



Fiyat Tespit Raporu

20 Nisan 2018

B E Y M E N

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1. Beymen Hakkında Bilgi	6
2. Pazar Hakkında Bilgi	16
3. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	18
4. Değerleme Yöntemleri	22
5. Benzer Şirketler	23
6. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	23
7. Değerleme	25
7.1 Çarpan Analizi Yöntemi	25
7.1.1 Firma Değeri ("FD")/Net Satış Çarpanı	25
7.1.2 Firma Değeri ("FD")/FAVÖK	26
7.1.3 Piyasa Değeri ("F/K")	26
7.2 Defter Değeri Yöntemi	27
7.3 Sonuç	27

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablolar ve Şekiller

Tablo 1: Kanal Bazında Net Satışlar (2015, 2016, 2017)	8
Tablo 2: Mağaza Sayıları (2015, 2016, 2017)	9
Tablo 3: Multi-brand Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	9
Tablo 4: Mono-brand Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	10
Tablo 5: Beymen Club Mağazaları Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	11
Tablo 6: E-ticaret Kanalı Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	11
Tablo 7: Outlet Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	12
Tablo 8: Toptan Satış Kanalı Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)	12
Tablo 9: Satış Kanalı Bazında Kategori Dağılımı (2015, 2016, 2017)	13
Tablo 10: Kategorilerin Net Perakende Satış İçindeki Payı (2015, 2016, 2017)	13
Tablo 11: Ürün Gruplarının Kanal Bazında Net Perakende Satış İçindeki Payı (2017)	13
Tablo 12: Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler	22
Tablo 13: Benzer Şirketler	23
Tablo 14: 2017 Yılı Wepublic Etkisinden Arındırılmış Finansal Bilgiler	24
Tablo 15: Düzeltilmiş FAVÖK Hesaplaması (2017)	24
Tablo 16: Değerlemede Esas Alınan Wepublic Etkisinden Arındırılmış Finansal Veriler	24
Tablo 17: 31 Ocak 2017 İtibariyle Net Finansal Borç	25
Tablo 18: Benzer Şirketler FD / Net Satış Çarpanı	25
Tablo 19: FD / Net Satış Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	25
Tablo 20: Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı	26
Tablo 21: FD / FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	26
Tablo 22: Benzer Şirketler F/K Çarpanı	27
Tablo 23: F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	27
Tablo 24: Birim Pay Değeri Hesabı	28
Şekil 1: Net Satış ve Brüt Kar Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)	15
Şekil 2: FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)	16
Şekil 3: Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)	16
Şekil 4: Türkiye Lüks Giyim ve Ayakkabı Eşya Pazarındaki Gelişim 2011-2017 (tahmini) - 2019 (öngörü), milyar TL	17
Şekil 5: Türkiye Lüks Giyim ve Ayakkabı Eşya Perakende Satışlarındaki Gelişim, Türkiye ve Global Tüketici Harcamaları 2011-2017 (tahmini), milyar TL	17

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kısaltmalar

A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD, ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri, Amerika Birleşik Devletleri Doları
Academia	Beymen Mağazacılık A.Ş.'ye ait özel moda markası
Anka	Anka Mağazacılık A.Ş., Türkiye kanunları uyarınca kurulmuş olup 30 Kasım 2017 tarihinde Şirket ile birleşerek tüzel kişiliği sona ermiş olan anonim şirket
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Ay Marka	Ay Marka Mağazacılık A.Ş.
Beymen	Beymen Mağazacılık A.Ş.
Beymen Club	Beymen Mağazacılık A.Ş.'ye ait özel moda markası
Beymen İç ve Dış Ticaret	Beymen İç ve Dış Ticaret A.Ş., Türkiye kanunları uyarınca kurulmuş ve faaliyet göstermekte olan bir anonim şirket
Bire bir büyüme	Şirket'in bire bir gelir değerlendirmesi kapsamına alınan doğrudan işlettiği perakende mağazalar (outlet mağazalar hariç) ve e-ticaret kanalında elde ettiği gelirden meydana gelen büyüme oranı
Bire bir mağaza	Şirket'in bire bir gelir değerlendirmesi kapsamına alınan doğrudan işlettiği perakende mağazalar (outlet mağazalar hariç) ve e-ticaret kanalı (bir mağazanın (veya e-ticaret kanalının) bire bir gelir değerlendirmesi kapsamına alınabilmesi için en az on iki ay boyunca faaliyette olması gerekmektedir. Yıllık ortalama net satış alanı %15'in üzerinde değişiklik gösteren mağazalar bu değerlendirmenin kapsamı dışında bırakılmıştır.)
Boyner Grubu	Boyner Holding A.Ş., iştirakleri ve bağlı şirketleri
Boyner Holding	Boyner Holding A.Ş., BOYP'un hisselerinin 42.8'ine sahip olan ve Türkiye kanunları uyarınca kurulmuş ve faaliyet göstermekte olan bir anonim şirket
BOYP	Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.
Christian Louboutin Mağazacılık	Christian Louboutin Mağazacılık A.Ş.
Christian Dior	Christian Dior İstanbul Mağazacılık A.Ş.
EIU	Economist Intelligence Unit Veritabanı
Euromonitor	Euromonitor International, uluslararası stratejik pazar araştırma şirketi
F/K	Fiyat / Kazanç
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
Franchise	Bir sistem veya markanın hak sahibinin, belirli süre, koşul ve sınırlar içinde, işin yönetim ve organizasyonuna ilişkin sürekli disiplin ve destek sağlayarak, bağımsız yatırımcılara sistem veya markasını kullandırmasına dayanan, uzun vadeli ve sürekli ticari ilişki
Global markaları	Tasarımcı markaları ve contemporary markalardan oluşan, uluslararası lüks moda markaları
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İzkar	İzkar Giyim Ticaret ve Sanayi A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Mayhoola	Mayhoola For Investments OPC, BOYP'un %42,68 oranında pay sahibi
Monobrand	Tek bir global moda markasına mağazanın adı, tasarımı ve satışa sunulan ürünler bakımından tahsis edilen butikler
Morhipo	Boyner Holding tarafından yönetilen, üzerinden hazır giyim, kozmetik, çocuk ürünleri ve ev ürünleri satılan bir moda perakende web sitesi
Multibrand	Şirket veya bayiler tarafından işletilmekte olup, hem Beymen özel moda markalarının hem de global moda markalarının ürünlerinin satıldığı çok markalı mağazalar (tünel mağazalar ve store-in-store mağazalar dahil olmak üzere)
OC&C	OC&C Strategy Consultants, uluslararası stratejik danışmanlık ve araştırma şirketi
PD	Piyasa Değeri
PwC	PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (a member of Pricewaterhouse Coopers)
Sadakat programı	Şirket'in multi-brand mağazaları, mono-brand mağazaları ve e-ticaret kanalları için ve Beymen Club mağazaları için ayrı olmak üzere (sırasıyla "The One" İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

ve "Beymen Club" sadakat programları), belli sıklıkta ve belli sepet tutarlarında alışveriş yapan müşterileri için indirimler ve özel ayrıcalıklar sunduğu bir pazarlama girişimi.

TL

Türk Lirası

Toptan satış kanalı

(i) bayiler tarafından işletilen mağazalar ve (ii) seçili Beymen özel markalarının üçüncü kişi çok katlı mağazalara satışı (temel olarak "Beymen" çantalar ve küçük eşyalar gibi seçili Beymen özel markalarının BBM çok katlı büyük mağazaları ve Boyner Holding tarafından yönetilen, bir moda perakende web sitesi olan Morhipo'ya yapılan toptan satışlardan oluşan toptan satış kanalı vasıtasıyla satışı)

TÜFE

Tüketici fiyat endeksi

TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu

Türkiye

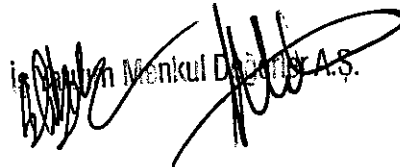
Türkiye Cumhuriyeti

Wepublic

İstanbul Akmerkez'de bulunan Beymen Mağazacılık A.Ş.'ye ait tekstil perakende satış mağazası

YBBO

Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

 İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. Beymen Hakkında Bilgi

Şirket, çoklu perakende formatlarından oluşan portföyü ile Türkiye’de faaliyet gösteren lüks perakende markasıdır. Yaklaşık 50 yıl geriye giden uzun bir geçmişe sahip olan Beymen bugün 900’ün üzerinde geniş bir marka portföyüne sahiptir. Şirket’in kurucusu Boyner ailesi, 200 yıldan daha uzun süredir tekstil alanında faaliyet göstermektedir.

Şirket, Türkiye’de lüks modanın kurucuları arasındadır ve tarihçesi, Türkiye’deki lüks moda tarihçesini yansıtmaktadır. Şirket’in tarihçesi, (i) Şirket faaliyetinin tesisi, (ii) Şirket’in uluslararası moda markalarını tek bir çatı altında topladığı bir yapıya dönüşmesi (iii) Şirket faaliyetlerinin hızla genişlemesi ve büyümesi olmak üzere üç evrede değerlendirilebilir.

Şirket’in ilk hazır giyim faaliyeti, 1969’da, Boyner ailesinin genç üyesi Osman Boyner’in, İtalyan moda tasarımcısı Silvano Corsini işbirliğiyle Şirket’in ilk hazır giyim koleksiyonunu oluşturması ile başlamıştır. İlk Beymen mağazası 1971 yılında Şişli, İstanbul’da açılmıştır. Bu dönemde, Beymen, yalnızca erkekler için hazır giyim koleksiyonu sunmuştur. Büyük ilgi gören erkek koleksiyonunun ardından Beymen kadın koleksiyonu ve 1985 yılında da ‘günlük (*casual*) giyim’ anlayışına farklı bir soluk getiren kendi mono-brand konsepti olan Beymen Club markası lanse edilmiştir.

Beymen ilk günden itibaren müşterisini faaliyetlerinin merkezine yerleştirmiştir. Şirket 1987 yılında “ayrıcılık hizmet” anlayışı üzerinde odaklanarak “Koşulsuz Müşteri Mutluluğu” ilkesini resmen benimsemiştir. Bu misyon kapsamında, Şirket, private shopper’lar (*kişisel müşteri danışmanları*), kişiye özel VIP odaları, randevulu alışveriş, hayat boyu tadilat, kişisel ve kurumsal hediye hizmetleri, ev ve ofislere satış hizmetleri, ürün değişimi ve iade opsiyonları, ve birçok başka hizmet de dâhil, müşterilere yönelik geniş bir hizmet yelpazesi sunmaya başlamıştır. O tarihten günümüze “Koşulsuz Müşteri Mutluluğu” Şirket’in tüm faaliyetlerinde yol gösterici olmuştur.

Şirket tarihçesinin ikinci evresi, “uluslararası moda markalarının Türkiye’ye tanıtılması” evresi, 1990’larda başlamıştır ve Şirket’in faaliyetleri açısından bir dönüm noktası olmuştur. Şirket, 1992’de başlayarak, Türkiye pazarına uluslararası moda markalarını getirmeye başlamıştır. Aynı dönemde Şirket, Türk moda tasarımında genç yetenekleri teşvik etmek ve yeni isimleri desteklemek üzere “Academia Genç Yetenekler Tasarım Yarışması” düzenlemiştir. Bu yarışma, Beymen özel moda markalarının pazarda güçlü bir şekilde konumlandırılmasına yardımcı olmuştur. “Academia Genç Yetenekler Tasarım Yarışması” sayesinde, Şirket, Beymen özel moda markalarının tasarımlarından sorumlu hâlihazırdaki artistik direktörü de dâhil, öncü Türk tasarımcılar ile tanışma fırsatı bulmuştur.

1994’te, Şirket, ilk amiral mağazasını olan ödüllü Akmerkez mağazasını, Türkiye’nin en prestijli alışveriş merkezlerinden birinde açmıştır.

Uluslararası moda markalarının yaygınlaşma süreci, Türkiye ile Avrupa Topluluğu arasında 1996 yılında gümrük birliğinin nihai evresinin uygulanması sonrasında hızlanmıştır. Bu dönemde, diğerlerinin yanı sıra, Prada, Etro, Versace Classic ve Corneliani gibi uluslararası moda markaları Türkiye’ye ilk kez Beymen ile gelmiştir.

2003 yılında Beymen Nişantaşı mağazası açılmıştır. Nişantaşı mağazası ile birlikte, mağazanın girişinde “Nişantaşı Beymen Brasserie” adlı bir restoran açılmıştır. Şirket, multi-brand mağazalarda restoranlara ev sahipliği yapılması konseptini daha sonraki yıllarda da tekrarlamıştır.

2007 yılında, İstinye Park alışveriş merkezinde diğer bir amiral mağaza açılmıştır. 2007 yılından itibaren Şirket, dünyanın önde gelen seçili uluslararası moda markaları için mono-brand mağazalar açmaya başlamıştır. İlk mono-brand mağazalar, “Bottega Veneta”, “Saint Laurent”, “Celine”, “Dolce & Gabbana”, “Etro”, “Tod’s” gibi markalar ile Nişantaşı’nda ve İstinye Park alışveriş merkezinde açılmıştır.

2000’li yıllar boyunca, Şirket, Şirket’in özel markalarına da yoğun bir şekilde yatırım yapmıştır ve Beymen markalı çantalar ve küçük deri aksesuarlar, Beymen Çikolata, Beymen Eşarplar ve Beymen Hediye Koleksiyonları gibi yeni kategoriler sunmaya başlamıştır. Şirket, aynı zamanda, 2007 yılında, Beymen Collection – Erkek markası için lüks İtalyan erkek modaevi Corneliani ile stratejik bir ortaklık tesis etmiştir. 2007 yılından bu yana, Beymen Collection markası için takım elbise, ceket,

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

pantolon ürünleri, Şirket'in kurum içi tasarım ekibi ve Corneliani tarafından birlikte tasarlanmakta ve Corneliani tarafından Beymen için üretilmektedir.

2010 yılı, Beymen tarihçesinde "Şirket faaliyetlerinin hızla genişlemesi ve büyümesi" olarak tanımlanan yeni bir evrenin başlangıcını olmuştur. 2010 yılında, Şirket, Beymen.com ile e-ticaret operasyonlarını başlatmıştır. Bunu takiben Şirket, e-ticaret ve çoklu kanal yetkinliklerine yoğun bir şekilde yatırım yapmaya başlamıştır. OC&C'ye göre 2016 yılı sonu itibarıyla Beymen.com, lüks moda siteleri arasında tahmini %79'luk pazar payına sahiptir (*Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018*). Beymen.com, yeni müşteri kazanımı ve mevcut müşterilere hizmet verilmesinde çok önemli bir satış kanalıdır.

Eylül 2013'te, Şirket'in en büyük mağazası olan, Beymen Zorlu Center amiral mağazasını İstanbul'da açmıştır. Bu mağazanın açılması ile Şirket, kozmetik, ev & hediyelik eşya ve çocuk gibi kategorilerdeki varlığını artırmıştır. Zorlu Center alışveriş merkezinde yer alan Beymen mağazası, dünya çapında tanınmış Michelin ödüllü şefi ile "Morini" restorana ev sahipliği yapmaktadır. Şirket ayrıca, "Valentino", "Dolce & Gabbana", "Saint Laurent" başta olmak üzere, Zorlu Center'da altı adet mono-brand mağaza açmıştır.

Ayrıca Şirket, Eylül 2017'de, İstanbul'un Anadolu yakasının prestijli alışveriş bölgelerinden biri olan Suadiye'de, Beymen için özel tasarlanmış müstakil bir binada, bir amiral mağaza daha açmıştır.

Şirket, 2010 yılından bu yana, Beymen Club mağazaları açılışlarını hızlandırmış ve 2017 sonuna kadar toplam Beymen Club mağaza sayısı 21'den 44'e yükselmiştir.

Ana Faaliyet Alanları

Satış Kanalları ve Mağaza Ağı

Şirket, çeşitli perakende formatları vasıtasıyla, geniş bir müşteri kitlesine lüks ve erişilebilir lüks ürün sınıflarında hizmet sunmaktadır. Şirket, faaliyetlerini doğrudan işletilen perakende satış kanalları ve toptan satış kanalları vasıtasıyla yürütmektedir.

Şirket'in faaliyetinin çoğunluğu, doğrudan Şirket tarafından işletilmekte olan:

- Beymen çok markalı multi-brand mağazalar ("multi-brand mağazalar"),
- Tasarımcı markaları sunan mono-brand mağazalar ("mono-brand mağazalar"),
- Beymen Club mağazaları,
- E-ticaret kanalı ve
- Outlet mağazalardan oluşan doğrudan işletilen perakende satış kanalları vasıtasıyla (e-ticaret kanalı hariç "doğrudan işletilen perakende mağazalar" veya e-ticaret kanalı ile birlikte "doğrudan işletilen perakende satış kanalı") yürütülmektedir.

Şirket faaliyetlerinin küçük bir kısmı ise:

- Doğrudan işletilen perakende mağazalara dönüştürülerek git gide küçülen bir faaliyet olan, bayiler tarafından işletilen multi-brand mağazalar ve Beymen Club mağazaları (birlikte "bayiler tarafından işletilen mağazalar") ve
- Seçili Beymen markalarının üçüncü kişilere ait çok katlı mağazalara ve internet sitelerine toptan satışı (temel olarak "Beymen" çantalar ve küçük deri ürünleri gibi seçili Beymen özel markalarının) (birlikte, "toptan satış kanalı") şeklinde gerçekleşmektedir.

31 Aralık 2017'de sona eren yılda, Şirket'in gelirinin %91,5'u, doğrudan işletilen perakende satış kanalından elde edilmiş, yaklaşık %8,5'i ise, toptan satış kanalından elde edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda, tarihler itibarıyla, Şirket'in her bir satış kanalının net satışları ve bu net satışların toplam net satıştaki oranları gösterilmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 1: Kanal Bazında Net Satışlar (2015, 2016, 2017)

T1.m	31 Aralık'ta sona eren yıl					
	2015	2016	2017			
	Net Satış	Net satış oranı_%	Net Satış	Net satış oranı_%	Net Satış	Net satış oranı_%
Doğrudan İşletilen Perakende Satış Kanalı						
Multi-brand mağazalar	596,4	63,9	652,5	63,6	808,4	61,5
Beymen Club mağazaları	73,6	7,9	88,2	8,6	131,4	10,0
Mono-brand mağazalar	82,2	8,8	81,3	7,9	102,3	7,8
E-ticaret kanalı	46,8	5,0	82,3	8,0	118,9	9,0
Outlet mağazalar	2,5	0,3	18,5	1,8	42,2	3,2
Toplam Doğrudan İşletilen Perakende Satış Kanalı	801,5	85,8	922,7	89,9	1.203,3	91,5
Toplan Satış Kanalı & Diğerleri ⁽¹⁾	132,4	14,2	103,4	10,1	112,0	8,5
Toplam ⁽²⁾	933,8	100,0	1.026,1	100,0	1.315,2	100,0

(1) Diğerleri, merkez ofis, eliminasyon (diğer bir ifade ile, Beymen konsolidasyonuna dâhil olan İzkar ve Anka Mağazacılık A.Ş.'nin stok kar marjı eliminasyonları) ve diğerlerini içerir.

(2) Yabancı ortaklıklar hariçtir.

Kaynak: Şirket

Şirket'in iş stratejisi, marka ve müşteri deneyimini daha iyi kontrol edebilmek amacıyla doğrudan işletilen perakende mağazalar yoluyla faaliyet göstermek yönündedir. Bununla birlikte Şirket, Türkiye'nin seçili şehirlerinde, yerel know-how ve iletişim ağının Şirket faaliyetleri için önem teşkil ettiği yerlerde, bayiler vasıtasıyla da faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2017 itibariyle, yerel bayiler tarafından işletilen altı adet multi-brand mağaza ve dokuz adet Beymen Club mağazası mevcuttur. Şirket, mağazaları doğrudan işletmeyi tercih ettiğinden, bayiler tarafından işletilen mağazaların sayısı, yıllar içinde düşüş göstermiştir. Bu düşüş genelde, doğrudan işletilen perakende mağazalara dönüşüm yoluyla gerçekleşmiştir. Bunun sonucu olarak, bayiler tarafından işletilen mağazalardan elde edilen gelir 2015 yılında yaklaşık 86,6 milyon TL'den, 2017 yılında ise 67,2 milyon TL'ye düşmüş, bayiler tarafından işletilen mağazalardan elde edilen gelirin net satışlara olan oranı ise, 2015 yılında %9,3'ten 2017'de yaklaşık %5,1'e düşmüştür. Şirket, Şirket'in doğrudan işletilen perakende mağazalarında meydana gelecek büyüme ve doğrudan işletilen perakende mağazalara dönüşme potansiyeli olan bayi tarafından işletilen mağazalar sebebiyle, gelecekte bayiler tarafından işletilen mağazaların sayısında azalma beklemektedir. Ancak, üçüncü kişi çok katlı mağazalara ve internet sitelerine toptan satış oranının artması beklenmektedir.

31 Aralık 2017 itibariyle, Şirket'in portföyünde (bayiler tarafından işletilen mağazalar, ve yabancı ortaklık Christian Louboutin Mağazacılık tarafından işletilen iki adet mono-brand mağaza ve Wepublic mağazası da dâhil olmak üzere) 86 adet mağaza mevcuttur ve toplam net satış alanı 56.699 metrekaredir. Aşağıdaki tabloda, belirtilen tarihler itibariyle, Şirket tarafından doğrudan işletilen perakende mağazalarının sayısı ve bayiler tarafından işletilen mağazaların sayısı belirtilmektedir.

İş Yürütmen Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 2: Mağaza Sayıları (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık itibarıyla		
	2015	2016	2017
Doğrudan İşletilen Perakende Mağazalar			
Multi-brand mağazalar	12	13	13
Mono-brand mağazalar	17	16	15
Beymen Club mağazaları	27	28	35
Outlet mağazalar	-	5	5
Toplam Doğrudan İşletilen Perakende Mağazalar	56	62	68
Bayiler Tarafından İşletilen Mağazalar			
Multi-brand mağazalar	10	7	6
Beymen Club mağazaları	12	8	9
Toplam Bayiler Tarafından İşletilen Mağazalar	22	15	15
Toplam	78	77	83
Wepublic	-	1	1
Yabancı Ortaklıklar	5	4	2
Genel Toplam	83	82	86

Kaynak: Şirket

Şirket, toplam 15 şehirde yer alan mağazaları ile, Türkiye'deki yüksek gelirli şehirleri hedefleyen seçici bir perakende ağını yönetmektedir. Multi-brand mağazalar 9 şehirde yer alırken, mono-brand mağazaların tümü İstanbul'da yer almaktadır. Beymen Club mağazaları ise 15 şehirde yer almaktadır. Öte yandan e-ticaret kanalı ile Şirket'in perakende satış ağı tamamlanarak Türkiye'nin tüm şehirlerine hizmet verilmektedir.

a. Beymen Multi-brand Çok Markalı Mağazaları

Multi-brand mağazalar, Şirket'in faaliyetinin en önemli kısmını oluşturmakta ve "Beymen" markasını temsil etmektedir. Şirket, ana kategorileri olan hazır giyim, ayakkabı, çanta ve aksesuarların yanı sıra, multi-brand mağazalarda aynı zamanda kozmetik, ev & hediyelik ve çocuk kategorilerini sunmaktadır. Şirket, satış bakımından Türkiye'nin önde gelen lüks perakendecilerinden biri olarak, müşterilere, 900'ü aşkın marka sunmaktadır (Kaynak: Euromonitor).

İstanbul'daki prestijli alışveriş merkezleri ve caddelerde yer alan amiral multi-brand mağazalar (diğer bir ifade ile İstanbul Zorlu Center alışveriş merkezi, İstanbul İstinye Park alışveriş merkezi ve İstanbul Suadiye'deki multi-brand mağazalar) Şirket'in faaliyeti açısından en önemli mağazalardır.

Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, Şirket'in doğrudan işlettiği multi-brand mağazalara ilişkin temel performans ölçütlerine yer verilmektedir:

Tablo 3: Multi-brand Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Doğrudan İşletilen Multi-brand mağazalar			
Net satış (TL)	596,4	652,5	808,4
Net satış büyümesi (%)	20,8	9,4	23,9
Bire bir satış büyümesi (%)	22,9	7	18
Net satış yüzölçümü yalsonu (m ²)	25.716	32.004	35.697
m ² başına satış (TL) ⁽¹⁾	23.506	23.406	24.429
Bire bir adet büyümesi (%)	9,2	0,8	1,1

(1) m² başına satış "mağazaların toplam yıllık net satışları/ortalama yıllık mağaza metrekaresi" olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: Şirket

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

b. Beymen Mono-brand Mağazalar

Şirket, çoğunluğu Türkiye’de sadece Beymen’lerde satılmakta olan önde gelen lüks markalar ile uzun süredir devam eden ilişkilere sahiptir. Multi-brand mağazalara ek olarak, Şirket, ayrıca, seçici sayıda dünyanın alanlarında en önde gelen markalarından olan uluslararası moda markaları için, tümü İstanbul’da yer alan mono-brand mağazalar işletmektedir. Bu markaların tamamına ait ürünler, Türkiye’de yalnızca Beymen tarafından satılmaktadır. Mono-brand mağazalar; “Dolce & Gabbana” (31 Aralık 2017 itibariyle üç adet mono-brand mağaza), “Valentino”, “Brunello Cucinelli”, “Etro”, “Bottega Veneta”, “Celine”, “Saint Laurent”, “Tod’s (31 Aralık 2017 itibariyle iki adet mono-brand mağaza), “Dsquared2”, “Stella McCartney”, “Tory Burch” (31 Aralık 2017 itibariyle iki adet mono-brand mağaza) ve “Christian Louboutin”i (yabancı ortaklık Christian Louboutin Mağazacılık tarafından işletilen iki adet mono-brand mağaza) içermektedir. Tüm bu markalar aynı zamanda multi-brand mağazalarda da satışa sunulmakta olup 31 Aralık 2017 itibariyle bu markaların mono-brand mağazalarından elde edilen net perakende satış tutarı, bu markaların toplam net perakende satış tutarının %31,6’sını (Christian Louboutin satışları hariçtir) teşkil etmiştir. Bu markaların multi-brand mağazalar ve e-ticaret kanalı vasıtasıyla gerçekleştirilen net perakende satışları ise 31 Aralık 2017’de sona eren yılda markaların toplam net perakende satışlarının %68,4’ünü (Christian Louboutin satışları hariçtir) teşkil etmiştir.

Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, Şirket’in mono-brand mağazalarına ilişkin bazı temel performans kriterlerine yer verilmektedir.

Tablo 4: Mono-brand Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık’ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Mono-brand mağazalar			
Net satış (TL)	82,2	81,3	102,3
Net satış büyümesi (%)	25,8	-1,1	25,9
Bire bir satış büyümesi (%)	14,9	-2,2	25,8
Net satış yüzölçümlü yüzölçümü (m^2)	2.511	2.407	2.343
m^2 başına satış (TL) ⁽¹⁾	31.559	32.669	42.607
Bire bir adet büyümesi (%)	-0,1	-13,6	0,7
Ortalama sepet tutarı (TL) ⁽²⁾	2.009	2.306	2.841
Bire bir fiyatlandırma büyümesi (%) ⁽³⁾	15,1	13,2	24,9

(1) m^2 başına satış “mağazaların toplam yıllık net satışları/ortalama yıllık mağaza metrekaresi” olarak hesaplanmaktadır.

(2) Fatura bazında KDV hariç.

(3) Bire bir mağazalardaki yıldan yıla ortalama satış fiyatındaki değişim oranı

Kaynak: Şirket

Turistler, Şirket’in mono-brand mağazaları için müşteri tabanının önemli bir kısmını oluşturmaktadır. 31 Aralık 2017’de sona eren yılda mono-brand mağazalardan elde edilen net satış tutarının %32,9’u turist müşterilerden elde edilmiştir. 2016 yılında, Türkiye’de yaşanan olumsuz siyasi gelişmeler, ülkeye gelen turist sayısında azalmaya sebep olmuştur ve bu nedenle Şirket’in mono-brand mağazalardan elde ettiği net satış tutarı, 2015’te 82,2 milyon TL’den 2016’da 81,3 milyon TL’ye inerek az miktarda bir düşüş sergilemiştir. Ancak 2017’de, pazarın ve turist akışının hızla düzelmesi sayesinde, mono-brand mağazalardan elde edilen satışlar, %25,9’luk bir büyüme ile 2016’da 81,3 milyon TL’den 2017’de 102,3 milyon TL’ye yükselmiştir.

c. Beymen Club Mağazaları

1985 yılında kurulan Beymen Club, Şirket’in, erkekler ve kadınlar için rahat ve şık yaşam tarzında koleksiyonlar sunan mono-brand konseptidir. Şirket Beymen Club markasıyla erişilebilir lüks pazarını hedeflemektedir ve bu nedenle daha geniş bir müşteri tabanına hitap etmektedir ve Türkiye’de 15 şehre yayılmış daha geniş bir coğrafi dağılıma sahiptir. 31 Aralık 2017 itibariyle, 35’i doğrudan işletilen perakende mağaza ve 9’u bayiler tarafından işletilen mağaza olmak üzere toplam 44 adet Beymen Club mağazası mevcut olup bunların toplam satış alanı, 7.051 m^2 ’dir. Beymen Club mağazalarının büyüklüğü, 116 m^2 ila 260 m^2 arasında değişmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Doğrudan işletilen Beymen Club mağazaları 31 Aralık 2017'de sona eren yılda Şirket'in gelirinin %10,0'ını oluşturmuştur. Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, doğrudan işletilen Beymen Club mağazalarına ilişkin temel performans ölçütlerine yer verilmektedir.

Tablo 5: Beymen Club Mağazaları Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Doğrudan işletilen Beymen Club mağazaları			
Net satış (TLm)	73,6	88,2	131,4
Net satış büyümesi (%)	13,1	19,8	49,0
Bire bir büyüme (%)	8,1	15,1	34,8
Net satış yüzölçümlü yalsonu (m ²)	4.646	4.858	6.001
m ² başına satış (TL) ⁽¹⁾	17.512	18.992	24.138
Bire bir adet büyümesi (%)	9,6	6,5	23,8
Ortalama sepet tutarı (TL) ⁽²⁾	288	306	370
Bire bir fiyatlamaya büyümesi (%) ⁽³⁾	-1,4	8,1	8,9

(1) m² başına satış "mağazaların toplam yıllık net satışları/ortalama yıllık mağaza metrekaresi" olarak hesaplanmaktadır.

(2) Fatura bazında KDV hariç.

(3) Bire bir mağazalardaki yıldan yıla ortalama satış fiyatındaki değişim oranı

Kaynak: Şirket

d. E-ticaret Kanalı

Şirket 2010 yılında, Beymen.com sitesi ile e-ticaret faaliyetlerine başlamıştır. Beymen.com 2016 yılı sonu itibariyle lüks moda siteleri arasında, tahmini %79'luk pazar payına sahiptir (Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018). Beymen aynı zamanda, 2014'te bir mobil uygulamayı piyasaya sürmüştür. E-ticaret kanalı, 2015 ile 2017 arasında %59,4'lük bir YBBO ile büyüyen Şirket'in aynı dönemdeki en hızlı büyüyen satış kanalı olmuştur.

31 Aralık 2015, 2016 ve 2017'de, Şirket'in e-ticaret kanalı, Şirket'in gelirinin sırasıyla %5,0, %8,0 ve %9,0'ını oluşturmuştur. Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, e-ticaret kanalına ilişkin bazı temel performans kriterlerine yer verilmektedir:

Tablo 6: E-ticaret Kanalı Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
E-ticaret kanalı			
Net satış (TL)	46,8	82,3	118,9
Net satış büyümesi (%)	86,5	76	44,5

Kaynak: Şirket

e. Outlet Mağazalar

Şirket, 2016'dan önce outlet mağazalar işletmemekte ve outlet operasyonlarını bir toptan satış operatörü (diğer bir ifade ile, BBM) vasıtasıyla yürütmekteydi. 2015 ve 2016'dan başlayarak Şirket, kademeli olarak outlet mağaza faaliyetlerini başlatmıştır. 31 Aralık 2017 itibariyle Şirket'in, tümü İstanbul'da yer alan, toplam satış alanı 6.878 m² olan beş adet outlet mağazası mevcuttur.

Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, outlet mağazalara ilişkin bazı temel performans ölçütlerine yer verilmektedir:

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 7: Outlet Mağazalar Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Outlet mağazalar			
Net satış (TLm)	2,5	18,5	42,2
Net satış büyümesi (%)	772,4	639,7	128,1
Net satış yüzölçümüne yansıması (m ²)	0	6.878	6.878

Kaynak: Şirket

f. Toptan Satış Kanalı

31 Aralık 2017'de sona eren yılda, toptan satış kanalı, Şirket'in gelirinin %8,5'ini oluşturmuştur.

Toptan satış kanalı, (i) bayiler tarafından işletilen mağazalara yapılan satışlar ve (ii) temel olarak "Beymen Çanta ve Aksesuarlar" gibi seçili Beymen özel markalarının üçüncü kişilere ait çok katlı büyük mağazalara ve moda perakende web sitelerine yapılan toptan satışını kapsamaktadır.

Aşağıdaki tabloda, belirtilen dönemler için, Şirket'in toptan satış kanalına ilişkin temel performans kriterleri gösterilmektedir:

Tablo 8: Toptan Satış Kanalı Performans Ölçütleri (2015, 2016, 2017)

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Toptan satış kanalı			
Net satış (TLm)	122,1	113,2	131,6
Net satış büyümesi (%)	10,6	-7,3	16,2

Kaynak: Şirket

Şirket'in Ürünleri ve Markaları

a. Ürün Grupları

Şirket, kesin satın alma modeli ile faaliyet göstermekte olup, portföyünde bulunan envanterin çok önemli bir bölümünün mülkiyetine sahiptir. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, Şirket'in net perakende satışlarının %96,4'ü, kesin satın alma modeli ile alınan markaların satışından elde edilmiş olup geri kalan %3,6'sı ise konsinye ürünlerden elde edilmiştir.

Şirket, müşterilerine beş ana kategori üzerinden ürün satışı yapmaktadır, bu kategoriler: global moda markaları, Beymen özel moda markaları, kozmetik, ev & hediyelik ve çocuktur. Global moda markaları ve Beymen özel moda markaları ana kategorilerdir. Bu kategoriler içerisinde, hazır giyim, ayakkabı, çanta ve aksesuar da dâhil olmak üzere, erkekler ve kadınlar için geniş bir ürün yelpazesi sunulmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, 31 Aralık 2017 itibarıyla, Şirket tarafından satışa sunulan kategorilerin her bir satış kanalına göre (yalnızca doğrudan işletilen perakende satış kanalları bazında) dağılımı gösterilmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 9: Satış Kanalı Bazında Kategori Dağılımı (2015, 2016, 2017)

Kategoriler	Satış Kanalları			
	Multi-brand	Mono-brand	E-ticaret	Beymen Club
Global Moda Markaları	✓	✓	✓	-
Beymen Özel Moda Markaları	✓	-	✓	✓
Kozmetik	✓	✓ ⁽¹⁾	✓	-
Ev & Hediyeleşik	✓	-	✓	-
Çocuk	✓	-	✓	-

(1) Yalnızca seçili mono-brand mağazalarda, markaların parfümlerinin satışlarıdır ve Wepublic mağazası hariçtir.

Kaynak: Şirket

Aşağıdaki tabloda, Şirket'in satışta bulunduğu kategorilerin, belirtilen dönemlerdeki, net perakende satışlara olan oranı verilmektedir.

Tablo 10: Kategorilerin Net Perakende Satış İçindeki Payı (2015, 2016, 2017)

%	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2015	2016	2017
Global moda markaları	75,8	74,9	72,9
Beymen özel moda markaları	19,1	19,7	21,1
Kozmetik	1,8	2,4	3,2
Ev & Hediyeleşik	2,6	2,3	2,0
Çocuk	0,7	0,7	0,9
Toplam	100,0	100,0	100,0

Kaynak: Şirket

Şirket, beş ana ürün kategorisi altında hazır giyim, ayakkabı, çanta, aksesuar, kozmetik ve ev ürün gruplarını sunmaktadır. Aşağıdaki tabloda, ürün gruplarının her bir satış kanalı açısından belirtilen dönemlerdeki net perakende satışlara olan oranı verilmektedir.

Tablo 11: Ürün Gruplarının Kanal Bazında Net Perakende Satış İçindeki Payı (2017)

%	31 Aralık 2017'de sona eren yıl için				
	Multi-brand mağazalar	Mono-brand mağazalar	E-ticaret kanalı	Beymen Club mağazaları	Multi-brand mağazalar + e-ticaret kanalı
Hazır giyim	49,9	46,6	43,2	85,6	49,0
Ayakkabı	23,8	25,1	34,9	5,7	25,2
Çanta	13,2	23,7	13,2	3,5	13,2
Aksesuar	6,5	4,4	5,6	5,1	6,4
Kozmetik	4,3	0,2	1,8	0,0	4,0
Ev	2,4	0,0	1,4	0,0	2,2
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Kaynak: Şirket

b. Markalar

OC&C Analizine göre, Beymen, önde gelen uluslararası lüks markaların Türkiye'de tercih ettiği iş ortağıdır. Şirket, 900'ü aşkın global markayı kapsayan geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Şirket, bu global markalar ile güçlü ve uzun süredir devam eden ortaklıklara sahiptir. Global markalara ek olarak, Şirket, Beymen özel markaları altında da ürünler sunmaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, Türkiye'de yalnızca Şirket tarafından satılan markalar; Şirket'in global moda markaları ve Beymen özel moda markalarının, (kozmetik, ev & hediyeleşik ve çocuk kategorileri hariç) satışlarından elde edilen net perakende satışlarının %71,0'ını temsil etmiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Şirket, multi-brand mağazalarda, mono-brand mağazalarda ve aynı zamanda e-ticaret kanalı vasıtasıyla çok sayıda önde gelen global moda markasını satışa sunmaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, global moda markalarından yapılan satışlar Şirket'in net perakende satışlarının %72,9'unu teşkil etmiştir.

31 Aralık 2017'de sona eren yılda, Şirket'in toplam net perakende satış tutarının %21,1'i, Beymen özel moda markalarının satışından gerçekleşmiştir. Global moda markalarına kıyasla daha erişilebilir bir fiyatlandırma stratejisi ile Beymen özel moda markaları, Şirket'e yeni müşteri kazanmaya yönelik imkân sağlamaktadır.

Beymen özel moda markaları altında erkekler ve kadınlar için hazır giyim, ayakkabı, çanta ve aksesuar ürünleri sunulmaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, kadın ürünleri, Beymen özel moda markalarının satışlarından elde edilen net perakende satış tutarının %62,7'sini; erkek ürünleri ise %37,3'ünü oluşturmuştur. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda Beymen özel moda markalarının satışlarından elde edilen net perakende satış tutarının %80,6'sını hazır giyim, %7,5'ini ayakkabı, %4,6'sını çanta ve %7,3'ünü aksesuar oluşturmuştur.

Beymen Club, tüm Beymen portföyü içinde net perakende satış tutarı en büyük markadır. Aynı zamanda Beymen Club, Türkiye'nin önde gelen erişilebilir lüks markalarından biridir. "Beymen Club" bir yaşam tarzı sunmayı hedefleyen bir marka olup hazır giyim, ayakkabı, çanta ve aksesuar ürünleri sunmaktadır. Hazır giyim, "Beymen Club" markasının en önemli ürün grubudur ve gömlek, triko, dış giyim, tişört ve uzun kollu tişört / uzun kollu pamuklu kazak (*sweat-shirt*), pantolon ve benzeri birçok ürün içermektedir. "Beymen Club" markasına ait ürünlerin tamamı Şirket içinde özel bir tasarım ekibi tarafından tasarlanmaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, "Beymen Club" markasının satışlarından elde edilen net perakende satış tutarının %87,1'ini hazır giyim, %6,8'ini ayakkabı, %4,9'unu aksesuar, %1,3'ünü çanta satışları oluşturmuştur.

Beymen Collection, 31 Aralık 2017'de sona eren yılda, net perakende satış tutarı bakımından, tüm Beymen markaları içinde en büyük üçüncü markadır. Beymen Collection markası altında, Şirket'in multi-brand mağazalarında ve e-ticaret kanalında kadınlar ve erkekler için hazır giyim, ayakkabı, çanta ve aksesuardan oluşan yüksek kalitede seçkin ürünler sunulmaktadır. 2015'ten 2017'ye (i) Beymen Collection-Erkek ürünlerinin net perakende satış tutarı, %7,9'luk bir YBBO ile ve (ii) Beymen Collection-Kadın ürünlerinin net perakende satış tutarı, %13,9'luk bir YBBO ile artış göstermiştir. Kadın ürünlerinin Beymen Collection markasının net perakende satışlarındaki payı, 2015'ten bu yana %38,8'den %41,4'e yükselmiştir. 2016'daki zorlu pazar şartlarının ardından 2016 yılına kıyasla 2017 yılında, erkek ürün satışları %15,9 ve kadın ürün satışları %17,9 oranında büyüme kaydetmiş ve Beymen Collection markasının toplam satışında gerçekleşen büyüme %17,2 olmuştur.

Academia markası, küresel güncel moda yönelimleri ışığında yenilikçi ve çağdaş tasarım tekniklerini kullanmakta ve erişilebilir fiyatlı, yüksek kaliteli ürünler ile daha genç ve modayı yakından takip eden bir müşteri kitlesini hedeflemektedir. Koleksiyonun çoğunluğu rahat ve günlük giyim ürünlerinden oluşmaktadır. "Academia" markası, multi-brand mağazalar ve e-ticaret kanalı vasıtasıyla satılmaktadır.

Şirket, Beymen özel moda markaları kapsamında sunduğu 3 ana markaya ek olarak Beymen çanta ve aksesuar, Beymen eşarp, tişört, dış giyim ve plaj giysileri gibi kategori ve ürünler de sunmaktadır.

Finansal Bilgiler

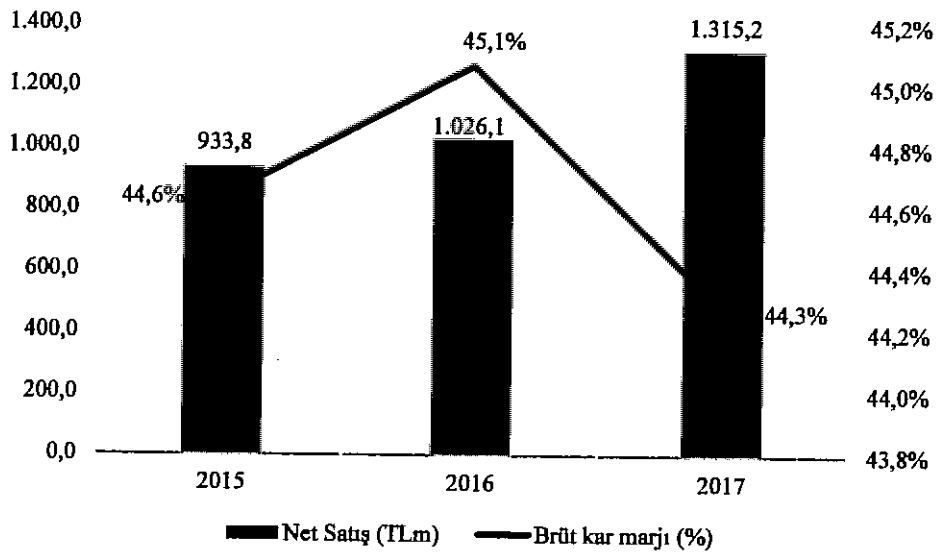
Şirket'in hasılatı yurtiçi satışlardan elde edilen hasılat, yurtdışı satışlardan elde edilen hasılat ve diğer satışlardan elde edilen hasılat olmak üzere üç kalemden oluşmaktadır.

Şirket'in 2016 ve 2017 yıllarındaki hasılatlarında meydana gelen artış, esasen Şirket'in net yurtiçi satışlarında meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır. Net yurtiçi satış tutarında meydana gelen bu artış esas olarak (i) 2016 ve 2017 yılında gerçekleştirilen mağaza büyümelerinden ve (ii) Şirket'in multi-brand mağazalarındaki, mono-brand mağazalarındaki ve e-ticaret kanalındaki fiyat artışından kaynaklanan bire bir büyümeden ve (iii) Şirket'in Beymen Club mağazalarındaki fiyat artışı ve adet büyümesinden kaynaklanmıştır. 2016 ve 2017 yılında Şirket'in Beymen Club mağazalarındaki adet büyümesi esasen Beymen Club markasına olan tüketici talebinin artmasından kaynaklanmıştır. 2016 ve 2017 yılında Şirket'in multi-brand, mono-brand, Beymen Club mağazalarındaki ve e-ticaret

kanalındaki fiyat bütölmesi ise döviz kurunda meydana gelen artış sebebiyle Şirket'in gerçekleştirdiği fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır. Şirket, döviz kurunda meydana gelen artışları satış fiyatlarına yansıtabilmektedir.

Şirket'in brüt kar marjında 2017 yılında düşüş görölmektedir. Bu düşüşün sebeplerinden biri, Wepublic mağazasının faaliyetlerinin Şirket'in brüt karlılığına olumsuz yansımış olmasıdır. Bir başka sebep ise Şirket'in 2016 yılında outlet mağaza operasyonlarını kendi üzerinde almasından ötürü ayırmış olduğu karşılık tutarlarının değişmesidir. 2017 yılı Şirket'in outlet operasyonlarının tamamen aktif olduğu ilk yıldır. Şirket, outlet operasyonlarına ilişkin tarihsel bir bilgi akışına sahip olmadığı için, yaşanabilecek değer düşüklüğüne ilişkin tutumlu bir tahminde (%40'dan daha fazla) bulunmuştur. Bu tutumlu davranışın sebebi, sezon dışı ürünlerin zamanında tasfiye edilebilmesi için başlatılan outlet operasyonlarının ilk yılında disiplinin sağlanabilmesidir. Bu durum, Şirket'in brüt kar marjında yaklaşık %1'lik bir düşüşe sebep olmuştur. Ancak Şirket, gelecek dönemde bu oranın daha düşük olacağını tahmin etmektedir.

Sekil 1: Net Satış ve Brüt Kar Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in faaliyet giderleri içinde en büyük payları kira giderleri ve personel giderleri teşkil etmektedir. Şirket'in pazarlama giderlerinin içinde bulunan personel giderleri ağırlıklı olarak satışlarla ilişkilendirildiğinden genel olarak satışların artışına paralel olarak artış sergilemiştir.

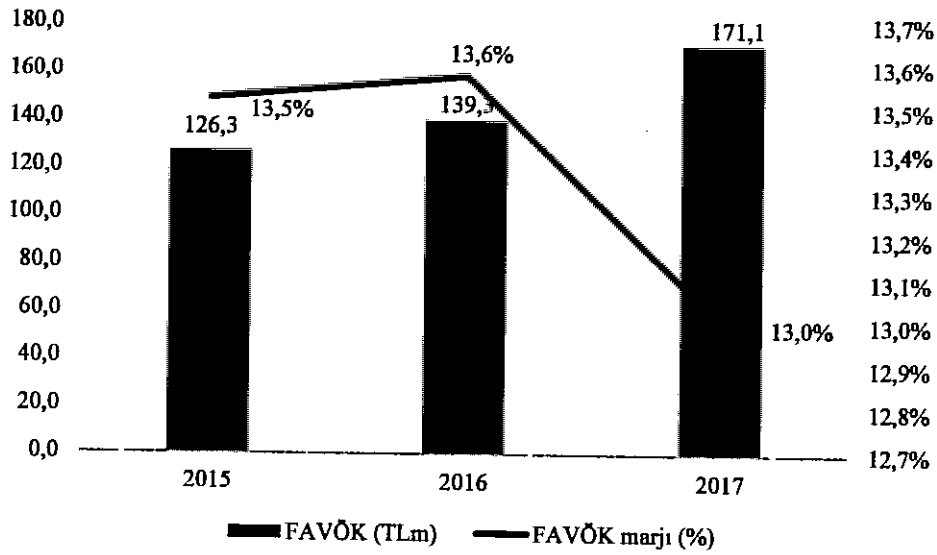
Şirket'in pazarlama giderlerinin satışlara oranı 2015 yılında %25,6'dan 2016 yılında %25,9'a yükselmiştir. Bu artışın sebebi temel olarak personel ücret ve giderleri ile kira giderlerinin artışından kaynaklanmaktadır. Pazarlama giderlerinin satışlara oranı 2017 yılında %25,9 olarak gerçekleşmiştir.

Genel yönetim giderlerinde bulunan personel giderleri ise daha çok sabit içerikli olduğundan 2017 yılında satışlardan daha düşük oranda artmıştır.

FAVÖK marjı 2016 yılında önemli bir değişime uğramamış, ancak 2017 yılında düşüş göstermiştir. 2017 yılındaki düşüş temel olarak, brüt kar marjındaki azalıştan kaynaklanmaktadır. Ayrıca Şirket'in Wepublic mağazasının kapanışı için Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye ödenmek üzere ayırdığı yaklaşık olarak 16 milyon TL karşılık ve Şirket'in 2017 yılında kaydetmiş olduğu 8,1 milyon TL tutarında sabit kıymet değer düşüklüğü, 2017 yılında artan mağaza dekorasyon destek gelirin (2016 yılı: 4,2 milyon TL, 2017 yılı: 14,3 milyon TL) olumlu etkisinin azalmasına sebep olmuştur.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Sekil 2: FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)

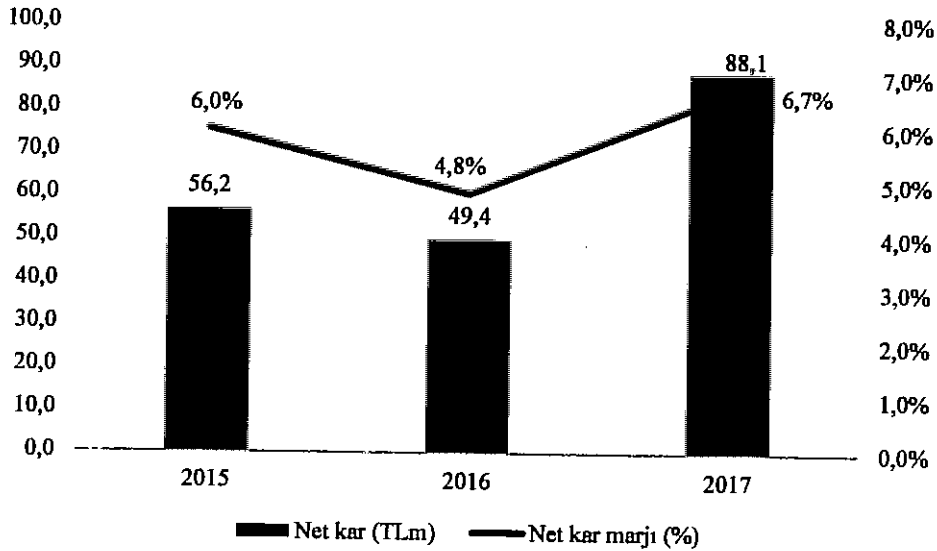


Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in net karı, 2016 yılında azalmış, 2017 yılında ise satışların artmasına paralel olarak artış sergilemiştir.

Şirket'in finansman gelirleri ağırlıklı olarak faiz geliri ve kur farkı geliri, finansman giderleri ise ağırlıklı olarak faiz gideri, kur farkı giderleri, vade farkı giderleri ve kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2017 yılındaki faiz gelirlerindeki artış ve kur farkı giderlerindeki azalış, net kar marjına olumlu katkıda bulunmuştur.

Sekil 3: Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

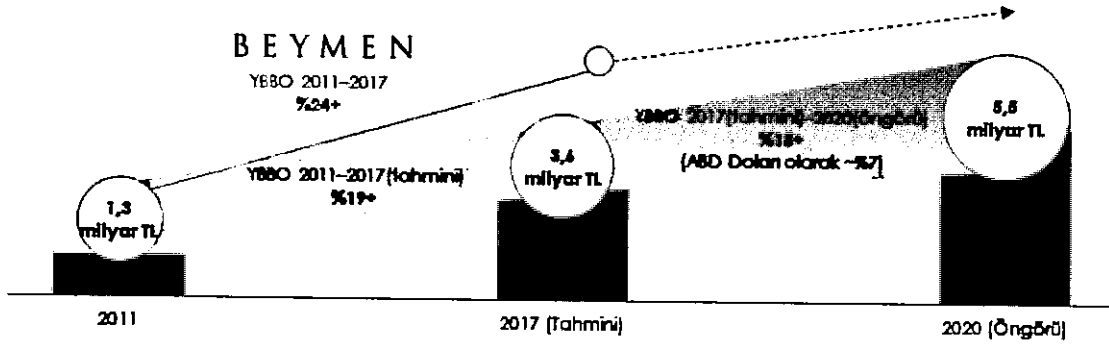
2. Pazar Hakkında Bilgi

Şirket, 2016 yılı itibarıyla Türkiye lüks giyim ve ayakkabı %35, Türkiye lüks giyim ve ayakkabı e-ticaret pazarında %79'luk pazar payına sahiptir (*Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018*).

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Türkiye'deki lüks giyim ve ayakkabı pazarının makroekonomik dönüşümler, nüfus artışı, tüketici harcamalarındaki artış ve perakende pazarındaki genel büyüme de dâhil olmak üzere pazardaki çeşitli faktörler sebebiyle kısmen büyümeye devam etmesi beklenmektedir. Aşağıdaki tabloda 2011 ve 2017 yılları arasında Türkiye lüks giyim ve ayakkabı pazarındaki büyüme ve 2017 ve 2020 yılları arasındaki tahmini büyüme oranları yer almaktadır.

Sekil 4: Türkiye Lüks Giyim ve Ayakkabı Eşya Pazarındaki Gelişim 2011-2017 (tahmini) - 2019 (öngörü), milyar TL



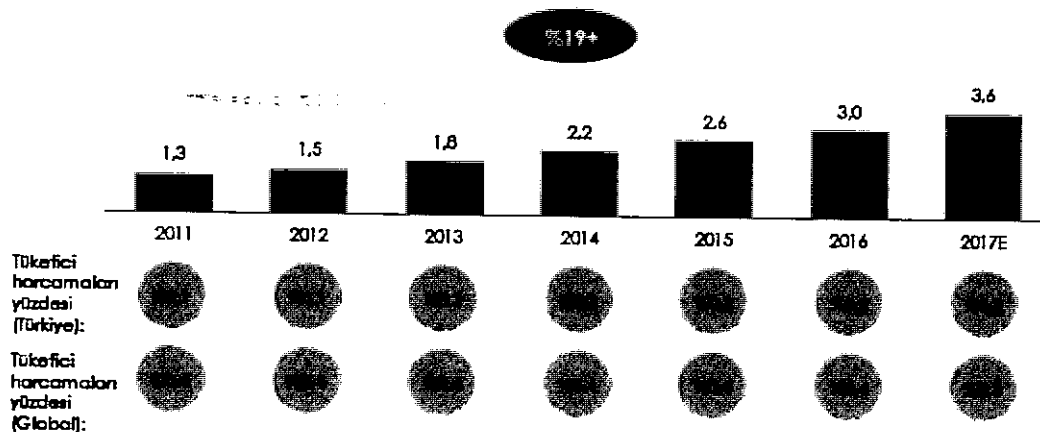
Kaynak: Euromonitor, OC&C Analizi, Şubat 2018, şirket bilgileri, IMF WEO Ekim 2017 (kurlar için)

Şirket yönetimi tarafından belirlenen lüks tanımına uygun olarak ölçümlenen lüks giyim ve ayakkabı pazarı 2011 ve 2017T (tahmini) yılları arasında %19'luk YBBO oranında büyüme göstermiş ve 3,6 milyar TL'ye ulaşmıştır (Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018). Türkiye lüks giyim ve ayakkabı sektörünün Türkiye kişisel lüks eşya pazarını yatırım yapmak için cazip hale getiren çeşitli unsur sebebiyle pozitif büyüme göstermesi beklenmektedir.

Türkiye lüks giyim ve ayakkabı pazarı yüksek büyüme oranına sahip bir pazar olmasına rağmen halen düşük bir penetrasyon (başka bir deyişle lüks giyim ve ayakkabı harcamalarının toplam tüketici harcamalarına olan oranı) seviyesine sahiptir. Lüks giyim ve ayakkabı harcamaları toplam tüketici harcamalarının yalnızca %0,2'sini oluşturmaktadır ve global ortalama ise %0,4'tür (Kaynak: Euromonitor). Ayrıca, lüks giyim ve ayakkabı pazarında internet üzerinden alışveriş penetrasyonu (başka bir deyişle lüks giyim ve ayakkabı pazarında internet üzerinden yapılan tüketim harcamasının toplam lüks giyim ve ayakkabı tüketim harcamasına oranı) oranı 2016 yılında %3,5 civarındayken bu oran Fransa ve Birleşik Krallık gibi daha gelişmiş uluslarda sırasıyla %9,7 ve %16,5'tir (Kaynak: OC&C analizi, Şubat 2018, Fransa ve Birleşik Krallık için Euromonitor).

Aşağıdaki tabloda 2011 ve 2017 yılları arasında Türkiye'deki lüks giyim & ayakkabı perakende satışları, Türkiye'de %0,1'den %0,2'ye artış gösteren tüketici harcamaları ve %0,4 oranında sabit kalan global tüketici harcamaları yer almaktadır.

Sekil 5: Türkiye Lüks Giyim ve Ayakkabı Eşya Perakende Satışlarındaki Gelişim, Türkiye ve Global Tüketici Harcamaları 2011-2017 (tahmini), milyar TL



Kaynak: Pazar gelişimi için OC&C Analizi, Şubat 2018, tüketici harcamaları için Euromonitor

Pazardaki ilk üç oyuncu pazarın yaklaşık %60'ını oluşturmakta ve lüks giyim ve ayakkabı pazarına yön vermektedir. Esasen, Beymen'in perakende satışlarının kabaca %35'ine sahip olduğu (satış hacmi veya satış değeri açısından) ve en büyük ikinci rakibinin de perakende satışların yaklaşık %16-%18'ine sahip olduğu tahmin edilmektedir (Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018).

3. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar

Şirket'in büyüme stratejisini hayata geçirmek için sahip olduğu güçlü yanlar aşağıdaki şekilde sayılabilir:

Cazip ve Hızlı Büyüyen Lüks Pazarında Güçlü Bir Oyuncudur

Euromonitor tarafından 2017 yılında yapılan çalışmaya göre, global kişisel lüks eşya pazarının hacmi 2011 yılından 2017 yılına kadar %4'lük YBBO ile artış göstererek 213 milyar Avro'dan 270 milyar Avro'ya büyüme göstermiştir. Global lüks pazarı (i) sınırlı sayıda rakip oyuncu; (ii) mevcut oyuncuların fiyatlandırma gücü; (iii) giyim, aksesuar ve marka alımlarında daha yüksek fiyatlı ürünlere geçiş yapan lüks ve orta segment tüketiciler nezdinde lüks tüketimin demokratikleşmesi; (iv) tüketicilerin yurt dışı seyahatlerinde alışveriş yapma ve satın alma eğilimlerinin artması (seyahat perakendesi); (v) lüks markaların görünürlüğünü arttırmak suretiyle tüketimi tetikleyen sosyal ve dijital medyanın tüketimi özendirici ve istek uyandıran etkisindeki artış da dâhil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı olmaksızın birçok belirgin sektör özelliklerine sahiptir. Bu özellikler global lüks pazarını faaliyet göstermek için cazip bir segment haline getirmektedir. Bu trendlerin önümüzdeki yıllarda da büyüme desteklemesi beklenmektedir ve EIU'ya göre, global kişisel lüks eşya pazarının %5'lik YBBO ile artış göstererek 2017'de 270 milyar Avro iken 2020'de 310 milyar Avro'ya çıkması beklenmektedir.

2016 yılı itibarıyla Şirket, satış cirosu bakımından %35 pazar payıyla (Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018) hızla büyüyen Türkiye lüks giyim ve ayakkabı pazarının lideri konumundadır (Kaynak: Euromonitor, OC&C Analizi, Şubat 2018). Türkiye lüks giyim ve ayakkabı pazarının hacminin istikrarlı olarak büyüdüğü ve %19'luk bir YBBO ile artış göstererek 2011 yılında 1,3 milyar TL'den 2017 yılında 3,6 milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. Türkiye lüks pazarındaki büyümenin iki temel sebebi olduğu ve bu sebeplerin bu büyüme desteklemeye devam edeceği düşünülmektedir: (i) güçlü ve büyüyen yerel talep ve (ii) hızla büyüyen turist satışları. Şirket'in global moda markalarıyla yıllardır süren işbirliği ve en önemli alışveriş bölgelerinde kiracı konumunda bulunması yeni bir oyuncunun Türkiye lüks moda pazarına girişi bakımından doğal bir engel oluşturmaktadır.

Çeşitli demografik, kültürel ve teknolojik faktörler Türkiye lüks tüketim pazarındaki yerel büyüme dinamiklerinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır. EIU'ya göre, Türkiye'nin 2017 ve 2020 yılları arasında tahmin edilen reel GSYİH YBBO oranı %4,8 iken aynı tarihler arasında Avrupa Birliği için ortalama GSYİH oranı %2,0'dır (AB-28). Ayrıca, Türkiye ekonomisi esasen tüketim odaklıdır ve Türkiye Avrupa'daki ikinci en büyük, en genç ve en hızlı büyüyen nüfusa sahiptir (2016 yılında 79 milyon olan Türkiye nüfusunun %56'sı 35 yaşın altındadır).

Ayrıca, Türkiye yüksek kredi kartı penetrasyonu (başka bir deyişle Türkiye'de kredi kartı kullanan kişi sayısının toplam nüfusa oranı) ile en büyük ödeme altyapılarından birine sahiptir (2016 yılında kredi kartı penetrasyonu %75 olup, bu oran Batı Avrupa'dan daha yüksektir). Türkiye'de kredi kartları bankalar tarafından finanse edilen bir taksitlendirme seçeneğine sahiptir ve bu durum lüks tüketim ürünlerinin erişilebilirliğini artırmaktadır.

Kadınların iş gücüne katılımlarındaki artış da lüks tüketim pazarındaki genel büyüme katkısı sağlayan başka bir unsurdur. Kadınların iş gücüne katılımı 2011 yılında %28 oranında iken (6,8 milyon çalışan kadın) 2016 yılında %31'e ulaşmıştır (8,1 milyon çalışan kadın) (Kaynak: OECD) Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanı Jülide Sarıeroğlu Türkiye'nin 2023 yılına kadar kadınların iş gücüne katılımını %41'e (11,6 milyon) çıkarmayı hedeflediğini belirtmiştir. Bu da 2016 yılı

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

itibariyle kadınların iş gücüne katılım oranı %61 seviyesinde olan Avrupa Birliği (AB-28) gibi daha gelişmiş pazarları yakalayabilmek için önemli ölçüde potansiyel sağlamaktadır.

Hızlı büyüyen Türkiye lüks tüketim pazarına katkı sağlayan ikinci büyük unsur Türkiye'nin önde gelen bir global turizm merkezi olmasıdır. 2017 yılında Türkiye, 32,4 milyon turist ile dünyada en çok ziyaret edilen ilk 10 bölge arasına girmiştir (Kaynak: Turkstat). Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi ("KİK") Ülkeleri ve Bağımsız Devletler Topluluğu ("BDT") Ülkeleri gibi komşu ülkeler Türkiye'ye daimi turist akışı sağlamaktadır. Yüksek turizm potansiyeline ek olarak, Türkiye lüks alışveriş için dünyadaki sayılı merkezlerden biri haline gelmektedir. Orta Doğu, BDT ve Çin'den gelen varlıklı turistlerden oluşan ziyaretçi tabanı Türkiye lüks sektöründeki büyümeyi desteklemektedir.

Önemli Lüks Destinasyonu

Şirket'in hedefi Türkiye'de müşterilerine en iyi seviyede bir alışveriş deneyimi sunmaktır. Şirket mağazaları, Şirket'in imaj yaratım ve iletişim aracıdır ve her bir multi-brand mağazası Şirket tarafından dikkatle seçilen mimarlar tarafından antika ve ikonik özel mobilyaların kullanılması suretiyle lüks bir atmosfer oluşturmak üzere şekillendirilmiştir.

Ayrıca Şirket, mağazalarını yaşam alanları olarak görmekte, tasarlamakta ve müşterileri için sosyal bir deneyim yaratmayı amaçlamaktadır. Şirket önemli bazı mağazalarında restoranlara ev sahipliği yapmaktadır. Ayrıca, bu mağazalarda defilelerden sanat etkinliklerine kadar çeşitli mağaza içi aktiviteler yürütülmektedir. Sözü geçen bu sosyal deneyimler ve Şirket'in "Koşulsuz Müşteri Mutluluğu" sağlama amacı müşteri trafiğinin artmasını desteklemektedir. Şirket'in kuruluşundan bu yana benimsediği "Koşulsuz Müşteri Mutluluğu" felsefesi Şirket'in müşterilerine en üst seviyede alışveriş deneyimi sağlama stratejisinin merkezinde bulunmaktadır. Şirket'in sahip olduğu her bir müşteri için, müşterinin ihtiyaçlarına odaklanan bir satış elemanı görevlendirilmektedir. Şirket müşterilerine, private shopper (kişisel müşteri danışmanı) ve VIP odaları, ev ve ofislere satış hizmetleri ve hayat boyu tadilat hakkı, makyaj, gardırop ve hediye hizmetleri gibi diğer ücretsiz satış sonrası hizmetler de dâhil olmak üzere çeşitli mağaza içi ve mağaza dışı hizmetler sunmaktadır.

Şirket mağazalarının kapladığı satış alanı itibariyle, Türkiye genelindeki prestijli alışveriş bölgelerinde hâkim kiracı konumundadır. Şirket sıklıkla kiracı olduğu lüks merkezlerinde bazı mal sahipleri ile tasarım, yerleşim ve deneyimsel unsurlar hakkında işbirliği yapmaktadır. Şirket'in amiral mağazaları (i) yaklaşık multi-brand mağazaları (7.200 metrekarelik), mono-brand mağazaları ve Beymen Club mağazaları ile toplam satış alanının %19'unu ve lüks satış alanının %43'ünü kapladığı Zorlu Alışveriş Merkezinde (İstanbul, Avrupa yakası); (ii) yaklaşık 4.600 metrekarelik multi-brand mağazası, mono brand'leri ve Beymen Club mağazaları ile toplam satış alanının %11'ini ve lüks satış alanının %48'ini kapladığı İstinye Park Alışveriş Merkezinde (İstanbul, Avrupa yakası) ve (iii) Eylül 2017'de açılan, net satış alanı 3.600 metrekare büyüklüğünde olan amiral multi-brand mağaza açtığı Suadiye alışveriş bölgesinde (İstanbul, Anadolu yakası) yer almaktadır.

Global lüks markalarından oluşan geniş bir portföy

Şirket portföyünde yer alan 900'ün üzerindeki marka ile, müşterilerine global lüks markalarından ve Beymen özel markalarından oluşan bir portföy sunmaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yıl için, global markalar (Valentino, Dolce & Gabbana, Celine, Fendi, Moncler, Saint Laurent, Canali, Corneliani, Bottega Veneta, Balmain, Givenchy, Etro ve diğer pek çok marka da dahil) Şirket'in net perakende satışlarının %78,2'sini; ve Şirket'in özel markaları ise (Beymen Club, Beymen Collection, Academia ve diğer özel markalar da dahil) aynı dönem için Şirket'in net perakende satışların %21,8'ini oluşturmuştur.

Global moda markalarının pek çoğu Türkiye'de sadece Şirket'te satılmaktadır; zira Şirket bu markaların dağıtımında "fiili münhasırlığa" sahiptir. 31 Aralık 2017'de sona eren yıl için, Şirket'in en çok satan on global marka ile olan ortalama ilişkisi 10 ile 15 yıllıktır. Bu markalardan dokuzu sadece Şirket'te satılmaktadır. (Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018). Şirket'in kurduğu ilişkilerin güçlü geniş marka portföyünü desteklemekte ve Şirket'e, müşterilerine fiili münhasırlık ile önemli global markaları sunma konusunda bir avantaj sağlamaktadır. 31 Aralık 2017'de sona eren yıl için, sadece Şirket tarafından satılan markalar, Şirket'in özel markaları da dâhil olmak üzere, Şirket'in net perakende satışlarının %71,8'ini (kozmetik, ev & hediyelik ve çocuk kategorileri hariçtir)

oluşturmuştur (Beymen moda markaları hariç, sadece Şirket tarafından satılan markalar Şirket'in net perakende satışının %50'sini oluşturmaktadır). 31 Aralık 2017'de sona eren yıl içerisinde, Şirket'in portföyünde bulunan en büyük 30 global markadan yalnızca beşi (satın alma hacmine dayalı olarak) Türkiye'de diğer multi-brand perakendeciler tarafından da satılmıştır.

Özgün İş Modeli

Şirket'in kendi perakende kanalları 31 Aralık 2017'de sona eren yıl için Şirket'in net satışlarının toplamda %91,5'ini oluşturmuştur. Şirket İstanbul, Ankara ve İzmir gibi Türkiye'nin en büyük ve yüksek gelir ve yüksek GSYİH oranlarına sahip şehirlerine odaklı seçkin bir kapsama alanına sahiptir. Şirket'in multi-brand ve mono-brand faaliyetleri Türkiye nüfusunun %46'sını ve Türkiye'nin GSYİH'sinin yaklaşık %60'ını kapsayan kentsel alanlarda sürdürülmektedir. Beymen Club da dâhil olmak üzere Şirket'in toplam fiziksel kapsama alanı Türkiye nüfusunun %55'ini ve Türkiye'nin GSYİH'sinin yaklaşık %69'unu kapsayan kentsel alanları içermektedir (Kaynak: TÜİK).

Şirket'in çok kanallı çok formatlı lüks perakende platformu Şirket'e çeşitli müşteri temas noktaları sunması suretiyle lüks pazarına nüfuz etme imkanı sağlamaktadır. Beymen multi-brand mağazaları Şirket'in faaliyetlerinin temelini oluşturmakta ve mono-brand ve Beymen Club mağazaları ile desteklenmektedir. Sözü geçen 3 fiziksel perakende formatı birbirleriyle bütünleyici olup Şirket'e çapraz satış imkânı oluşturmaktadır. Şirket'in tam entegre e-ticaret platformu (Beymen.com) Şirket'in Türkiye'de müşteriye erişimini sağlayarak ve yeni müşteri kazanımını destekleyerek Şirket'in fiziksel perakende kapsama alanını artırmaktadır. Şirket'in kazandığı yeni müşterilerle olan ilişkiler daha sonra Şirket'in kanalları arasında çapraz satış yapılması suretiyle derinleştirebilmektedir.

Şirket'in, envanterinin neredeyse tamamına sahip olması Şirket'in karlı büyümesi ve operasyonel verimliliği açısından büyük bir öneme sahiptir. Şirket'in kesin satın alma modeli (2017 net perakende satışlarının %96,4'ü kesin satın alma (*firm buy*), kalan %3,6'sı ise konsinye ürünlerden oluşmuştur) Şirket'in, bir yıl öncesinden etkin bir şekilde planlama ve satın alma yapacak şekilde müşterilerini ve pazarı derinlemesine anladığının göstergesidir. Şirket'in marka portföyünün sürekli, dikkatli ve titizlikle seçilmesi Şirket'in pazarda modayı belirleyen şirket olarak konumlandırılmasını sağlamakla birlikte aynı zamanda moda riskini de önemli ölçüde azaltmaktadır.

Şirket global lüks pazardaki eşleştirerek giyinme (*mix and match*, farklı segmentlerden ürün ve stilleri birleştirmek) eğilimine uygun olarak, ulaşılabilir çağdaş markalar ve global lüks tasarımcı markalardan oluşan dengeli bir portföye sahiptir. 31 Aralık 2017'de, multi-brand mağazalarda ve e-ticaret kanalında ulaşılabilir çağdaş markalardan elde edilen net perakende satış, global moda markaların satışından elde edilen toplam net perakende satış tutarının %22,6'sını oluşturmuştur.

Beymen özel markaları ise sundukları erişilebilir fiyatlarla Şirket'in yeni müşteri kazanımını destekleyen önemli bir stratejik etkidir. Şirket'in Beymen özel markalarına ait temel portföyü ağırlıklı olarak Beymen Club (şık ve rahat (*smart casual*)), Beymen Collection (güncellenmiş klasik) ve Academia'dan (modern) oluşmaktadır. Diğer başlıca özel markalar ise Beymen Blender, Beymen Home, Beymen çanta ve aksesuar, Beymen eşarp, Beymen çikolata ve kişiye özel üretimlerdir. 31 Aralık 2017'de Beymen özel markalarının satışı Şirket'in net perakende satışların %21,4'ünü oluşturmuştur.

Müşteri ilişkileri yönetimi ve iletişim stratejisi

Şirket'in güçlü bir müşteri ilişkileri yönetim mirası bulunmaktadır. Şirket Türkiye'nin en eski mağaza kartı portföylerinden birisine sahiptir. Şirket, müşteri ilişkileri yönetim becerileri sayesinde müşterilerini derinlemesine anlayabilmekte ve satış ve satın alma girişimlerini daha etkin bir şekilde yönetebilmektedir.

Şirket'in 2015 yılından beri %22,5'lik YBBO ile büyüme gösteren müşteri ilişkileri yönetimi veri tabanında, 2005 yılından beri satın alma alışkanlıklarını görebildiği, yaklaşık 1,6 milyon kayıtlı müşteri verisi bulunmaktadır. Şirket'in her bir müşteri segmenti için farklı müşteri yönetim programları mevcuttur ve bu programlar özel içerikli müşteri iletişimi yapılabilmesini sağlamak ve herhangi bir yılda, 2000'in üzerinde özelleştirilmiş pazarlama aksiyonları ile Şirket'in "360 derece"

müşteri bağlılığı stratejisine (başka bir deyişle müşteriyi merkeze alan, müşterinin Şirket'in tüm kanallardaki davranışlarını birçok boyuttan değerlendiren ve müşteriyi birçok yönden tanıyarak bağlılığı destekleyen müşteri yönetim anlayışı stratejisine) yön vermektedir.

Şirket yoğun bir şekilde yeni müşteri kazanımına odaklanmaktadır. Müşteri kazanımını destekleyen birden çok faktör bulunmaktadır.

Çok kanallı hizmet sağlama becerileri ile E-ticaret pazarındaki konum

E-ticaret Şirket'in cazip pazar dinamiklerinden yararlanan, en hızlı büyüyen ve en önemli kanallarından biridir. Türkiye e-ticaret pazarı önemli bir pazar potansiyeline sahiptir. Zira; Türkiye e-ticaret pazarı 2013 ve 2016 yılları arasında %29'luk YBBO oranı ve 2016 ve 2021 yılları arasında beklenen %34'lük YBBO oranı ile, çeşitli Batı ve Doğu Avrupa ekonomilerini (Polonya, Yunanistan, Birleşik Krallık ve Almanya gibi) geride bırakan ve hızlı büyüyen bir pazardır (*Kaynak: Euromonitor*). Ayrıca 2016 yılı itibariyle internet penetrasyonu (başka bir deyişle internet kullanan kişi sayısının toplam nüfusa oranı) ve online alışveriş penetrasyonu (başka bir deyişle online alışveriş yapan kişi sayısının toplam nüfusa oranı) sırasıyla %59 ve %29'dur ve bu oran Türkiye e-ticaret pazarının AB ülkelerine kıyasla önemli ölçüde doymamış bir pazar olduğunu göstermektedir (*Kaynak: E-commerce Foundation Raporu, 2017*).

2010 yılında Şirket, online alışveriş sitesi Beymen.com ile e-ticaret platformunu oluşturmuştur. OC&C'ye göre 2016 yılı sonu itibariyle Beymen.com, %79'luk pazar payı ile Türkiye'nin önde gelen lüks moda sitelerinden biridir. Şirket'in e-ticaret kanalı vasıtasıyla yapılan satışlar son yıllarda çok hızlı bir artış göstermiştir. Şirket'in portföyündeki en hızlı büyüyen satış kanalı olan e-ticaret kanalı aracılığıyla yapılan satışlar 2015'ten 2017'ye kadar %59,5'lik YBBO ile artış göstermiş ve 2017'de 119 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu rakam, 31 Aralık 2017'de Şirket'in net satışlarının yaklaşık %9,0'unu oluşturmuştur. Şirket, 31 Aralık 2017 itibariyle Türkiye'de rekabet ettiği en büyük iki çok markalı lüks perakendecilere kıyasla en yüksek e-ticaret satış payına sahiptir. (*Kaynak: OC&C Analizi, Şubat 2018*).

Şirket'in e-ticaret kanalı, Şirket'in demografik ve coğrafi açısından daha geniş bir müşteri tabanına ulaşılmasını sağladığı için Şirket için oldukça stratejik bir kanaldır.

Karlı, Nakit Getiren ve Sürdürülebilir Büyümede Başarı Geçmişi

Şirket geçmişten günümüze kesintisiz bir büyüme sağlamış olup 2010 yılından 2017 yılına kadar net satışlarını %25'lik YBBO ile artırmak suretiyle 275 milyon TL'den 1.315 milyon TL'ye yükseltmiş ve aynı süreçte satış alanını neredeyse iki katına çıkarmıştır ve işini beş kat büyütülmüştür. Ayrıca, 2015 ve 2017 yılları arasındaki dönemde tüm perakende formatları toplamındaki güçlü büyüme sayesinde Şirket'in net satışları %19,8'lik YBBO ile artmıştır. Çeşitli jeopolitik olayların ve terör saldırılarının damga vurduğu ve Türk Lirasının değer kaybettiği 2016 yılında dahi, Şirket net satışlarını çift haneli olarak artırmış ve FAVÖK marjını tutmayı başarmıştır.

2015 ve 2017 yılları arasında Şirket'in satışlarındaki büyümenin %77,7'si bire bir (*like for like*) satışlardan (e-ticaret dâhil ancak outlet mağazaları ve Wepublic mağazası hariç olmak üzere) kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2015, 2016 ve 2017'de sona eren yıllar için, Şirket'in net satışları sırasıyla %23,2, %10,9 ve %22,8 oranında bire bir (*like for like*) büyüme göstermiştir. Aynı dönemler itibariyle Şirket'in net satışları sırasıyla %20,4, %6,7 ve %20,7 oranında mağaza seviyesinde bire bir satış büyümesi göstermiştir. Bu durum ise, Şirket'in yatırım yoğun olmayan (*asset-light*) karlı büyüme gerçekleştirecek şekilde yapılandığını göstermektedir.

Şirket'in net satışlarındaki gelişim Şirket'in FAVÖK'ünün daha hızlı artmasına yol açmıştır. 31 Aralık 2015, 2016 ve 2017'de sona eren yıllar için Şirket'in FAVÖK'ü sırasıyla %14,9, %15,0 ve %15,8'lik FAVÖK marjı ile 2015'te 139 milyon TL iken 2017'de 207 milyon TL'ye artmış ve aynı dönem için %22'lik YBBO ile artış göstermiştir. Yatırım bakımından yoğun olmayan (*Asset-light*) iş modeli (başka bir deyişle limitli yatırım harcaması gereksinimi duyan, hızlı geri ödeme süreci ve yüksek getiri sağlayan iş modeli) Şirket'e faaliyetini sınırlı miktarda yatırım ihtiyacı ile büyütebilme imkânı tanımaktadır. Bunun sonucunda, Şirket'in nakit dönüşümü son üç yılda %80'in üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket, yüksek miktarda nakit yaratan faaliyeti sayesinde büyümesinin tamamını kendi nakit akış üretimi yoluyla finanse edebilmektedir.


İsmail Menkul Değerler A.Ş.

Deneyimli Yönetim Kadrosu

Şirket'in CEO'su Şirket'deki dokuz yılın üzerindeki deneyimi, danışmanlık ve bankacılık alanlarındaki geçmiş deneyimleri de dahil olmak üzere 22,5 yıllık deneyime sahiptir. Şirket'in Mali İşler Genel Müdür Yardımcısı Şirket'deki 1,5 yıllık deneyimi, ana şirket BOYP'daki üç yıllık deneyimi ve tüketici ve bankacılık sektörlerinde finansal yönetim pozisyonlarındaki geçmiş deneyimleri de dahil olmak üzere 18 yıllık deneyime sahiptir.

Şirket'in yönetim kadrosunun lüks moda perakendesi alanında zengin deneyimi ve Şirket'de uzun bir geçmişi bulunmaktadır. Şirket'in marka ilişkilerinden sorumlu Satın Alma ve Ürün Genel Müdür Yardımcısı 21,5 yıldır Şirket'te çalışmaktadır. Beymen özel markalarından sorumlu Artistik Direktörü 22,5 yıldır Şirket'te çalışmaktadır ve Planlama, Karlılık ve Envanter yönetiminden sorumlu Ticari Genel Müdür Yardımcısı 16,5 yıldır Şirket'te çalışmaktadır. Şirket, kıdemli yönetim kadrosunun deneyimlerinin ve operasyonel becerilerinin büyüme ve karlılık oranlarının ve hizmet kalitesinin ve marka bilinirliğinin artmasında önemli katkısı olduğunu düşünmektedir. Şirket stratejik konularda (brüt marj yönetimi, Beymen özel marka ürün tasarımları ve müşteri memnuniyetine katkı sağlamak vb.) çalışanların aktif katılımını desteklemektedir. Şirket bu sayede çalışanlarının ve yönetiminin Şirket'in gelişiminde daha büyük paya ve sorumluluğa sahip olduklarına inanmaktadır.

4. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerleme çalışmasında emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi ve varlık esaslı bir değerleme yöntemi olan Defter Değeri yöntemleri kullanılmıştır.

Düzeltilmiş finansal veriler ışığında Çarpan Analizi yapılmıştır. Çarpan Analizi çalışmasında aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır:

- FD/Satış (Firma Değeri / Net Satış) Çarpanı
- FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) Çarpanı
- Fiyat/Kazanç (Piyasa Değeri/Net Kar) Çarpanı ("F/K")

Defter Değeri yönteminde, varlıkların değerlemesi yapılmamış ve Şirket'in 31 Ocak 2017 bilançosu kullanılarak defter değeri hesaplanmıştır.

Değerleme yapılırken konsolide mali tabloların baz alınması durumunda hesaplanan Firma Değeri'nden tam konsolidasyona tabi tutulan varlıklara ilişkin kontrol gücü olmayan payların piyasa değeri düşülmeli, özkaynak yöntemi ile konsolide edilen varlıkların piyasa değerinden şirkete düşen pay Firma Değeri'ne eklenmelidir.

Beymen'in bilançosuna bakıldığında Grup şirketleri İzkar, Nişantaşı Turistik ve Beymen Ticaret tam konsolidasyona tabi tutulmuştur. İzkar ve Nişantaşı Turistik'te kontrol gücü olmayan pay bulunmaktadır. Şirket'in değerlemesinde Beymen'in 31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla bilançosunda bulunan kontrol gücü olmayan paylar dikkate alınmıştır (31 Aralık 2017 itibarıyla bilançodaki etkisi 2,2 milyon TL).

Tablo 12: Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Şirket	Faaliyet Alanı	Konsolidasyon Yöntemi	Oran %
Bağlı Ortaklıklar			
Beymen Ticaret	İthalat-İhracat	Tam konsolidasyon	100,0
Nişantaşı Turistik	Gıda İşletmeciliği	Tam konsolidasyon	75,0
İzkar	Perakende Mağazacılık	Tam konsolidasyon	74,6
İştirakler			
Christian Dior	Ticaret	Özkaynak Yöntemi	49,0
Christian Louboutin	Ticaret	Özkaynak Yöntemi	30,0

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

5. Benzer Şirketler

Türkiye’de toptan ve perakende moda alanındaki faaliyetleri ile Beymen ile benzeşen Vakko ve Mavi dikkate alınmıştır. Uluslararası olarak, bulunduğu pazarlar itibariyle uluslararası moda perakende firmaları, lüks giyim ve perakende firmalarına ilave olarak, lüks çok katlı mağazacılık faaliyeti gösteren benzer firmalar değerlendirilme analizinde dikkate alınmıştır.

Tablo 13: Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FD (milyon ABD\$)	PD (milyon ABD\$)	Özet Açıklama
Mavi Giyim Sanayi Tic. A.Ş.	Türkiye	627	598	Mavi, 1991 yılında Türkiye’de kurulmuş hem kadın hem de erkeklere yönelik 425’in üstünde mağazası ile faaliyet gösteren uluslararası bir hazır giyim ve aksesuar perakendecisidir.
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San. İşl. A.Ş.	Türkiye	185	167	Vakko 1934 yılında Türkiye’de kurulmuş olan, kendi markaları ve uluslararası markaların hazır giyim, ayakkabı, çanta, kozmetik ve aksesuar perakendeciliğinde 2017 sonu itibariyle 123 mağazası ile faaliyet göstermektedir.
Hennes & Mauritz AB	İsveç	26.977	26.769	Hennes & Mauritz AB ("H&M") kadın, erkek, genç ve çocuk kategorilerinde tasarımlarını perakende alanında faaliyet göstermektedir. Geniş bir ürün segmenti (spor, takı, çanta, kozmetik, aksesuar gibi) bulunduran H&M bir çok Avrupa ülkesi ve ABD’de faaliyet göstermektedir.
Industria de Diseno Textil SA	İspanya	89.367	97.261	Zara markasını da şemsiyesi altında bulunduran Industria de Diseno Textil, S.A. (Inditex) tasarım, üretim ve dağıtım markası olup Avrupa, Amerika, Asya ve Afrika’da faaliyet göstermektedir.
CCC SA	Polonya	3.533	3.397	Polonya’da kurulmuş olup 17 ülkede 900’ün üstünde mono-brand ve multi-brand mağazaları ile faaliyet gösteren, kadın, erkek ve çocuk hazır giyim ve ayakkabı perakendecisidir.
LPP SA	Polonya	4.995	5.086	Polonya’da 1991’de kurulmuş olan 5 adet perakende markası Almanya, Rusya ve ağırlıklı olarak orta ve doğu Avrupa’da 1500’ün üstünde mağaza ile faaliyet gösteren şirkettir.
Burberry Group PLC	İngiltere	10.322	9.452	1856’da kurulmuş lüks segmentinde kıyafet, parfüm ve moda aksesuarları üreticisidir. Dünyada çeşitli ülkelerde perakende mağazaları bulunmaktadır.
PRADA SpA	İtalya	13.072	12.787	1913 yılında İtalya’da kurulmuş olan özellikle deri çanta, seyahat aksesuarları, ayakkabı, hazır giyim ve parfüm alanlarına yoğunlaşarak lüks moda perakendeciliği alanında faaliyet gösteren uluslararası moda markasıdır.
Tod’s SpA	İtalya	2.481	2.491	Tod’s Group olarak da bilinen Tod’s SpA lüks ayakkabı ve çanta üretim ve perakende alanında faaliyet gösteren 1900’lerin başında İtalya’da kurulmuş Tod’s, Hogan, Fay ve Roger Vivier markaları bulunan uluslararası bir şirkettir.
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	Fransa	186.593	176.097	1987 yılında Paris’te kurulmuş olan holding, uluslararası lüks tüketim ürünleri alanında dünyadaki en büyük oyuncuların birisidir. Faaliyet alanı içinde moda perakendeciliği, parfüm, kozmetik, içecek, saat ve mücevher de bulunmaktadır.
HUGO BOSS AG	Almanya	6.627	6.654	Hugo Boss AG, 1924 yılında Almanya’da kurulmuş olan kadın ve erkek hazır giyim ve aksesuar alanında çalışan uluslararası bir lüks moda evidir.
Nordstrom Inc	ABD	9.467	7.911	Nordstrom ABD’de kurulmuş olan çok katlı mağazacılık alanında 100 yıldan uzun süredir faaliyet gösteren bir firmadır. Kurulduğu yıllarda sadece ayakkabı perakendeciliği yapan firma, bugün itibariyle çok sayıda uluslararası markanın (lüks kategori de dahil) ürünlerinin satıldığı ABD ve Kanada’da bulunan mağazalar zincirine sahiptir.

Kaynak: Bloomberg, 18.04.2018

6. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Şirket Yönetimi, Anka tarafından işletilmiş ve 30 Kasım 2017 tarihinde Beymen Mağazacılık A.Ş tarafından devralınmış bir multi-brand mağaza olan Wepublic’i kapatma kararı almıştır. Bu doğrultuda Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile Şirket arasında 13.04.2018 tarihinde fesih protokolü imzalanmıştır. Fesih protokolünde, Wepublic mağazasına ilişkin kira sözleşmesinin 31.12.2018 tarihine kadar feshedilmesi öngörülmüştür.

Bu sebeple, yakın gelecekte kapatılacak olan Wepublic’in performansını içeren geçmiş yıl mali verilerinin, değerlendirilmesinde olduğu gibi kullanılması uygun görülmemiştir. Aşağıdaki tablo, Wepublic etkisinden arındırılmış net satış, brüt kar, esas faaliyet karı/zararı, amortisman ve net kar tutarlarını göstermektedir:

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 14: 2017 Yılı Wepublic Etkisinden Arındırılmış Finansal Bilgiler

Tutar	Wepublic etkisinden		
	2017 Wepublic etkisi	Arındırılmış 2017	
Net satış	1,315.2	-19.1	1,296.1
Brüt Kar	582.3	-14.5	567.8
Net kar	88.1	30.8	118.9
Esas faaliyet karı/zararı, net	138.4	34.8	173.2
Amortisman, itfa gideri	32.7	-2.8	29.9
FAVÖK*	171.1	32.0	203.1

*Esas faaliyet karı/zararı, net tutarına amortismanın ilave edilmesiyle hesaplanmıştır
Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Değerleme çalışmasında Şirket'in esas faaliyet karı/zararı, net tutarının içinde bulunan finansal içerikli gelir ve giderler elimine edilerek hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK çalışması dikkate alınmıştır.

Aşağıdaki tablo, Düzeltilmiş FAVÖK'e hesaplamasını göstermektedir:

Tablo 15: Düzeltilmiş FAVÖK Hesaplaması (2017)

Tutar	2017
Wepublic etkisinden arındırılmış FAVÖK	203,1
Düzeltmeler	4,1
Kur farkı geliri/gideri, net	3,9
Reeskont geliri/gideri, net	0,1
Düzeltilmiş FAVÖK	207,2

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Çarpana esas net satış ve net kar değerlerinin hesaplanmasında 31.12.2017 tarihli itibariyle bir yıllık döneme ait kullanılan verilen aşağıda gösterilmektedir:

Tablo 16: Değerlemede Esas Alınan Wepublic Etkisinden Arındırılmış Finansal Veriler

31 Aralık 2017'de sona eren bir yıllık dönem	Tutar
Net Satış	1.296,1
Düzeltilmiş FAVÖK	207,2
Net kar	118,9
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	202,6

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net finansal borç kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve benzeri değerler, türev araçlardan toplam alacaklar ile grup içi krediden dolayı BOYP'tan olan alacakların düşülmesi ile hesaplanmaktadır.

BOYP yönetim kurulunun, 20 Nisan 2018 tarihinde aldığı ve 20 Nisan 2018 tarihinde KAP'ta açıklanan kararı uyarınca BOYP, Şirket'in halka arzından elde ettiği gelirin bir kısmını, Şirket'e olan net ticari olmayan borçlarının tamamının kapatılması için kullanılacaktır. Şirket ise, BOYP'tan olan alacağının kapatılması vasıtasıyla elde edeceği nakdin tamamını, Kredi Genel Hükümler Sözleşmesi kapsamındaki borcunu kapatmak amacıyla kullanacaktır. Bu sebeple net finansal borç hesabında BOYP'den olan net alacaklar düşülmüştür.

Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 17: 31 Ocak 2017 İtibariyle Net Finansal Borç

TL.m	Net Finansal Borç
Kısa vadeli borçlanmalar	-
Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları	120,9
Uzun vadeli borçlanmalar	290,3
Eksi: Nakit ve benzeri değerler	-163,2
Eksi: Türev araçlar	-16,9
Eksi: Grup içi krediden dolayı BOYP'tan olan net alacaklar	-217,4
Net Finansal Borç	13,7

Kaynak: Şirket

7. Değerleme

7.1 Çarpan Analizi Yöntemi

7.1.1 Firma Değeri ("FD")/Net Satış Çarpanı

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

Tablo 18: Benzer Şirketler FD / Net Satış Çarpanı

Şirket	FD/Net Satış Son 12 ay
Mavi Giyim Sanayi Tic. A.Ş.	1,44
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San. İşl. A.Ş.	1,15
Hennes & Mauritz AB	1,14
Industria de Diseño Textil SA	3,09
CCC SA	3,17
LPP SA	2,68
Burberry Group PLC	2,60
PRADA SpA	3,34
Tod's SpA	2,28
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	3,87
HUGO BOSS AG	2,15
Nordstrom Inc	0,61
Minimum	0,61
Medyan	2,44
Aritmetik Ortalama	2,29
Maksimum	3,87

Kaynak: Bloomberg, 18.04.2018

Beymen ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin FD / Net Satış çarpanlarından hareketle hesaplanan Özsermaye Değeri aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 19: FD / Net Satış Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL.m	Değer Son 12 ay
Net Satış	1.296,1
Benzer Şirketler Medyan FD/Net Satış Çarpanı (x)	2,44
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.162,5
Net Borç (-)	-13,7
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	3.148,8
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-22
Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri	3.146,6

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: İş Yatırım

7.1.2 Firma Değeri ("FD")/FAVÖK Çarpanı

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

Tablo 20: Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı

Şirket	FD/FAVÖK Son 12 ay
Mavi Giyim Sanayi Tic. A.Ş.	10,17
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim San. İşl. A.Ş.	8,23
Hennes & Mauritz AB	8,30
Industria de Diseno Textil SA	14,81
CCC SA	25,23
LPP SA	21,58
Burberry Group PLC	13,33
PRADA SpA	14,93
Tod's SpA	13,72
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	15,74
HUGO BOSS AG	10,36
Nordstrom Inc	5,95
Minimum	5,95
Medyan	13,52
Aritmetik Ortalama	13,53
Maksimum	25,23

Kaynak: Bloomberg, 18.04.2018

Beymen ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin FD / FAVÖK çarpanlarından hareketle hesaplanan Özsermaye Değeri aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 21: FD / FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

FLm	Değer Son 12 ay
FAVÖK	207,2
Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,52
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.801,3
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-13,7
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	2.787,6
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-2,2
Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri	2.785,4

Kaynak: İş Yatırım

7.1.3 Fiyat/Kazanç Çarpanı

Beymen ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için F / K çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 22: Benzer Şirketler F/K Çarpanı

Şirket	F/K Son 12 ay
Mavi Giyim Sanayi Tic. A.Ş.	28,56
Vakkı Tekstil ve Hazır Giyim San. İşl. A.Ş.	17,24
Hennes & Mauritz AB	14,87
Industria de Diseno Textil SA	25,26
CCC SA	45,82
LPP SA	43,45
Burberry Group PLC	26,47
PRADA SpA	35,02
Tod's SpA	31,05
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	30,39
HUGO BOSS AG	25,48
Nordstrom Inc	18,06
Minimum	14,87
Medyan	27,51
Aritmetik Ortalama	28,47
Maksimum	45,82

Kaynak: Bloomberg, 18.04.2018

Beymen ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin F / K çarpanlarından hareketle hesaplanan Özsermaye Değeri aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 23: F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL m	Değer Son 12 ay
Net kar	118,9
Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı (x)	27,51
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	3.270,9
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-2,2
Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri	3.268,7

Kaynak: İş Yatırım

7.2 Defter Değeri Yöntemi

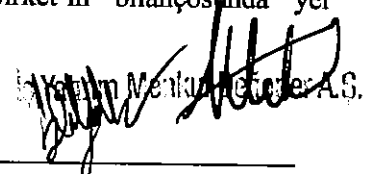
Defter Değeri yöntemi varlık değerini esas alan bir değerlendirme yöntemi olup değerlemesi yapılan şirketi oluşturan varlıkların değerlerinin toplanmasını esas alır.

Defter Değeri, şirketin mali tablolarındaki özkaynakların 1 TL nominal değerli bir paya karşılık gelen değeridir. İşbu sebeple bu raporda kullanılan Defter Değeri yönteminde, Şirket'in duran varlıklarının değerlendirilmesi yapılmaksızın 31.12.2017 tarihli bilanço değerleri üzerinden defter değeri hesaplanmıştır.

Beymen'in 31.12.2017 tarihli bilançosundaki ana ortaklığa ait özkaynaklar 202,6 milyon TL'dir.

7.3 Sonuç

Beymen bünyesinde üretim faaliyeti bulunmayan ve tedarik ettiği ticari ürünleri ağırlıklı olarak perakende ve daha az oranda toptan olarak satan bir şirket olduğundan yüksek seviyede ödenmiş sermaye ihtiyacı yoktur. Şirket'in gelir ve karlılığının ana kaynağı olan Beymen markasının ve uluslararası markalarla yaratmış olduğu işbirliklerinin değeri Şirket'in bilançosunda yer almamaktadır.


İbrahim Menkul Değerler A.Ş.

Rapor kapsamında hesaplanan Defter Değeri, Şirket'in sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate alınmamıştır.

Şirket değeri hesaplamasında Türkiye'den Mavi ve Vakko'ya ilave olarak uluslararası halka açık benzer şirketlerin son 12 aylık Net Satış, FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanları, eşit olarak ağırlıklandırılarak esas alınmıştır.

Net Satış çarpanı, Şirket'in geçmiş büyüme hızı dikkate alınarak, lüks giyim ve ayakkabı sektöründe pazar lideri olması etkisini, Şirket'in pazar payını; ve, hem kendi markalarıyla hem de uluslararası markalarla bulunduğu tüm satış kanallarında (özellikle multi-brand, mono-brand, Beymen Club ve e-ticaret) 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 değerlemesinde dikkate alınması gereken diğer bir değerlendirme yöntemi olduğu düşünülmektedir.

F/K çarpanı ise Şirket'in geçmişte yaratmış olduğu net kar ve nakit akımları ve gelecekte temettül ödeyebilme kabiliyetini yansıttığı için dikkate alınması gereken bir diğer değerlendirme yöntemidir.

Çalışmada görüleceği üzere, değerlemede sadece 2017 yıl sonu finansal verileri durdurulması kararlaştırılan faaliyetlerin etkilerinden arındırılarak kullanılmış olup, bu raporda yer alan "Büyümeyi Desteklemesi Gereken Unsurlar" ve yukarıda mevcut duruma ilişkin sonuçlar neticesinde oluşması muhtemel 2018 yılı ile sonrasına ilişkin hiçbir olumlu beklenti herhangi bir şekilde fiyat aralığına yansıtılmamıştır.

Net satış çarpanı, FAVÖK çarpanı ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan Şirket özsermaye değerinin birbirini desteklediği görülmektedir.

Son 12 aylık FD / Net Satış çarpanının medyanına göre Şirket'in özsermaye değeri 3.146,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanının medyanına göre Şirket'in özsermaye değeri 2.785,4 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Son 12 aylık F/K çarpanının medyanına göre Şirket'in özsermaye değeri 3.268,7 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 24: Birim Pay Değeri Hesabı

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD / Net Satış (TLm)	33.33%	3,146.6
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD / FAVÖK (TLm)	33.33%	2,785.4
Seçilmiş Benzer Şirketler - F/K (TLm)	33.33%	3,268.7
Defter Değeri Yöntemi (TLm)	0.00%	202.6
Ortalama Özsermaye Değeri (TLm)		3,066.9
Hisse Adedi		156,225,000
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)		19.63

Kaynak: İş Yatırım

Hesaplamaya göre iskonto öncesi Beymen birim pay fiyatı 19,63 TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise 12,80 TL – 15,36 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %34,8 ve %21,8 olarak hesaplanmaktadır.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.