

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Mavi Giyim San.ve Tic. A.Ş fiyat tespit değerlendirme raporumuz 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde yer alan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında belirtilen;

A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar

7) Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

8) Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlara ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

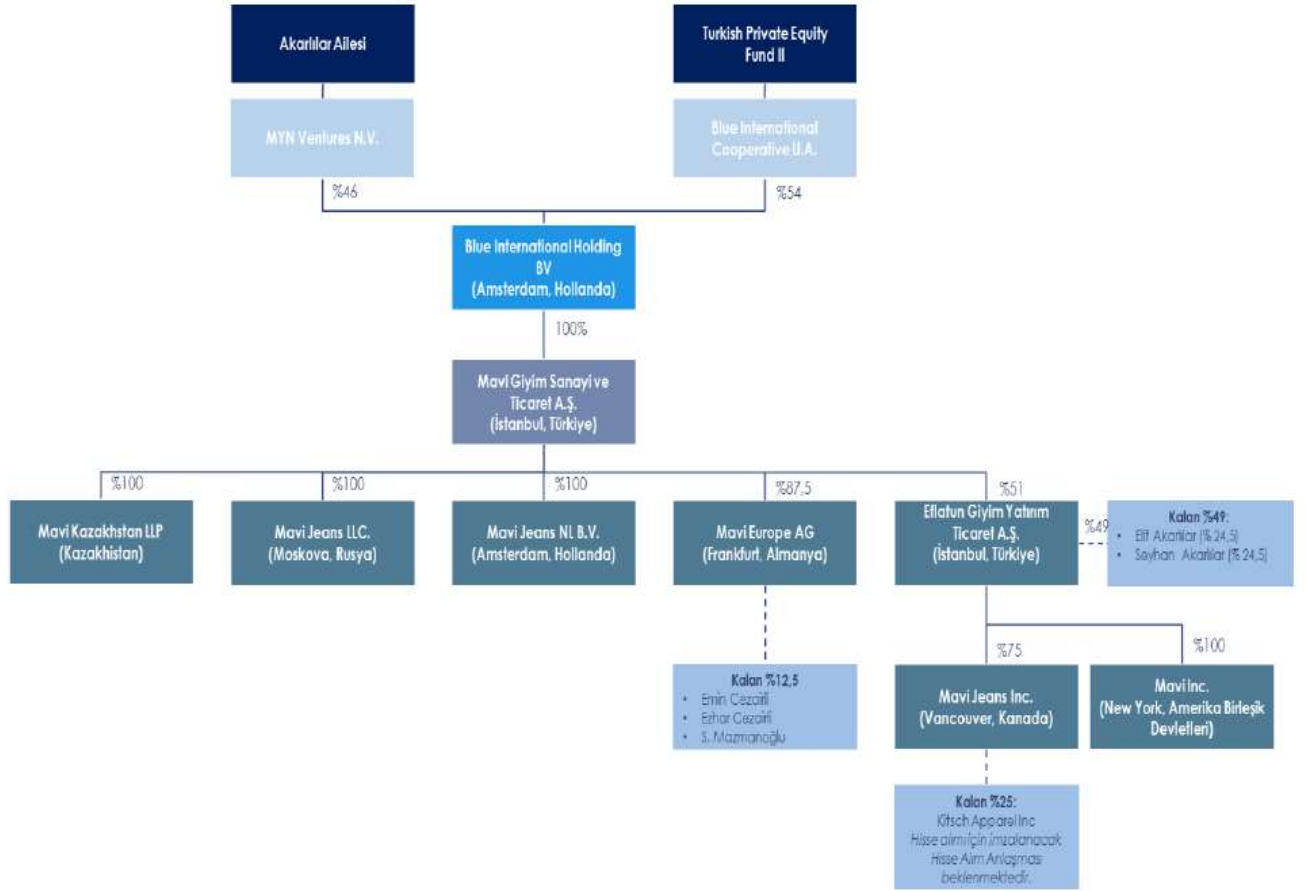
maddeleri kapsamında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanmış ve yayınlanmıştır.

Halka Arz Özet Bilgiler

İhraççı	Mavi Giyim Sanayi VE Ticaret A.Ş
Halka Arz Yöntemi	Fiyat aralığı ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	Konsorsiyum Üyeleri "En İyi Gayret Aracılığı" yoluyla satışa aracılık edecektir.
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Satan Ortak	Blue International Holding B.V
Halka Arz Büyüklüğü	Çıkarılmış Sermaye : 49.657.000 TL Ortak Satış ; 23.749.000 TRL nominal değerli pay (Çıkarılmış sermayenin %47,83'ü) Ek Satış : 3.562.350 TL Nominal Değerli Pay (%15 ek satış)
Halka Açıklık Oranı	%47,83 (ek satış olması durumunda %55)
Tahsis Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar %70 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar %20 Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar %10
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortaklar için 180 gün
Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Blue International Holding B.V'nin portföyünden halka arz edilecek paylardan toplam 3.562.350 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilcek hasılat
Halka Arz Fiyat Aralığı	43,0 - 51,6 TL

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Şirket'in tek ortağı bulunmaktadır. Bu ortak, Şirket'in tüm paylarına tekabül eden toplam 49.657.000,00 TL nominal değerli 49.657.000 adet paya sahip olan Blue International'dır.



Blue International, halka arzdan 1.021,2 milyon TL ile 1.225,4 milyon TL (ek satış dâhil 1.174,4 milyon TL ile 1.409,3 milyon TL) aralığında gelir elde edecektir. Halka arz sadece ortak satışı yoluyla yapılacaktır. Şirket halka arz yoluyla herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Tahmini halka arz masraflarının çıkarılması ile hesaplanacak net halka arz gelirinin 1.005,6 milyon TL ile 1.391,8 milyon TL aralığında olması beklenmektedir.

Ticaret Unvanı	Kurulduğu Ülke ve Merkezi	Faaliyet Konusu	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Halka	Sermaye Tutarı	Sermaye Taahhüdü (TL)	Yedekleri (TL)	Net Dönem Karı/Zararı (TL)
Общество с ограниченной ответственностью «Мави Джинс» "Mavi Limited Liability Company"	Rusya	Hazır Giyim	%100 - %100	350.000 Rus Rublesi	-	-	1.697.857
Mavi Jeans NL B.V.	Hollanda	Hazır Giyim	%100 - %100	18.000 Avro	-	-	213.498
Mavi Europe AG	Almanya	Hazır Giyim	%87,5 - %87,5	1.534.000 Avro	-	-	3.219.968
Eflatun Giyim Yatırım Ticaret A.Ş.	Türkiye	Hazır Giyim	%51 - %51	11.105.025 TL	-	-	21.469
Mavi Jeans Inc.	Kanada	Hazır Giyim	(Dolaylı) %38,25 - %38,25	1.800.000 Kanada Doları	-	-	452.120
Mavi Jeans, Inc.	Amerika Birleşik Devletleri	Hazır Giyim	(Dolaylı) %51 - %51	2.500.000 ABD Doları	-	-	4.552.699
Mavi Kazakhstan LLP	Kazakistan	Hazır Giyim	%100 - %100	239.215.943 Tenge	-	-	(482.151)

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Şirket, Jean ve ürünlerine ilişkin lifestyle giyim tarzında ürün geliştiren ve satışa sunan, başından beri İstanbul merkezli bir toptan ve perakende moda firmasıdır.

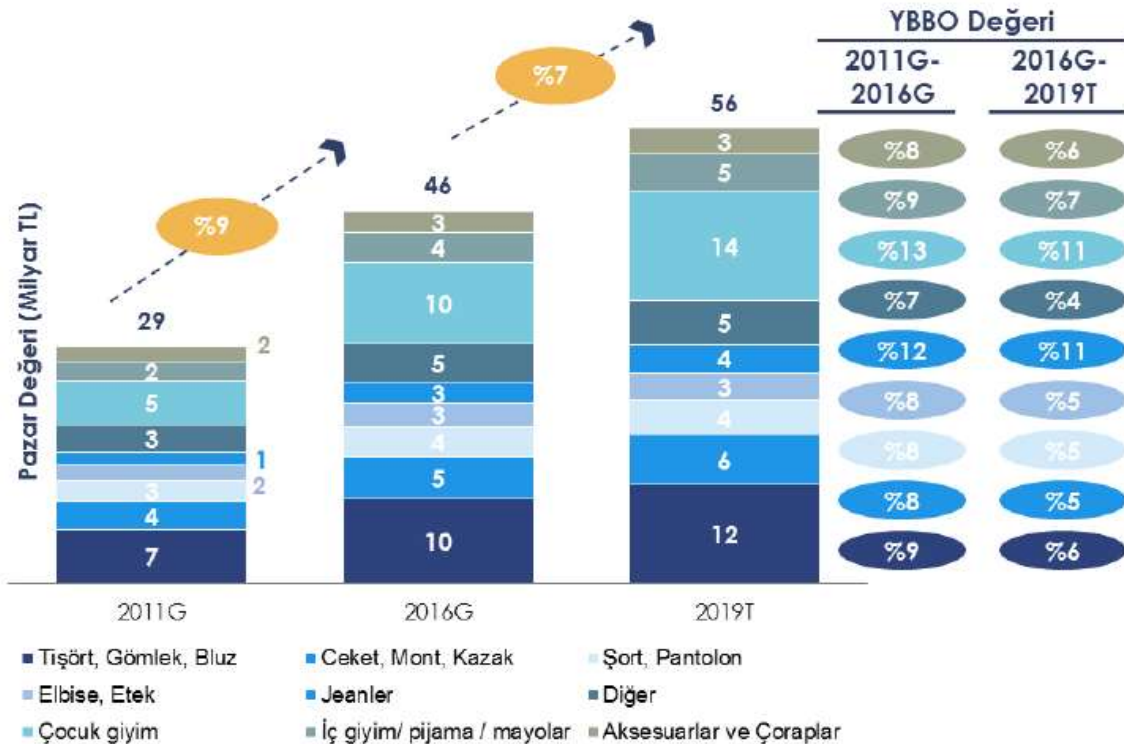
Rekabet açısından ele alındığında, Türkiye hazır giyim pazarı yerel ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır. Yurt içindeki jean ve jean odaklı moda pazarındaki başlıca rakipler LC Waikiki, Koton, De Facto ve Colin's gibi Türk markaları ile uluslararası bir marka olan Levi's'tir. Yurt içindeki ilk on hazır giyim markası Türk ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır ve Şirket, "üst" segmentteki tek yerli markadır.

Euromonitor'a14 göre, en büyük beş oyuncu 2016 yılında pazarın yaklaşık %30'unu teşkil etmiştir; Mavi üst pazar segmentinde yer alan tek yerli markadır. Söz konusu yılda pazarda katlı mağazalar hariç tutulduğunda en büyük beşinci hazır giyim firmasıdır

Şirket, 2015 Fortune 500 sonuçlarına16 göre, Türkiye'nin en büyük 152. şirkettir ve ayrıca, Ekonomist Franchising 100 Araştırması'na17 göre, 2016 yılında Türkiye'nin beşinci büyük franchise vereni konumundadır.

Euromonitor'a11 göre, Türkiye giyim pazarı büyüklüğü 2016 yılında yaklaşık 46 milyar TL'dir. Yetişkinlere yönelik dış giyim bu miktarın 30 milyar TL'ye tekabül ederken, diğer hazır giyim ürünleri (çocuk kıyafetleri, iç çamaşırlar, pijamalar, mayolar ve diğer hazır giyim parçaları, aksesuar ve çoraplar da dâhil olmak üzere) 16 milyar TL'ye tekabül etmiştir. 2011-2016 arasında %9'luk YBBO ile büyümüş olan toplam pazarın, 2016-2019 yılları arasında %7'lik YBBO kaydederek 2019 yılında 56 milyar TL'ye erişmesi beklenmektedir. Özellikle fiyatın, hacim büyümesini geride bırakarak ana büyüme faktörünü oluşturması beklenmektedir.

Türkiye'deki Giyim ve Bağlantılı Ürün Pazarlarının Gelişimi (2011 (gerçekleşen) - 2019 (tahmini), milyar TL)



MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Şirket'in ana pazarı Türkiye olup, Şirket faaliyetlerinin büyük bir kısmını yurt içinde yürütmektedir. Şirket yurt içinde ve yurt dışında hazır giyim sektöründe faaliyet göstermekte ve Şirket ürünleri toplamda 35 ülkede satılmaktadır.

	31 Ocak								
	2015			2016			2017		
	Monobrand mağaza	Franchise monobrand mağaza	Toplam	Monobrand mağaza	Franchise monobrand mağaza	Toplam	Monobrand mağaza	Franchise monobrand mağaza	Toplam
Türkiye	209	75	284	236	75	311	261	70	331
Avrupa	11	-	11	10	-	10	9	-	9
Amerika	-	-	-	-	-	-	1	-	1
Kanada	-	-	-	-	-	-	4	-	4
Rusya	6	26	32	8	25	33	8	19	27
Diğer Ülkeler	-	17	17	-	16	16	-	20	20
Toplam	226	118	344	254	116	370	283	109	392

31 Ocak 2017'de sona eren mali yıl itibariyle, yurtiçinde 261 adet monobrand mağazacı işletirken, franchise alanlar ise 70 adet monobrand mağaza işletmekte, ürünleri ayrıca 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır . 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali dönem itibariyle 61 adet monobrand mağaza ve çok markalı 4.644 satış noktasından oluşan bir ağı ile yurtdışında 34 ülkede faaliyet göstermektedir. Aşağıdaki tabloda şirketin çocuk hariç, önemli ürün kategorilerine ilişkin yurtiçindeki monobrand mağazalar aracılığı ile elde ettiği gelirleri ve bu gelirlerin yurtiçi perakende gelirlerine oranını göstermektedir.

	2015		2016		2017		YBBO %
	Bin TL	Gelire Oranı %	Bin TL	Gelire Oranı %	Bin TL	Gelire Oranı %	
Jean Pantolonlar	234.289	42,8	306.137	45,9	374.928	43,9	26,4
T-shirt	90.509	16,6	122.807	17,6	143.965	16,9	26,1
Gömlek	83.840	15,3	95.181	13,6	111.122	13	15,1
Mont/ceket	37.637	6,9	52.164	7,5	77.813	9,1	43,9
Aksesuar/ayakkabı	31.806	5,8	44.532	6,4	55.684	6,5	32,3
Kazak/Süveter	29.417	5,4	36.361	5,2	44.234	5,2	22,6
Lifestyle Pantolon	32.507	5,9	34.005	4,9	36.900	4,3	6,5
Etek/Elbise	6.852	1,3	6.537	0,9	8.827	1	13,5
Lifestyle Ürünleri Toplam	478.545	56,1	391.587	45,9	312.567	36,7	23,7
Toplam	546.856	100	697.724	100	852.573	100	24,9

Aşağıda yer alan tablo, anılan dönemler açısından Şirket'in her bir satış kanalı vasıtasıyla elde ettiği gelir miktarını coğrafi pazar bazında göstermektedir

	31 Ocak itibarıyla sona eren mali yıl											
	2015 (Bin TL)				2016 (Bin TL)				2017 (Bin TL)			
	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam
Türkiye	550.658	191.886	9.737	752.281	703.642	209.703	12.359	925.705	856.736	248.676	15.770	1.121.183
Avrupa	16.026	83.847	1.605	101.478	16.834	77.590	1.823	96.247	17.232	80.476	2.425	100.133
Amerika	-	-	-	-	-	-	-	-	2.878	31.883	2.816	37.577
Kanada	-	-	-	-	-	-	-	-	2.608	13.827	838	17.273
Rusya	6.389	19.859	-	26.249	8.917	10.483	-	19.401	11.015	8.728	-	19.742
Diğer Ülkeler	139	14.925	-	15.064	-	11.455	-	11.455	-	12.025	-	12.025
Toplam	573.212	310.517	11.341	895.071	729.394	309.231	14.182	1.052.807	890.469	395.615	21.849	1.307.934

1) Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada, 1 Eylül 2016 itibarıyla Şirket'in konsolide gelirine katkı sağlamıştır.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

	2015	2016	2017
VARLIKLAR (Bin TL)			
Dönen Varlıklar	371.819	411.944	625.380
Nakit ve Nakit Benzeri	92.176	111.374	158.056
Ticari Alacaklar	78.145	74.660	109.381
Diğer Alacaklar	14.129	13.116	21.491
Türev Alacaklar	334	2.943	7.336
Stoklar	154.724	177.346	287.844
Peşin Ödenmiş Giderler	16.021	15.655	20.388
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	6.378	3.873	5.286
Diğer Dönen Varlıklar	9.642	12.976	15.597
Duran Varlıklar	123.581	139.524	268.589
Diğer Alacaklar	1.249	1.342	2.013
Maddi Duran Varlıklar	100.218	114.808	136.579
Maddi olmayan duran varlıklar	17.185	18.090	123.182
Peşin ödenmiş giderler	478	248	68
Ertelenmiş vergi varlığı	4.452	5.036	6.746
Toplam Varlıklar	495.400	551.468	893.969
YÜKÜMLÜLÜKLER (Bin TL)			
KVB	380.171	402.263	631.594
Kısa Vadeli Borçlanmalar	103.860	76.767	15.687
Uzun vadeli Borçlanmaların kısa vadeli kısmı	42.741	70.155	79.128
Ticari Borçlar	199.977	213.723	209.516
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	12.335	15.025	14.849
Diğer Borçlar	4.385	3.404	53.850
Ertelenmiş gelirler	8.734	10.738	11.985
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.252	6.882	10.630
Dönem Vergi yükümlülüğü	2.276	283	203
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.610	5.288	9.746
Uzun vadeli Yükümlülükler	53.580	53.579	121.876
Uzun vadeli Borçlanmalar	44.556	42.475	105.209
Ertelenmiş Gelirler	-	-	119
uzun vadeli karşılıklar	1.949	2.977	3.151
Diğer Borçlar	6.849	8.073	-
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	226	54	13.398
Toplam Yükümlülükler	433.751	455.843	753.470
Toplam Özkaynaklar	61.649	95.625	140.499
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	495.400	551.468	893.969

Nakit ve nakit benzerleri, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 92,2 milyon TL, 111,4 milyon TL ve 158,1 milyon TL tutarındadır. 2017 yılındaki artış esas olarak, vadeli mevduatlardaki artışın ve Şirket'in bir önceki yıla oranla perakende satışlarındaki büyümeye bağlı olarak artan kredi kartı alacaklarının bir sonucudur.

**MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
GÖRÜŞ**

Stoklar, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 154,7 milyon TL, 177,3 milyon TL ve 287,8 milyon TL tutarındadır. 2016 mali yılındaki artış esas olarak ilk defa konsolide edilen Mavi Amerika ve Mavi Kanada stoklarından ve 31 Ocak 2017 öncesinde gelen yeni sezon stoklarından kaynaklanmaktadır. 2015 mali yılındaki artış ise şirket faaliyetlerindeki büyümenin doğal bir sonucudur.

Peşin ödenmiş giderler, 31 Ocak 2015 tarihinde sona eren mali yılda 16,0 milyon TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 15,7 milyon TL'ye düşmüştür. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda ise 20,4 milyon TL'ye yükselmiştir. 2016 mali yılındaki artış temel olarak, Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın ilk kez konsolide edilmesinin etkisinden ve peşin ödenen pazarlama ve reklam giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Maddi duran varlıklar, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 100,2 milyon TL, 114,8 milyon TL ve 136,6 milyon TL tutarındadır. 2015 ve 2016 mali yıllarında artış esas olarak mağaza yatırımları için kullanılan demirbaş ve özel maliyetlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri esas olarak kısa vadeli ve ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Kısa vadeli borçlar, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 103,9 milyon TL, 76,8 milyon TL ve 151,7 milyon TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ise aynı dönemler itibarıyla sırasıyla 42,7 milyon TL, 70,2 milyon TL ve 79,1 milyon TL tutarındadır.

Söz konusu iki bilanço kalemi birlikte düşünüldüğünde 31 Ocak 2016 tarihinde bir önceki yıla göre önemli bir değişiklik olmazken, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda bir önceki yıla göre artışın 71,6 milyon TL'lik bölümü Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın ilk kez konsolide edilmesinin etkisinden kaynaklanmaktadır.

Ticari borçlar, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 200,0 milyon TL, 213,7 milyon TL ve 299,5 milyon TL tutarındadır. 2016 mali yılında, stoklardaki artışa paralel olarak ticari borçlarda da artış görülmektedir. Buna ek olarak, Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın ilk kez konsolide edilmesinin de ticari borçlardaki artışa etkisi olmuştur

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri esas olarak uzun vadeli borçlanmalar, uzun vadeli karşılıklar, diğer borçlar ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Uzun vadeli borçlanmalar, 31 Ocak 2015, 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda sırasıyla 44,6 milyon TL, 42,5 milyon TL ve 105,2 milyon TL tutarındadır. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yıldaki artış, aynı dönemde nakit ve nakit benzerlerindeki artışla paraleldir. Bununla birlikte Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın ilk kez konsolide edilmesinin etkisi 11,4 milyon TL olmuştur.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

KAR /ZARAR (Bin TL)	2015	2016	2017
Gelir	895.071	1.052.807	1.307.934
SMM	-460.226	-528.395	-640.915
Brüt Kar	434.845	524.412	667.019
Genel Yönetim Gideri (-)	-47.657	-55.615	-76.670
Pazarlama Gideri (-)	-294.614	-357.951	-448.336
Araştırma ve geliştirme gideri (-)	-14.555	-15.662	-18.657
Esas Faaliyetlerden diğer gelirler	1.198	4.705	6.145
Esas Faaliyetlerden diğer giderler (-)	-22.101	-2.869	-911
Esas Faaliyet Karı	57.115	97.020	128.590
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	73	63	104
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-3.118	-4.530	-747
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	54.070	92.553	127.947
Finansman gelirleri	7.518	9.175	13.362
Finansman giderleri (-)	-32.834	-55.669	-72.848
Finansman giderleri , net	-25.316	-46.493	-59.486
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	28.754	46.060	67.460
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	-9.869	12.607	-16.647
Sürdürülen faaliyetler dönem karı	18.885	33.453	51.813
Dönem karı	18.885	33.453	51.813

Şirketin gelirleri, ürün iadeleri, satış indirimleri, sadakat programı indirim hakları düşüldükten sonra ortaya çıkan gelir olarak gösterilmektedir. Şirket gelirinin neredeyse tamamını, ürün satışından elde etmektedir. Nispeten az oranda da olsa, şirket Avustralya'daki lisans alan tarafından ödenen ve hizmet satışı olarak kayda geçirilen lisans ücreti ve diğer ikincil kaynaklardan da gelir elde etmektedir.

31 ocak 2017 ile sona eren mali yılda, 1.307,9 mn TL konsolide gelir, 170,2 mn TL uyarlanmış FAVÖK ve 51,8 mn TL kar elde etmiştir. 31 Ocak 2015 ile 31 Ocak 2017 tarihleri arasında şirketin gelir, kar ve uyarlanmış FAVÖK'ü sırasıyla %20,9, %65,6 ve %28,4 seviyesindedir.

Şirketin brüt karı, 31 Ocak 2015 tarihinde 434,8 mn TL iken, 2016 yılında 524,4 mn TL'ye ve 31 Ocak 2017'de biten mali yılda 667,0 mn TL'ye yükselmiştir. Bu artış şirketin gelirlerindeki ve brüt kar marjındaki artışın bir sonucudur.

Şirketin döviz cinsinden finansman borcu bulunmaktadır. 31 Ocak 2017 itibariyle, Şirketin konsolide finansman borcunun %48,6'sı TL borçlardan oluşmaktadır. Şirketin tedarik etmiş olduğu ürünlerin, konsolide bazda %20'si yurtdışında mukim tedarikçilerden döviz cinsinden ödeme karşılığı tedarik edilmiştir.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Şirket'in esas faaliyet karı, 31 Ocak 2015 tarihinde sona eren mali yılda 57,1 milyon TL'den, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 97,0 milyon TL'ye ve 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda ise 128,6 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in finansman gelirleri, faiz geliri ve vadeli işlem (forward) kontratlarından elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Şirket'in finansman giderleri, kur farkı giderleri, kredi kartı komisyon giderleri, ithalat finansmanı giderleri, finansal borçlara ilişkin ilave faiz giderlerinden ve TFRS uyarlamalarına göre ürün alımları ile ilişkilendirilen faiz giderlerinden oluşmaktadır.

31 Ocak 2015 tarihinde sona eren mali yılda 7,5 milyon TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda esasen vadeli işlem kontratlarının makul değer bedellerindeki değişiklikler sebebiyle 9,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu kapsamda elde edilen gelir 8,8 milyon TL tutarında iken, bir önceki yılda elde edilmiş 5,8 milyon TL tutarındaki kur farkı gelirinin 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda gerçekleşmemiş olması, gelir etkisini azaltıcı yönde etkide bulunmuştur.

Şirket'in finansman gelirleri, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 9,2 milyon TL iken, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda 13,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış esas olarak, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 8,8 milyon TL değerindeki vadeli işlem kontratları değerinin 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılın sonunda 12,7 milyon TL olarak gerçekleşmiş olmasının bir sonucudur.

Şirket'in finansman giderleri, 31 Ocak 2015 tarihinde sona eren mali yılda 32,8 milyon TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 55,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış esas olarak, kur farkı ve ürün alımları ile ilişkilendirilen faiz giderlerindeki artışın bir sonucudur. Şirket'in finansman giderleri, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 55,7 milyon TL iken, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda 72,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış esas olarak, Şirket'in yabancı para cinsinden kredilerine ilişkin kur farkı giderlerindeki artış ile TFRS uyarınca ürün alımları ile ilişkilendirilen faiz giderlerindeki artışın bir sonucudur.

Şirket'in net finansman giderleri, 31 Ocak 2015 tarihinde sona eren mali yılda 25,3 milyon TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda 46,5 milyon TL'ye, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda 59,5 milyon TL'ye yükselmiştir.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Borçluluk Durumu

31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, bir önceki mali yıl sonuna göre Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinde 229,3 milyon TL artış olmuştur. Bu artışın 97,2 milyon TL tutarında kısmı ilk kez konsolide edilen Mavi Amerika ve Mavi Kanada bağlı ortaklıklarının kısa vadeli yükümlülüklerinden, 50,1 milyon TL tutarındaki kısmı ise söz konusu bağlı ortaklıkların satın alınmasına ilişkin kullanılan yabancı kaynaklardan ve şarta bağlı yükümlülük tutarından kaynaklanmaktadır.

31 Ocak 2017 tarihinde Şirket'in ilişkili taraflara ait Eflatun Giyim paylarını satın alınmasından kaynaklanan toplam 33.247.767 TL ödenecek koşullu satın alım bedeli borcu bulunmaktadır. Bu borç, 31 Ağustos 2016 tarihindeki 8.587.458 ABD Doları karşılığı 25.371.643 TL koşullu satın alım bedeli, 31 Ocak 2017 tarihinde 229.008 TL gerçeğe uygun değerdeki değişim ve 7.647.116 TL kur değerlemesi dikkate alınarak hesaplanmıştır. Söz konusu koşullu satın alım bedeli borcu, Nisan 2017 tarihinde hisse alım sözleşmesinde tanımlanmış olan formüle göre 9.352.370 ABD Doları olarak hesaplanmış olup, tutarın tamamı 17 Mayıs 2017 tarihinde ödenmiştir.

31 Ocak 2017 tarihinden İzahname tarihine kadar geçen sürede, Şirket'in borçluluk durumunda önemli bir değişiklik olmamıştır.

Borçluluk Durumu	Tutar (Bin TL)		
	31 Ocak 2015	31 Ocak 2016	31 Ocak 2017
Kısa vadeli yükümlülükler	380.171	402.263	631.594
Garantili	-	-	-
Teminatlı	-	-	47
Garantisiz/Teminatsız	380.171	402.263	631.547
Uzun vadeli yükümlülükler (uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları hariç)	53.580	53.579	121.876
Garantili	-	-	-
Teminatlı	-	-	-
Garantisiz/Teminatsız	53.580	53.579	121.876
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler Toplamı	433.751	455.843	753.470

Net Borçluluk Durumu	Tutar (Bin TL)		
	31 Ocak 2015	31 Ocak 2016	31 Ocak 2017
A. Nakit	28.919	33.687	62.932
B. Nakit Benzerleri	63.257	77.687	95.124
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-	-	-
D. Likidite (A+B+C)	92.176	111.374	158.056
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-	-	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	103.860	76.767	151.687
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	42.741	70.155	79.128
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	-	-	-
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	146.601	146.921	230.815
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	54.426	35.547	72.759
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	44.556	42.475	105.209
L. Tahviller	-	-	-
M. Diğer Uzun Vadeli Krediler	-	-	-
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	44.556	42.475	105.209
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	98.982	78.022	177.968

İzahname tarihi itibarıyla, Şirket aleyhine açılmış toplam 62 dava bulunmaktadır. Söz konusu derdest davalar eski çalışanlar tarafından dava konusu yapılmış talepler, tüketici talepleri ve kira bedellerinin tespitine ilişkin taleplere ilişkindir. Şirket'in taraf olduğu herhangi bir idari uyuşmazlık yoktur.

Şirket aleyhine açılmış olan davaların toplam tutarı, işleyecek faiz hariç olmak üzere, 1.324.334,13 TL'dir. Ayrıca, Şirket aleyhine açılmış başlatılmış toplam iki adet derdest icra takibi bulunmaktadır. Söz konusu icra takiplerindeki toplam tutar ise, işleyecek faiz hariç olmak üzere, 573.264 TL'dir.

Şirket tarafından açılmış beş adet dava bulunmaktadır. Bu davaların türleri itibarıyla herhangi bir dava tutarı bulunmamaktadır. Öte yandan, Şirket tarafından başlatılmış toplam tutarı, işleyecek faiz hariç olmak üzere 3.163.940 TL ve 26.691,51 Amerikan Doları olan 21 adet derdest icra takibi bulunmaktadır. Ayrıca, Şirket aleyhine açılmış başlatılmış toplam iki adet derdest icra takibi bulunmaktadır. Söz konusu icra takiplerindeki toplam tutar ise, işleyecek faiz hariç olmak üzere, 573.264,91 TL'dir.

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İş yatırım Menkul değerler Mavi'yi değerlendirme çalışmasından Çarpan Analizi ve Defter değeri yöntemlerini uygulamıştır.

Mavi'nin çarpan analizi yapılırken aşağıdaki tahminler kullanılmıştır.

Kanal ve Cografya bazında satış tahminleri Özeti

Mn TL	Perakende	Toptan	E- Ticaret	Toplam
Türkiye -31.01.2017 iten biten mali yıl	856,7	247,9	15,8	1.120,4
Yurtdışı - 31.01.2017 iten biten mali yıl	40,6	199,2	8,3	248,1
Türkiye (2018 Gelir Artışı)	221,6	33,8	4,4	259,7
Yurtdışı (2018 Gelir Artışı)	9,2	-	-	9,2
Türkiye - 31.01.2018 ile biten mali yıl	1.078,3	281,7	20,1	1.380,1
Yurtdışı - 31.01.2018 ile biten mali yıl	49,8	199,2	8,3	257,3
Toplam	1.128,1	480,8	28,5	1.637,4

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

FAVÖK tahmini ; Şirketin 31.01.2015 - 31.01.2017 arası gerçekleştirildiği ortalama FAVÖK marjı gelişiminin 2017 yılı boyunca devam edeceği varsayımıyla 31 ocak 2018 yıl sonu itibariyle FAVÖK marjının %13,7 olacağı tahmin edilmiştir.

2017 FAVÖK (%)	13,0%
Son 2 yıllık FAVÖK gelişimi (%)	0,74%
2018 Beklenen FAVÖK (%)	13,74%
2018 Satış Tahmini	1.637,4
2018 Beklenen FAVÖK (mn TL)	225,0

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

Yukarıda verilen tahminler ışığında çarpan analizi yapılmış ve Çarpan Analizinde aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır.

FD/SATIŞ

FD/FAVÖK

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Benzer Şirketler

Türkiye’de Mavi ile benzeşen toptan ve perakende moda alanında faaliyet gösteren rahat / günlük giyim odaklı halka açık bir firma bulunmamakla birlikte, İş Yatırım Menkul değerler, Mavi’ye benzer şirket olarak , operasyonel olarak perakende alanındaki benzerlik nedeniyle BİM’i perakende alanında MAVİ ile faaliyetleri benzeşen uluslararası firmalar değerlendirilmesinde dikkate almıştır.

Şirket	Ülke	FD (mn ABDS)	PD (mn ABDS)	Özet Açıklama
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	Türkiye	5.309	5.121	Faaliyetlerine 1995 yılında başlayan temel gıda ve tüketim ürünlerinin yüksek indirimli fiyatlarla 5.600’ün üstünde mağaza ile tüketiciye ulaştıran market zinciridir.
Hennes & Mauritz AB	İsveç	43.068	42.494	Hennes & Mauritz AB ("H&M") kadın, erkek, genç ve çocuk kategorilerinde tasarımlarını perakende kanalında satmaktadır. 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	125.748	119.569	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.
Burberry Group PLC	İngiltere	9.932	8.940	1856’da kurulmuş lüks segmentinde kıyafet, parfüm ve moda aksesuarları üreticisidir. Dünyada çeşitli ülkelerde perakende mağazaları bulunmaktadır.
OVS SpA	İtalya	1.613	1.988	OVS SpA kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde günlük/rahat giyim segmentinde faaliyet gösteren bir İtalyan tasarım şirkettir.
Fast Retailing Co Ltd	Japonya	35.288	33.051	Japonya’da 1949’da kurulmuş olup Uniqlo markalı günlük rahat giyim ürünlerini dünya çapında 800’e yakın mağazasında tüketici ile buluşturan şirkettir.
Mr Price Group Ltd	Güney Afrika	3.111	3.057	1885 yılında Güney Afrika’da kurulmuş olan 7 adet tanınmış giyim ve spor giyim ile ev aletleri markası bulunan düşük fiyatlı ürünler satan perakende şirkettir.
Lojas Renner SA	Brezilya	5.944	6.321	1992’de Brezilya’da kurulmuş olan, çeşitli kategorilerde (giyim, parfüm, makyaj malzemeleri ve aksesuar gibi) faaliyet gösteren perakende şirkettir.
LLP SA	Polonya	3.103	3.207	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.

Kaynak: Bloomberg, 24.05.2017

DEĞERLEMeye İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR

Çarpana esas FAVÖK ve net kar değerlerinin hesaplanmasında 31.01.2018 tarihli itibariyle bir yıllık döneme ait tahmini finansal veriler kullanılmıştır.

Net Satış : 1.637,4 mn TL

FAVÖK ; 225,0 mn TL

Net Finansal Borç ; 221,5 mn TL (31/01/2017 itibariyle)

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

1- ÇARPAN ANALİZİ

FİRMA DEĞERİ / NET SATIŞ Çarpanı Yöntemi

FD/NET SATIŞ		FD/NET SATIŞ ÇARPANINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ	
BİM	0,8	Net Satış	1637,4
H&M	1,8	Benzer şirketler medyan FD/Net satış	2
Industria de Diseno Textil SA	4,8	Benzer şirketler çarpanına göre Firma Değeri	3302,1
Burberry	2,5	Net Borç (Gerçekleşen)	-221,5
OVS SpA	1,4	Benzer şirketler Çarpanına göre özsermaye Değeri	3080,6
Fast Retailing Co Ltd	2	Kontrol edilemeyen paylar	-8,2
Mr Price Group Ltd	2,1	Kontrol gücü olmayan paylar sonrası Özsermaye Değeri	3.072,40
Lojas Renner SA	2,9	Hisse adedi	49,657
LLP SA	1,8	Fiyat TL	61,87
Minimum	0,8	Üst limite göre (51,6) iskonto	-16,50%
Medyan	2	Alt limite göre (43) iskonto	-30,42%
Aritmetik ortalama	2,2		
Maksimum	4,8		
Mavi Net satış	1.637,4 mn TL		

FİRMA DEĞERİ / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK		FD/FAVÖK ÇARPANINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ	
BİM	15,5	FAVÖK	225
H&M	10,8	Benzer şirketler medyan FD/FAVÖK	14,1
Industria de Diseno Textil SA	21,8	Benzer şirketler çarpanına göre Firma Değeri	3.173,40
Burberry	11,9	Net Borç (Gerçekleşen)	-221,5
OVS SpA	9,8	Benzer şirketler Çarpanına göre özsermaye Değeri	2952
Fast Retailing Co Ltd	17,3	Kontrol edilemeyen paylar	-8,2
Mr Price Group Ltd	11,8	Kontrol gücü olmayan paylar sonrası Özsermaye Değeri	2.943,70
Lojas Renner SA	14,1	Hisse adedi	49,657
LLP SA	15,6	Fiyat	59,2806536
Minimum	9,8	Üst limite göre (51,6) iskonto	-12,84%
Medyan	14,1	Alt limite göre (43) iskonto	-27,36%
Aritmetik ortalama	14,3		
Maksimum	21,8		
Mavi FAVÖK	225,0 mn TL		

2- DEFTER DEĞERİ YÖNTEMİ

Defter değeri, şirketin mali tablolarındaki özkaynakların 1 TL nominal değerli bir paya karşılık gelen değeridir. İş yatırım Menkul Değerler, defter değeri yönteminde şirketin duran varlıklarının değerlemesi yapılmaksızın 31.01.2017 tarihli bilanço değeri üzerinden defter değeri hesaplamıştır. Mavi'nin 31.01.2017 tarihli bilançosundaki özkaynaklar 140,5 mn TL'dir.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

İş Yatırım Menkul Değerler, Mavi'nin Defter Değeri'nin şirket'in sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate almamıştır.

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

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

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

Net satış çarpanı ve FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan Şirket özsermaye değerinin birbirini destekliği görülmektedir.

Son 12 aylık FD/Net satış çarpanının medyanına göre Şirketin özsermaye değeri 3.072,4 mn TL

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

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/Net Satış (mn TL)	50%	3072,4
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/FAVÖK (mn TL)	50%	2943,7
Defter Değeri Yöntemi (mn TL)	0	140,5
Ortalama Özsermaye Değeri (mn TL)		3008,1
Hisse Adedi (milyon)		49,657
Ortalama Hisse Fiyatı		60,6

Değer tespit yönteminde görüldüğü gibi MAVİ'nin birim pay fiyatı 60,6 TL olarak tespit edilmiştir.Halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL – 51,6 TL olarak belirlenmiştir.

Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %29 ve %14,8 olarak hesaplanmıştır.

MAVİ GİYİM SAN.ve TİC. A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**Görüşümüz ;**

İş Yatırım Menkul Değerler'in , Mavi'nin Defter Değeri'nin şirket'in sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında kullanılmamasını uygun bulmaktayız.

Çarpan analizi yönteminde FD/FAVÖK ve FD/NET SATIŞ yöntemlerinin seçilmesini ve ortalama çarpanlar hesaplanırken uç değerlerin hesaplamaaya dahil edilmemesini uygun bulmaktayız.

Kullanılan çarpan analizi yöntemlerinde yurtiçinden benzer sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketlerden faaliyet ve ölçek olarak sadece Bim Birleşik Magazalar A.Ş'nin dikkate alınması yerine; çeşitlendirme ya da BIST-100'ün çarpanlarının dahil edilmesinin gelirlerinin onda dokuzunu yurtiçi faaliyetlerden elde etmesi nedeniyle daha konservatif bir yaklaşım olabileceğini düşünmekteyiz.

Değerleme yöntemleri arasında indirgenmiş nakit akımları analizi de olsaydı yatırımcılar açısından daha faydalı olacaktı düşüncesindeyiz.

Her ne kadar yurtdışından benzer şirket olarak seçilen ve ölçek olarak çok büyük olan H&M, Burberry ve Industria de Diseno Textil SA, alınmış olsa da bu şirketlerin çarpanlarını çıkardığımız takdirde FD/Net Satış çarpanına fiyatın 61,87 TL'den 58 TL seviyesine inmesine karşın halen üst seviye 51,6 TL'ye göre %11 ve alt seviye olan 43 TL'ye göre %25 iskonto içermesinden dolayı makul karşılamaktayız.

Diğer taraftan aynı şirketin FD/FAVÖK çarpanlarını hesaplamaaya dahil etmediğimizde de fiyatın 59,28 TL'den 62,44 TL seviyesine yükseldiğini ve üst seviye 51,6 TL'ye göre %17 ve alt seviye olan 43 TL'ye göre %31 iskonto içermesinden dolayı makul karşılamaktayız.

Sonuç olarak çarpan analizi üzerinden yapılan değerlemeye göre halka arz tavan ve taban fiyat aralığının sırasıyla %14,8 ve %29 iskontoya işaret etmesi neticesinde halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.

ÇEKİNCE :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır.

Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.