

#### ‘MAVİ Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

*İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır.* Rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Mavi” ve/veya “Şirket”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

#### **A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:**

##### **1. Şirket Hakkında:**

Sait Akarlılar, 1991 yılında “Mavi” markasını oluşturmuş ve 1994 yılında Şirket’i kurmuştur. Şirket, kadın ve erkekler için jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmak amacıyla kurulmuş ve faaliyete geçtiği ilk günden bu yana, en büyük hedefi müşterisine yüksek kalitede ve Perfect Fit’e sahip ürünler sunmak olmuştur. Şirket’in kökleri, kurucusu Sait Akarlılar’ın 1971 yılında kurduğu hazır giyim ve konfeksiyon üretim şirketine dayanmaktadır. Şirket geçmişinde dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştirmiş ve bu sayede jean üretimi konusunda önemli bir tecrübe kazanmıştır. 1993 yılında İstanbul’un önde gelen bir alışveriş merkezinde ilk monobrand mağaza açılarak perakende faaliyetleri başlamıştır. 2000’li yılların başlarında Vancouver, New York, Berlin ve Frankfurt’ta perakende imaj (flagship) mağazaları açıldı. 2008 yılında Turkish Private Equity Fund II, Mavi’ye yatırım yaparak ortak olmuştur. Bu işlemten sonra Akarlılar ailesi üyeleri, Şirket’in sermayesinin %46’sının dolaylı sahibi olurken, Turkish Private Equity Fund II şirket sermayesinin %54’üne dolaylı olarak sahip olmuştur. 2011 yılında Rusya’da bir bağlı ortaklık kurulmuş ve 2013 yılına gelindiğinde ise “www.mavi.com” e-ticaret internet sitesi faaliyetlerine başlamıştır.

##### **2. Şirket’in Faaliyet Konusu ve Operasyonları Hakkında:**

##### **Ürünler**

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

Şirket perakende kanalında daha fazla ağırlık vererek çeşitli kategorilerde büyüyüp yalnızca bir jean firması olmaktan çıkmıştır. 31 Ocak 2017 itibariyle sona eren mali yılda yurtiçinde işlettiği monobrand mağazalarının satış gelirlerinin %56’sını lifetysle ve %44’ünü jean pantolon kategorisi oluşturmuştur.

| Ürün Grubu Gelir Dağılımı (2017,2016,2015)        |              |              |              |
|---------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Net Satış %                                       | 2017         | 2016         | 2015         |
| Jean Pantolonlar                                  | 48,8         | 47,2         | 47,1         |
| Tişört                                            | 15,4         | 16,3         | 15,1         |
| Gömlek                                            | 11,7         | 12,6         | 13,8         |
| Mont/Ceket                                        | 8,8          | 7,8          | 6,9          |
| Aksesuarlar                                       | 5,1          | 5,1          | 4,6          |
| Kazak/Süveter                                     | 5,0          | 5,0          | 5,3          |
| Lifestyle Pantolon                                | 4,3          | 5,1          | 5,9          |
| Etek/elbise                                       | 0,9          | 0,9          | 1,4          |
| <b>Toplam</b>                                     | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |
| Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu |              |              |              |

## Satış Kanalları

Şirket satışlarını üç kanal vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.

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

**Perakende satışlar**, şirket tarafından işletilen ve monobrand Mavi marazalarında gerçekleştirilen satışları temsil etmektedir. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda Şirket'in Türkiye'de 261, Almanya'da 9, Rusya'da 8, Kanada'da 4 ve ABD'de 1 adet mağazası mevcuttur.

**Toptan satışlar**, nihai tüketiciye satış yapan katlı mağaza zincirleri, corner mağazalar ve diğer mağazalar ile üçüncü kişilere ait e-ticaret satış kanallarına ve franchise alanlar tarafından işletilen monobrand mağazaları da kapsayan üçüncü kişi perakendecilere yapılan satışları ifade etmektedir.

**E-ticaret**, Şirket'in, kendisine ait olan [www.mavi.com](http://www.mavi.com) adresinde yer alan internet sitesi üzerinden tüketicilere yaptığı doğrudan satışları ifade etmektedir.

| Satış Kanalı Gelir Dağılımı (2015,2016,2017) |              |                  |                |                  |                |                  |
|----------------------------------------------|--------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|
|                                              | 2015         |                  | 2016           |                  | 2017           |                  |
|                                              | Milyon TL    | Gelire Oranı (%) | Milyon TL      | Gelire Oranı (%) | Milyon TL      | Gelire Oranı (%) |
| Perakende                                    | 573,2        | 64,0             | 729,4          | 69,3             | 890,5          | 68,1             |
| Toptan satış                                 | 310,5        | 34,7             | 309,2          | 29,4             | 395,6          | 30,2             |
| E-Ticaret                                    | 11,3         | 1,3              | 14,2           | 1,3              | 21,8           | 1,7              |
| <b>Toplam</b>                                | <b>895,1</b> | <b>100,0</b>     | <b>1.052,8</b> | <b>100,0</b>     | <b>1.307,9</b> | <b>100,0</b>     |

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu

\*Amerika ve Kanada 1 Eylül 2016 itibarıyla Şirket'in konsolide gelirine katkı sağlamıştır.

### 3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Halka arz, ortak satışı şeklinde gerçekleştirileceğinden, Şirket'e halka arzdan nakit girişi olmayacaktır. Halka arz oranı %47,83 (ek satış dahil: %55).

Ortak satışı 27.749.000 TL nominal değerli paylar (çıkarılmış sermayenin %47,83'ü), ek satış 3.652.350 TL nominal değerli paylar (%15 ek satış hakkı).

### **B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:**

Mavi'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde yer alan değerleme yöntemleri fiyat tespit raporunda açık ve net ifade edilmiştir. Kullanılan yöntemler, çarpan analizi ve varlık esaslı bir değerleme yöntemi olan defter değeri yöntemleridir.

Defter değeri yönteminin Şirket'in sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olarak bulunmadığı için dikkate alınmamıştır.

### **C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:**

#### **Yurtiçi ve Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları Yöntemine Göre Firma Değeri**

Değerleme çalışmasında Mavi'nin 2018 yılı tahmini verileri ışığında Firma Değeri/Net Satış (FD/Satış) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır.

Çarpana esas FAVÖK ve Net Satış değerlerinin hesaplanmasında 31/01/2018 tarihli itibariyle bir yıllık döneme ait tahmini finansal veriler kullanılmıştır.

| <b>31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem 2018 (milyon TL)</b> |         |
|-----------------------------------------------------------|---------|
| Net Satış                                                 | 1.637,4 |
| FAVÖK                                                     | 225,0   |
| <i>Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu</i>  |         |

Net finansal borç, şirketin kısa ve uzun vadeli mali borçları ve ilişkili taraflara diğer borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır.

| <b>31 Ocak 2017 İtibariyle Net finansal Borç (milyon TL)</b> |              |
|--------------------------------------------------------------|--------------|
| Kısa vadeli borçlanmalar                                     | 151,7        |
| Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları                  | 79,1         |
| Uzun vadeli borçlanmalar                                     | 105,2        |
| İlişkili taraflara diğer borçlar                             | 43,5         |
| Nakit ve benzeri değerler                                    | -158,1       |
| <b>Net Finansal Borç</b>                                     | <b>221,5</b> |
| <i>Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu</i>     |              |

Türkiye'de Mavi ile benzer faaliyetleri olan toptan ve perakende moda alanında faaliyet gösteren günlük giyim odaklı halka açık şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle yurtiçi benzer olarak operasyonel anlamda perakende kısmında benzerlik gösteren süpermarket zinciri BİM değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır. Uluslararası benzer şirketler olarak ise faaliyetleri benzeşen Zara, H&M, Uniqlo gibi markaların ait olduğu şirketler dikkate alınmıştır.

Mavi Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmalarının zeti aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

| <b>şirket</b>                                            | <b>FD/Net Satış</b> | <b>FD/FAVÖK</b> |
|----------------------------------------------------------|---------------------|-----------------|
|                                                          | 1-tahmin yılı       | 1-tahmin yılı   |
| Bim Birleşik Mağazalar                                   | 0,8                 | 15,5            |
| Hennes & Mauritz AB                                      | 1,8                 | 10,8            |
| Industria De Diseno Textil SA                            | 4,8                 | 21,8            |
| Burberry Group Plc                                       | 2,5                 | 11,9            |
| OVS SpA                                                  | 1,4                 | 9,8             |
| Fast Retailing Co. Ltd                                   | 2,0                 | 17,3            |
| Mr Price Group Ltd                                       | 2,1                 | 11,8            |
| Lojas Renner SA                                          | 2,9                 | 14,1            |
| LLP SA                                                   | 1,8                 | 15,6            |
| <b>Minimum</b>                                           | <b>0,8</b>          | <b>9,8</b>      |
| <b>Medyan</b>                                            | <b>2,0</b>          | <b>14,1</b>     |
| <b>Aritmetik Ortalama</b>                                | <b>2,2</b>          | <b>14,3</b>     |
| <b>Maksimum</b>                                          | <b>4,8</b>          | <b>21,8</b>     |
| <i>Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu</i> |                     |                 |

|                                                                                           | <b>FD/Net Satış</b> |                                                                                           | <b>FD/FAVK</b> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|                                                                                           | 1-tahmin yılı       |                                                                                           | 1-tahmin yılı   |
| <b>Net Satış</b>                                                                          | <b>1.637,4</b>      | <b>FAVÖK</b>                                                                              | <b>225,0</b>    |
| Benzer şirketler Medyan FD/Net Satış arpanı (x)                                          | 2,0                 | Benzer şirketler Medyan FD/Net Satış arpanı (x)                                          | 14,1            |
| <b>Benzer şirketler arpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>                            | <b>3.302,1</b>      | <b>Benzer şirketler arpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>                            | <b>3.173,4</b>  |
| Net Borç (Gereksen) (-)                                                                  | -221,5              | Net Borç (Gerçekleşen) (-)                                                                | -221,5          |
| <b>Benzer şirketler arpanına Göre zsermaye değeri (kontrol edilmeyen paylar öncesi)</b> | <b>3.080,6</b>      | <b>Benzer şirketler arpanına Göre zsermaye değeri (kontrol edilmeyen paylar öncesi)</b> | <b>2.952,0</b>  |
| Kontrol edilmeyen paylar                                                                  | -8,2                | Kontrol edilmeyen paylar (-)                                                              | -8,2            |
| <b>Kontrol gücü olmayan paylar sonrası zsermaye değeri</b>                               | <b>3.072,4</b>      | <b>Kontrol edilmeyen paylar sonrası zsermaye değeri</b>                                  | <b>2.943,7</b>  |
| <i>Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu</i>                                  |                     |                                                                                           |                 |

| <b>Değer Tespit Yöntemi</b>                              | <b>Ağırlık</b> | <b>zsermaye Değeri</b> |
|----------------------------------------------------------|----------------|-------------------------|
| Seçilmiş benzer şirketler – FD/Net Satış (milyon TL)     | 50%            | 3.072,4                 |
| Seçilmiş benzer şirketler – FD/ FAVÖK (milyon TL)        | 50%            | 2.943,7                 |
| Defter Değeri Yöntemi (milyon TL)                        | 0%             | 140,5                   |
| <b>Ortalama zsermaye Değeri (milyon TL)</b>             |                | <b>3.008,1</b>          |
| <b>Hisse Adedi (milyon)</b>                              |                | <b>49,657</b>           |
| <b>Ortalama Hisse fiyatı (TL)</b>                        |                | <b>60,6</b>             |
| <i>Kaynak: İş Yatırım Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu</i> |                |                         |

## **SONUÇ:**

Piyasa Çarpanları Yönteminden çıkan değerlerin eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu pay başına değer **60,6 TL** olarak hesaplanmaktadır. Şirket halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL – 51,6 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %29,0 ve %14,8 olarak tespit edilmiştir.

Mavi için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte;

- Mavi hızlı büyüyen bir şirket olduğundan, İndirgenmiş Nakit Akım (İNA) yönetiminin de halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılabileceğini düşünüyoruz.
- Türkiye’de benzer şirketler seçilirken gıda perakendesinde indirimli segmentte faaliyet gösteren BİM’in iş modelinin Mavi’ye göre daha basit olması dikkate alındığında faaliyetlerinin benzeşmediğini düşünüyoruz.
- Değerlemede fiyat tespit edilirken 31 Ocak’ta sona eren yıllık dönem 2018 net satış ve FAVÖK tahminleri olan sırasıyla 1.637,4 milyon (yıllık +%25 büyüme) ve 225 milyon (yıllık +%32 büyüme) tahminlerinin önceki yıllarda yakalanan büyümelere bakılarak makul olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanı yönetiminde kullanılan FD/Net Satış ve FD/FAVÖK çarpanlarına fiyat tespit raporunda %50 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, halka arz fiyat aralığının makul olduğu görüşündeyiz.

# **AKYatırım**

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım’ın ve Akbank’ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2017