

MAVİ GİYİM SAN. VE TİC. A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler İş Yatırım tarafından hazırlanan 25 Mayıs 2017 tarihli Fiyat Tespit Raporu ve Mavi Halka Arz İzahnamesinden elde edilmiştir.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Ortak satışı
Halka Arz Eden Ortak	Blue International B.V.
Halka Arz Edilecek Paylar	Ortak Satışı: 23.749.000 TL nominal değerli paylar
Ek Satışa Sunulacak Paylar	3.562.350 TL nominal değerli paylar (%15 ek satış hakkı)
Halka Arz Oranı	Ek satış olmaması halinde: %47,83 Ek satış olması halinde: %55,00
Halka Arz Fiyatı	43,00 TL - 51,60 TL
Halka Arz Tarihi	8 – 9 Haziran 2017
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat Grupları	Yurt dışı kurumsal yatırımcılar (%70) Yurt içi kurumsal yatırımcılar (%20) Yurt içi bireysel yatırımcılar (%10)
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortaklar tarafından 180 gün
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlanmasından itibaren 30 gün süre ile (fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerde, ek satıştan elde edilecek gelirin kullanılması planlanmaktadır)
Fiyat İstikrarı Fonu	Blue International Holding B.V.'nin portföyünden halka arz edilecek paylardan toplam 3.562.350 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilecek hasılat

Şirket Hakkında Özet Bilgi

1991 yılında İstanbul'da Akarlılar ailesi tarafından kurulan Mavi Giyim San. Ve Tic. A.Ş. ("Mavi" veya "Mavi Jeans" veya "Şirket") bugün ABD, Kanada, Almanya ve Rusya da dahil olmak üzere toplam 35 ülkede faaliyet göstermektedir. Mavi, Türkiye'deki mağazalaşma operasyonlarına 2008'den itibaren ağırlık vererek 2016'da monobrand mağaza sayısını 331'e çıkarmıştır. Şirket ürünleri 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır. Denim kalitesinde uluslararası bir üne sahip olan Mavi, 2016 yılında 61 Mavi mağazasında ve yaklaşık 4.700 satış noktasında 1,6 mln adet denim ürünü yurtdışında satmıştır.

Şirket, GfK'nın hazırladığı marka algı raporuna göre, akla ilk gelen marka olması açısından Türkiye'deki bir numaralı jean markası olup yurtiçindeki en büyük altıncı giyim şirketidir. (Kaynak: GfK-Haziran 2016, Euromonitor-Şubat 2017)

Halka arz öncesi Şirket'in iki dolaylı pay sahibi vardır. Akarlılar Ailesi üyeleri, şirketin sermayesinin %46 dolaylı sahibi konumundayken, TPEF II Şirket sermayesinin %54'üne dolaylı olarak sahiptir.

Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Blue International Holding B.V.	49.657.000	%100,00	25.908.000	%52,17	22.345.650	%45,00
Halka Arz	-	-	23.749.000	%47,83	27.311.350	%55,00
TOPLAM	49.657.000	%100,00	49.657.000	%100,00	49.657.000	%100,00

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Genel Bilgiler

Mavi 35 farklı ülkede Türkiye'de 331 monobrand mağaza, 436 çok markalı satış noktası, yurtdışında 61 monobrand mağaza, 4.644 toptan satış noktasıyla hizmet göstermektedir.

Operasyonların Bölgesel Kırılımı

	Perakende Mağaza	Franchise Mağaza	Toptan Satış Noktası	Personel Sayısı
1- Türkiye	261	70	436	2.974
2- Kanada	4	-	1.548	62
3- ABD	1	-	830	61
4- Avrupa	9	-	115	160
5-Rusya	8	19	124	83
6-Diğer	-	20	23	N/A

Geçtiğimiz üç yıllık dönemde Şirket'in net satışları %21 YBBO ile büyüyerek 31 Ocak'ta sona eren yıllık dönemde 1,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Bölgesel dağılım incelendiğinde şirketin Türkiye operasyonlarının konsolide değerlere en çok katkı sağlayan ülke olduğu görülmektedir. Bununla birlikte Akarlılar Ailesi'nin tüm paylarına sahip olduğu, Mavi Kanada ve Mavi ABD operasyonlarını bünyesinden barındıran Eflatun Giyim'in çoğunluk hissesinin Ağustos 2016'da satın alınmasıyla Mavi Kanada ve ABD gelirleri de 31 Ocak 2017 mali yılı konsolide gelirlerine yansımaya başlamıştır.

Gelirlerin Bölgesel Kırılımı

	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
(mio TL)	2015	2016	2017
Toplam gelirler	895,1	1.052,8	1.307,9
Türkiye	752,3	925,7	1.121,2
Avrupa	101,5	96,2	100,1
Amerika	-	-	37,6
Kanada	-	-	17,3
Rusya	26,2	19,4	19,7
Diğer	15,1	11,5	12,0

Perakende satışlar, toplam satışların %68'ini oluşturmakta olup, yurtiçi satışların %76'sı perakende satış kanalından gelmektedir. Yurtdışı satışların ise %80'i toptan satış kanalından sağlanmaktadır. E-ticaret konsolide satışların %1,7'sini teşkil etmekte olup, satış kanalı olarak yurtiçi ve yurtdışında büyüme potansiyeli taşıdığı düşünülmektedir

Gelirlerin Satış Kanalı Bazında Kırılımı

	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
(mio TL)	2015	2016	2017
Toplam gelirler	895,1	1.052,8	1.307,9
Perakende	573,2	729,4	890,5
Toptan satış	310,5	309,2	395,6
E-ticaret	11,3	14,2	21,8

Şirket, yurtiçi gelirlerinin yaklaşık %44'ünü jean pantolonlardan elde etmekte olup, jean harici pantolonlar, etek ve elbiseler ile aksesuar ve ayakkabılar gibi hazır giyim ürünlerini tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır.

Yurtiçi Satış Gelirlerin Ürün Bazında Kırılımı

	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
(mio TL)	2015	2016	2017
Toplam gelirler	752,3	925,7	1.121,2
Jean pantolonlar	234,3	306,1	374,0
T-shirt	90,5	122,8	143,9
Gömlek	83,8	95,2	111,1
Mont/ceket	37,6	52,2	77,8
Aksesuar/ayakkabı	31,8	44,5	55,6
Kazak/süveter	29,4	36,3	44,2
Lifestyle pantolon	32,5	34,0	36,9
Etek/elbise	6,8	6,5	8,8
Lifestyle ürünleri toplam	478,6	391,6	312,6

Geçtiğimiz üç yıllık dönemde net satışlar güçlü bir şekilde artarken, VAFÖK marjı da %12-%13 seviyelerinde tutulabilmektedir.

VAFÖK'ün Tarihsel Gelişimi

	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
(mio TL)	2015	2016	2017
VAFÖK	103	131	170
VAFÖK marjı	%12	%12	%13

1. Şirket'in Finansalları Hakkında Genel Bilgiler

Bilanço (SPK)	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
mio TL	2015	2016	2017
Dönen Varlıklar	371,8	411,9	625,4
Nakit ve nakit benzerleri	92,2	111,4	158,1
Ticari alacaklar	78,4	74,7	109,4
Diğer alacaklar	14,1	13,1	21,5
Türev araçlar	0,33	2,9	7,4
Stoklar	154,7	177,3	2
Peşin ödenmiş giderler	16	15,7	20,4
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	6,4	3,9	5,3
Diğer dönen varlıklar	9,6	12,9	15,6
Duran Varlıklar	125,6	139,5	268,6
Diğer alacaklar	1,2	1,3	2,0
Maddi duran varlıklar	100,2	114,8	136,6
Maddi olmayan duran varlıklar	17,2	18,1	123,2
Peşin ödenmiş giderler	0,5	0,2	0,7
Ertelenmiş vergi varlıkları	4,5	5,0	6,7
TOPLAM VARLIKLAR	495,4	551,5	893,9
Kısa Vadeli Yükümlülükler	380,2	402,3	631,6
Kısa vadeli borçlanmalar	103,9	76,7	151,7
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	42,7	70,2	79,1
Ticari borçlar	199,9	213,7	299,5
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	12,3	15,0	14,8
Diğer borçlar	4,4	3,4	53,8
Ertelenmiş gelirler	8,7	10,7	11,9
Kısa vadeli karşılıklar	4,2	6,8	10,6
Dönem karı vergi yükümlülüğü	2,3	0,2	0,2
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,6	5,3	9,8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	53,6	53,6	121,9
Uzun vadeli borçlanmalar	44,6	42,5	105,3
Ertelenmiş gelirler	-	-	0,1
Uzun vadeli karşılıklar	1,9	2,9	3,2
Diğer borçlar	6,8	8,0	-
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	0,2	0,0	13,4
ÖZKAYNAKLAR	61,6	95,6	140,5
Ödenmiş sermaye	49,7	49,7	49,7
Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmelerin içereri	-35,8	-35,8	-35,8
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak	- 3,4	- 4,2	- 4,5
Diğer kazanç/kayıplar	-4,0	-4,0	-4,0
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş di	5,5	6,9	10,2
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	14,7	14,8	17,4
Geçmiş yıllar karları	16,1	34,9	65,7
Net dönem karı	18,9	33,5	50,0
Kontrol gücü olmayan paylar	-	-	-8,2
TOPLAM KAYNAKLAR	495,4	551,5	893,9

Gelir Tablosu (SPK)	31 Ocak 2017'de sona eren mali yıl		
mio TL	2015	2016	2017
Hasılat	895,1	1,052.80	1,307.90
Satışların maliyeti (-)	-460,2	-528,4	-640,9
Brüt Kar	434,9	524,4	667,0
Genel yönetim giderleri (-)	-47,7	-55,6	-76,7
Pazarlama giderleri (-)	-294,6	-357,9	-448,4
Araştırma ve geliştirme giderleri	-14,6	-15,7	-18,7
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1,2	4,7	6,1
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-22,1	-2,9	-0,9
Esas Faaliyet Karı	57,1	97,0	128,6
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	0,0	0,0	0,1
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-3,1	-4,5	-0,7
Finansman geliri öncesi faaliyet karı	-3,0	-4,4	-0,6
Finansman gelirleri	7,5	9,2	13,3
Finansman giderleri (-)	-32,8	-55,7	-72,9
Vergi Öncesi Kar	28,7	46,0	68,5
Cari dönem vergi gideri	-5,4	-13,1	-15,5
Ertelenmiş vergi gideri	-4,5	0,5	-1,1
Net Dönem Karı	18,9	33,5	51,8

Halk Arz Fiyat Aralığı'nın Tespiti

Halk arz fiyat aralığına esas teşkil eden değerleme, çarpan analizine dayanmaktadır. Başvurulan çarpanlar Firma Değeri / Satışlar ve Firma Değeri / VAFÖK olup, analize esas alınan finansal veriler de "1 Şubat 2017 – 31 Ocak 2018" özel hesap dönemi için yapılan projeksiyonlardır. Öte yandan, şirketin firma değerinden öz sermaye değerine ulaştırken son hesap dönemi kapanış tarihi olan 31.12.2017 tarihli borç tutarı dikkate alınmıştır.

Değerlemeye Esas Alınan Finansal Veriler		
	TRYmn	Açıklama
Satışlar	1.637,0	01.02.2017 – 31.01.2018 hesap dönemi (tahmin)
VAFÖK	225,0	01.02.2017 – 31.01.2018 hesap dönemi (tahmin)
Net Borç (*)	221,5	31.01.2017 itibarıyla borç (gerçekleşme)
Kontrol Edilemeyen Paylar	8.2	

Kaynak: İş Yatırım

(*) İlişkili taraflara olan 43.5 milyon TL'lik diğer borçları da içermektedir

Çarpan analizinde, Türkiye'den BİM, yurtdışından da halka açık 8 şirketin verileri esas alınmış ve bu şirketlerin çarpanlarının medyan değerleri hesaplamaya konu edilmiştir.

Değerlemeye Esas Alınan Şirket ve Çarpanlar			
	FD /Net Satış		FD /VAFÖK
Industria de Diseno Textil	4,8	Industria de Diseno Textil	21.8
Lojas Renner	2,9	Fast Retailing	17.3
Burberry Group	2,5	LLP	15.6
Mr. Price Group	2,1	BİM	15.5
Fast Retailing	2,0	Lojas Renner	14.1
Hennes & Mauritz AB	1,8	Burberry Group	11.9
LLP	1,8	Mr. Price Group	11.8
OVS	1,4	Hennes & Mauritz AB	10.8
BİM	0,8	OVS	9.8
Ortalama	2,2	Ortalama	14,3
Medyan	2,0	Medyan	14,1

Kaynak: İş Yatırım

Bu bilgiler ışığında, Mavi için FD/Net Satış çarpanına göre 3,072.4 milyon TL; FD/VAFÖK çarpanına göre de 2,943.7 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır ve bu iki değer aritmetik ortalamasına işaret eden 3,008.1 milyon TL, halka arz iskontosu öncesi makul özsermaye değeri olarak kabul edilmiştir. Birim hisse fiyatı olarak 60.6TL'ye denk gelen bu hesaplamaya, halka arz iskontosu uygulanması neticesinde de halka arz fiyat aralığı 43,0 TL – 51,6 TL olarak belirlenmiştir.

Mavi - Çarpan Analizi Detay (TRYmn)

	FD /Net Satış	FD /VAFÖK
Mavi Satışlar	1,637	Mavi VAFÖK 225
Benzer Şirket Çarpanı	2,0	Benzer Şirket Çarpanı 14,1
Hesaplanan Firma Değeri	3,302	Hesaplanan Firma Değeri 3.173,4
-Net Borç	221,5	-Net Borç 221,5
-Kontrol Gücü Olmayan Paylar	8,2	-Kontrol Gücü Olmayan Paylar 8,2
A-Özermaye Değeri	3,072	B- Özermaye Değeri 2.943,7
Ortalama Öz Sermaye Değeri (*)	3,008	
Toplam Hisse Adedi (milyon)	49,657	
Beher hisse fiyatı	60,6	

Kaynak: İş Yatırım (*) İki çarpan yönteminden bulunan sonuçların aritmetik ortalaması

Halk Arz Fiyat Aralığı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Mavi için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun ve değerlendirme aşamasında izlenen yöntemlerin makul olduğunu; bununla birlikte, rapora dair ekli tespitlerimizin de bu değerlendirmemizle beraber dikkate alınması gerektiğini düşünüyoruz.

Şirketin kendi büyüme dinamikleri, markasının özgünlüğü, faaliyette bulunduğu coğrafyaların çokluğu ve büyüme fazı dikkate alındığında sadece çarpan analizi ve onda da tek bir hesap döneminin esas alınmasının şirketin orta ve uzun vadede yaratabileceği değeri yansıtmakta eksik kalabileceği ve büyüme potansiyelini görece daha az dikkate alındığı iddialarında bulunulabilir. Öte yandan, değerlendirme aşamasında, şirketin halihazırda konsolide cirosunun %85'ini elde ettiği Türkiye'den sadece bir şirketin 'benzer şirket' statüsünde dikkate alınması, ve diğer kalan 7 şirketin yurtdışında mukim şirketler olması da benzer saiklerle değerlendirilerek şirketin büyüme potansiyelini tam anlamıyla gösteremeyeceği şeklinde yorumlanabilir.

Firma Değeri hesaplamasında net borç tutarı olarak, 31.01.2017 tarihli en son açıklanan net borç değeri yerine, hesaplamada dikkate alınan satışlar ve VAFÖK'ün gerçekleştiği hesap döneminin sonu olan 31.01.2018 tahmini net borç tutarının alınabileceğini düşünüyoruz.

Yurtdışında faaliyette bulunan şirketlerin gerek operasyonel gerekse finansal durumları hakkında yeteri bilgiye sahip olmadığımız için bu şirketlerin çarpan hesaplamasında dikkate alınması konusunda yorum yapmaktan imtina ediyoruz. Öte yandan, operasyonel olarak perakende alanındaki benzerlik nedeniyle Türkiye'den BİM'in hesaplamada dikkate alınmasını, Mavi ile aynı iş kolunda halka açık bir perakendeci olmaması nedeniyle anlaşılabilir karşılıyoruz. Bununla beraber, sadece Türkiye perakende pazarında faaliyette bulunması nedeniyle Bim'in dikkate alındığı bir çarpan analizinde Migros'un da hesaplama konusuna edilebileceğini düşünüyoruz; Mavi'nin yatırım hikayesinin ana unsurlarından güçlü fiyatlandırma konumlandırmasının (core- subpremium ve premium segmentlerine eş zamanlı temas etmesi) Migros'un operasyonel yaklaşımı ile görece daha örtüştüğü düşüncesindeyiz.

Değerlemede dikkate alınan ve 01.02.2017-31.01.2018 dönemine ilişkin ciro ve VAFÖK tahminleri sırasıyla yıllık %25 ve %32'lik büyümeye işaret etmektedir ve VAFÖK marjı olarak da %13,7'ye denk gelmektedir. Söz konusu projeksiyonların, şirketin yakın tarihli geçmiş verileri dikkate alındığında ulaşılabilir ve makul hedefler olduğu düşüncesindeyiz. Bununla birlikte, söz konusu değerlendirme aralığının, son hesap dönemi itibarıyla elde edilen 51 milyon TL'lik net kar'a nazaran alt bantta bile 41x F/K'ya isabet ettiğini; bu yüksek değer şirketin takip eden dönemlerde çok ciddi net kar artışı elde edeceği beklentisini de zımnen yansıttığını not ediyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.