermiştir ve 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda yurt içinde net perakende satış alanı açısından yaklaşık 117.000 metrekareye ulaşmıştır. 2011 yılında, yüksek büyüme potansiyeli sunduğu öngörülerek uluslararası pazarlardaki varlığın artırılması amacıyla Ruya'da bir bağlı ortaklık kurulmuştur.

31 Ocak 2017 itibarıyla şirket yurtiçinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte; bunlara ek olarak franchise alanlar ise 70 adet monobrand mağaza işletmektedir. Şirket ürünleri 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır. Şirketin Almanya, Rusya, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'da yer alan toplam 61 adet monobrand mağazası bulunmaktadır. Mavi ürünleri Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Almanya ve Rusya da dahil olmak üzere 35 ülkede, 5.500'den fazla noktada satışa sunulmaktadır.

## Ürünler

31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda, Avustralya ve Rusya dışında, dünya çapında 7,5 milyon adet jean ürünü satışı gerçekleştirilmiştir. Şirket jeanlerin yanı sıra kadın ve erkeklere yönelik tşörtler, gömlekler, mont ve ceketler, kazaklar, jean haricinde pantolonlar, etek ve elbiseler ile aksesuarlar, ayakkabılar gibi lifestyle hazır giyim ürünlerini tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır.

Şirket perakende kanalına giderek daha fazla ağırlık vererek çeşitli kategorilerde büyüyüp yalnızca bir jean şirketi olmanın ötesine geçerek, 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda yurtiçinde işlettiği monbrand mağazalarının satış gelirinin %56'sını lifestyle ve %44'ünü jean pantolon kategorisinden elde etmiştir.

Şirket satışlarını üç kanal vasıtasıyla gerçekleştirmektedir:

- Perakende kanalı satışları
- Toptan kanalı satışları
- E-ticaret

Perakende satışlar, şirket tarafından işletilen ve monobrand Mavi mağazalarında gerçekleştirilen satışları temsil etmektedir. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda Şirketin Türkiye’de 261, Almanya’da 9, Rusya’da 8, Kanada’da 4 ve Amerika Birleşik Devletleri’nde 1 adet mağazası mevcuttur.

Şirketin konsolide geliri 31 Ocak 2015 yılında 895,1 milyon TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda %17,6 artarak 1,1 milyar TL’ye ulaşmış ve 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda ise %24,2 artış ile, 1,3 milyar TL’ye yükselmiştir. Satış büyümeleri asıl olarak yurt içi pazardaki gelir artışının bir sonucudur. Buna ek olarak, 2016 yılının Eylül ayında Mavi Amerika ve Mavi Kanada’nın konsolide edilmesiyle elde edilen toplam 54,8 milyon TL tutarındaki gelirin ve daha küçük ölçüde Avrupa, Rusya ve dünyanın geri kalanında artan gelir bu artışa katkı sağlamıştır.

### Satış Kanalı Gelir Dağılımı

Mevcut durumda e-ticaret 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda gerçekleşen konsolide satışların %1,7’sini teşkil etmiştir. E-ticaretin bir satış kanalı olarak yurtiçinde ve dışında yüksek bir büyüme potansiyeli taşıdığı düşünülmektedir.

	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
Perakende	573,2	64,0	729,4	69,3	890,5	68,1
Toptan Satış	310,5	34,7	309,2	29,4	395,6	30,2
E-ticaret	11,3	1,3	14,2	1,3	21,8	1,7
<b>Toplam</b>	<b>895,1</b>		<b>1.052,80</b>		<b>1.307,90</b>	

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

### Coğrafi Gelir Dağılımı

	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
Türkiye	752,3	84,0	925,7	87,9	1.121,20	85,7
Avrupa	101,5	11,3	96,2	9,1	100,1	7,7
Amerika*	-	-	-	-	37,6	2,9
Kanada*	-	-	-	-	17,3	1,3
Rusya	26,2	2,9	19,4	1,8	19,7	1,5
Diğer Ülkeler	15,1	1,7	11,5	1,1	12,0	0,9
<b>Toplam</b>	<b>895,1</b>		<b>1.052,80</b>		<b>1.307,90</b>	

\* Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada, 1 Eylül 2016 itibarıyla Şirketin konsolide gelirlerine katkı sağlamıştır.

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

### Türkiye Faaliyetleri

2008 yılında alınan ve yurtiçi perakende faaliyetlerini büyütmeyi şirket stratejisinin temel bir unsuru haline getirme kararıyla beraber perakende alanında önemli bir başarı elde edilmiştir. Geçmiş üç mali yıl boyunca yılda ortalama 26 yeni mağaza açılmış ve son mali yılda mağazalar 55 milyonun üzerinde ziyaretçi kabul etmiştir.

Şirketin sahip olduğu perakende mağazaları, güçlü ekonomik sonuçlar elde etmektedir. Bu bağlamda, bire bir satışlar, sona eren üç mali yıl boyunca düzeltilmiş oran dikkate alınarak ortalamada %16,3 büyümüştür. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, bir yıldan uzun süredir aktif olan mağazaların %94'ü karlı olup, bahsi geçen mağazaların ortalama katkısı %25,3 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, geleneksel perakende kanalını tamamlaması amacıyla e ticaret sitesi kurmuştur. Her ne kadar e-ticaret hali hazırda yurtiçi satışların %1,7'sini teşkil etse de, bu kanaldan elde edilen gelir 1 Şubat 2015 ile 31 Ocak 2017 arasındaki dönem boyunca %27,3'lük YBBO ile artmıştır.

### Yurtdışı Faaliyetleri

Şirket, 61 adet monobrand mağaza ve yaklaşık 4.700 satış noktasından oluşan bir ağ ile dünya çapında (Türkiye hariç) 34 ülkede faaliyet göstermektedir.

31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda, dünya çapındaki 7,5 milyon adetlik jean satışının 1,6 milyonu Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avrupa ve diğer yurtdışı pazarlarda (Rusya ve Avustralya haricinde) gerçekleştirilmiştir.

### 3- Projeksiyonlar

Şirketin geçmiş satış ve karlılık büyümelerinin 31 Ocak 2018 tarihinde bitecek olan mali yılda da devam edeceği varsayımı ile Mavi için 1 yıllık satış ve FAVÖK tutarı tahmini yapılmıştır

#### Satış Tahmini

Gelir projeksiyonunu Türkiye ve Yurtdışı için kanal bazında gerçekleşen büyümeleri dikkate alarak yapmıştır.

Perakende kanalı satışları halihazırda var olan mağazaların bire bir büyümesi, yeni mağaza açılışları ve mağaza satış alanlarının genişletilmesi kaynaklı olacak şekilde tahmin edilmiştir.

Toptan ve e-ticaret kanallarındaki gelir artışı tahmini için son 3 yılın ortalama büyüme oranları kullanılarak tahmin edilmiştir.

#### FAVÖK Tahmini

FAVÖK tahmininde Mavi'nin son 3 yılda gerçekleştirdiği ortalama FAVÖK marjı gelişiminin 2017 yılı boyunca devam edeceği varsayımı ile 31 Ocak 2018 yıl sonu itibarıyla FAVÖK marjının %13,7 olacağı tahmin edilmiştir.

#### 4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan 'Mavi Giyim Sanayi Ticaret ve A.Ş. için 43,00 – 51,60 TL aralığında halka arz fiyatı açıklanmıştır. Değerleme yöntemi olarak, Çarpan Analizi kullanılmıştır.

#### 1) Çarpan Analizi Yöntemi

##### Firma Değeri / Net Satış Çarpanı

Mavi ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/ Net Satış çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Şirket	FD/Net Satış 1. tahmin yılı	31.Oca.18	
		Mn TL	Tahmini
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	0,8	Net Satış	1.637,4
Hennes & Mauritz AB	1,8	Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu	
Industria de Diseno Textil SA	4,8		
Burberry Group PLC	2,5		
OVS SpA	1,4		
Fast Retailing Co Ltd	2,0		
Mr Price Group Ltd	2,1		
Lojas Renner SA	2,9		
LLP SA	1,8		
Minimum	0,8		
<b>Medyan</b>	<b>2,0</b>		
<b>Aritmetik Ortalama</b>	<b>2,2</b>		
Maksimum	4,8		

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

##### FD/Net Satış Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Mn TL	Değer 1.tahmin yılı
Net Satış	1.637,4
Benzer Şirketler Medyan FD/Net Satış Çarpanı (x)	2,0
<b>Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>3.302,1</b>
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-221,5
<b>Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri</b>	<b>3.080,6</b>
Kontrol Edilmeyen Paylar (-)	-8,2
<b>Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri</b>	<b>3.072,4</b>

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

### Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı

Mavi ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Şirket	FD/FAVÖK 1. tahmin yılı	Mn TL	31.Oca.18 Tahmini
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	15,5	FAVÖK	225,0
Hennes & Mauritz AB	10,8	Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu	
Industria de Diseno Textil SA	21,8		
Burberry Group PLC	11,9		
OVS SpA	9,8		
Fast Retailing Co Ltd	17,3		
Mr Price Group Ltd	11,8		
Lojas Renner SA	14,1		
LLP SA	15,6		
Minimum	9,8		
<b>Medyan</b>	<b>14,1</b>		
<b>Aritmetik Ortalama</b>	<b>14,3</b>		
<b>Maksimum</b>	<b>21,8</b>		

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

### FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Mn TL	Değer 1.tahmin yılı
FAVÖK	225,0
Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Satış Çarpanı (x)	14,1
<b>Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>3.173,4</b>
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-221,5
<b>Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri</b>	<b>2.952,0</b>
Kontrol Edilmeyen Paylar (-)	-8,2
<b>Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri</b>	<b>2.943,7</b>

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

## 2 ) Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yönteminde, Şirketin duran varlıklarının değerlemesi yapılmaksızın 31.01.2017 tarihli bilanço değeri üzerinden defter değeri hesaplanmıştır.

Mavi'nin 31.01.2017 tarihli bilançosundaki özkaynaklar 140,5 milyon TL'dir.



## Sonuç

Mavi bünyesinde üretim faaliyeti bulunmayan ve tedarik ettiği ticari ürünleri ağırlıklı olarak perakende ve daha az oranda toptan olarak satan bir şirket olduğu için yüksek seviyede ödenmiş sermaye ihtiyacı yoktur. Şirketin gelir ve karlılığının ana kaynağı olan Mavi markasının değeri şirketin bilançosunda yer almamaktadır.

Rapor kapsamında hesaplanan Defter Değeri'nin Şirketin sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate alınmamıştır.

Şirket değeri hesaplamasında Türkiye'den BİM ve uluslararası benzer şirketlerin tahmini 12 aylık Net Satış ve FAVÖK çarpanlarının medyanları esas alınarak kullanılan iki çarpan eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Son 12 aylık FD/Net Satış çarpanlarının medyanına göre Şirketin özsermaye değeri 3.072,4 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre Şirketin özsermaye değeri 2.943,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD / Net Satış (mn TL)	50%	3.072,4
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD / FAVÖK (mn TL)	50%	2.943,7
Defter Değeri Yöntemi	0%	140,5
<b>Ortalama Özsermaye Değeri (mn TL)</b>		<b>3.008,1</b>
<b>Hisse Adedi (milyon)</b>		<b>49,657</b>
<b>Ortalama Hisse Fiyatı</b>		<b>60,6</b>

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Hesaplamaya göre iskonto öncesi Mavi birim pay fiyatı 60,6 TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL – 51,6 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %29,0 ve %14,8 olarak hesaplanmaktadır.

### 5- Nihai Görüş

Halka arza aracılık yapan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan halka arz fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Hesaplamaya göre iskonto öncesi **Mavi Giyim birim pay fiyatı 60,60 TL** olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise **43,00 TL – 51,60 TL** olarak belirlenmiş olup, halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre **halka arz iskontosu** sırasıyla **%29,0 ve %14,8** olarak hesaplanmıştır.

Mavi Giyim için hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerlendirme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmış, Mavi Giyim hakkında yeterli bilgiler aktarılmıştır.

Fiyat tespit raporunda kullanılan değerlendirme yöntemlerinden sadece Çarpan Analizi'nin kullanılmasının yanı sıra, Mavi Giyim'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine de yer verilmesinin daha uygun olacağı kanaatindeyiz.

Fiyat tespit raporunda kullanılan değerlendirme yöntemlerinden, Çarpan Analizi yönteminde benzer şirket olarak yurtiçi benzer şirketlerden perakende sektöründe faaliyet gösteren BİM benzer şirket olarak seçilmiştir. Türkiye'de Mavi ile benzeşen toptan ve perakende moda alanında faaliyet gösteren giyim odaklı halka açık bir firma bulunmamaktadır. Dolayısıyla, benzer şirket seçiminde benzer iş kolunda faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketlerin değerlemeye dahil edilmesinin daha yerinde bir karar olacağını düşünüyoruz.

Değerlemede kullanılan i) Net Satış tahmininde şirketin geçmiş satış ve karlılık büyümelerinin içinde bulunulan faaliyet alanında devam edeceği (01.02.2017-31.01.2018) ii) FAVÖK değerleri için ise şirketin son üç yılda gerçekleştirdiği ortalama FAVÖK marjı gelişiminin 2017 yılı boyunca devam edeceği varsayımlarında bulunulmuştur. Belirtilen varsayımlarda yanılma olasılığı olabileceğinin yatırımcılar tarafından göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. Ek olarak, halka arz için uygulanan iskonto oranını düşük buluyoruz.

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.