

Mavi Giyim Sanayi ve Tic. A.Ş**Fiyat Tespit Raporu
Hakkında Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*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.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Talep Toplama Tarihleri	08-09 Haziran 2017
Halka Arz Fiyatı	43 TL - 51,6 TL
İşlem Kodu	MAVI
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Halka Arza Aracılık Eden Kurum	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Açılma Oranı	Tamamı ortak artışı ile %47,83 (Ek satış dahil %55)
Halka Arz Taahhüdü	Ortakların 180 gün boyunca satmama taahhüdü
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	<u>Ek satış olduğu durumda 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.</u> 153.181.050 TL- 183.817.260 TL
Çıkarılmış Sermaye	49.657.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	49.657.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.135.251.000 TL - 2.562.301.200 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Biresysel Yatırımcılar %10 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %20 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %70

"Bu döküman yalnızca tanıtım ve bilgilendirme amaçlı olup, yatırım kararlarının izahname incelenerek verilmesi gerekmektedir. İzahname ve sirküler; Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) (www.kap.gov.tr) , yayınlanmıştır. Bu belge Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz, dağıtılamaz, ticari bir amaçla kaynak gösterilmek suretiyle ya da kaynak gösterilmeden kullanılamaz."

Şirket'in kurucusu Sait Akarlılar 1971'de yılında hazır giyim ve konfeksiyon üretimine başlar. Şirket dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştirmiş ve jean üretiminde tecrübe kazanmıştır. 1991'de Mavi markası oluşturulmuş ve 1993'de ilk monoboard mağaza açılıp perakende sektöründe faaliyete başlamıştır. İlk yurtdışı pazarı ABD olmuş ve Mavi markası ile Bloomingdale's ve Nordstorm gibi gelir düzeyi yüksek kesimlerin mağazalarında satışa sunulmuştur. Mavi; 1996'da Mavi Almanya, 2000'de Mavi Jeans Australia kurulmuştur. Turkish Private Equity Fund II 2008'de Şirket'e yatırım yaparak ortak olmuştur. Akarlılar ailesi şirketin dolaylı sahibi durumuyken, TPEF II şirket sermayesinin %54'üne sahiptir.

Ortaklık sonrasında 2008'den sonra perakende faaliyetlerine daha fazla odaklanılmıştır. 31 Ocak 2017 itibarıyla 261 monobrand mağaza işletmektedir. 70 adet franchise monobrand mağaza ve 436 adet çok markalı satış noktası vardır. Yurtiçi toplam satış alanı ise 117.000 m². Şirketin Almanya, Rusya ABD, ve Kanada'da 61 adet monobrand mağazası vardır. Çok markalı satışlar dahil 35 ülke, 5500'den fazla noktada satış gerçekleştirilmektedir. 2016'da tüm satış kanallarından 7.5 milyon adet denim satışı gerçekleşmiştir. 1.6 milyon adet denim yurtdışında satmıştır (Rusya ve Avustralya hariç).

Ürünlerin yıllar itibarıyla satış kırılımı tablodadır.

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
Aksesuar	5,1	5,1	4,6
Kazak/Süveter	5	5	5,3
Lifestyle Pantolon	4,3	5,1	5,9
Etek/Elbise	0,9	0,9	1,4
Toplam	100	100	100

Şirketin üç kanal vasıtasıyla satışlarını gerçekleştirmektedir.

Perakende satışlar Mavi'ye ait monobrand ile gerçekleşen satışlardır. Türkiye'de 261, Almanya'da 9, Rusya'da 8, Kanada'da ve ABD'de 1 mağazası vardır.

Toptan satışlar katlı mağaza zincirler, corner mağazalar, franchise monobrand, üçüncü kişilere ait e-ticaret satışlarıdır.

E-ticaret, Şirketin kendisine ait olan www.mavi.com adresinde yer alan internet sitesi üzerinden tüketicilere yaptığı doğrudan satışlar oluşturur.

Satış kanallarına göre dağılımı aşağıdaki tablodadır.

"Bu döküman yalnızca tanıtım ve bilgilendirme amaçlı olup, yatırım kararlarının izahname incelenerek verilmesi gerekmektedir. İzahname ve sirküler; Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) (www.kap.gov.tr) , yayınlanmıştır. Bu belge Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz, dağıtılamaz, ticari bir amaçla kaynak gösterilmek suretiyle ya da kaynak gösterilmeden kullanılamaz."

	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
Perakende	573,2	64	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
Toplam	895,1	100	1052,8	100	1307,9	100

Satışların bölgesel dağılımı ise aşağıdaki tablodaki gibidir.

	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
Türkiye	752,3	84	925,7	87,9	1121,2	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 Ülkeler	15,1	1,7	11,5	1,1	12	0,9
Toplam	895,1	100	1052,8	100	1307,9	100

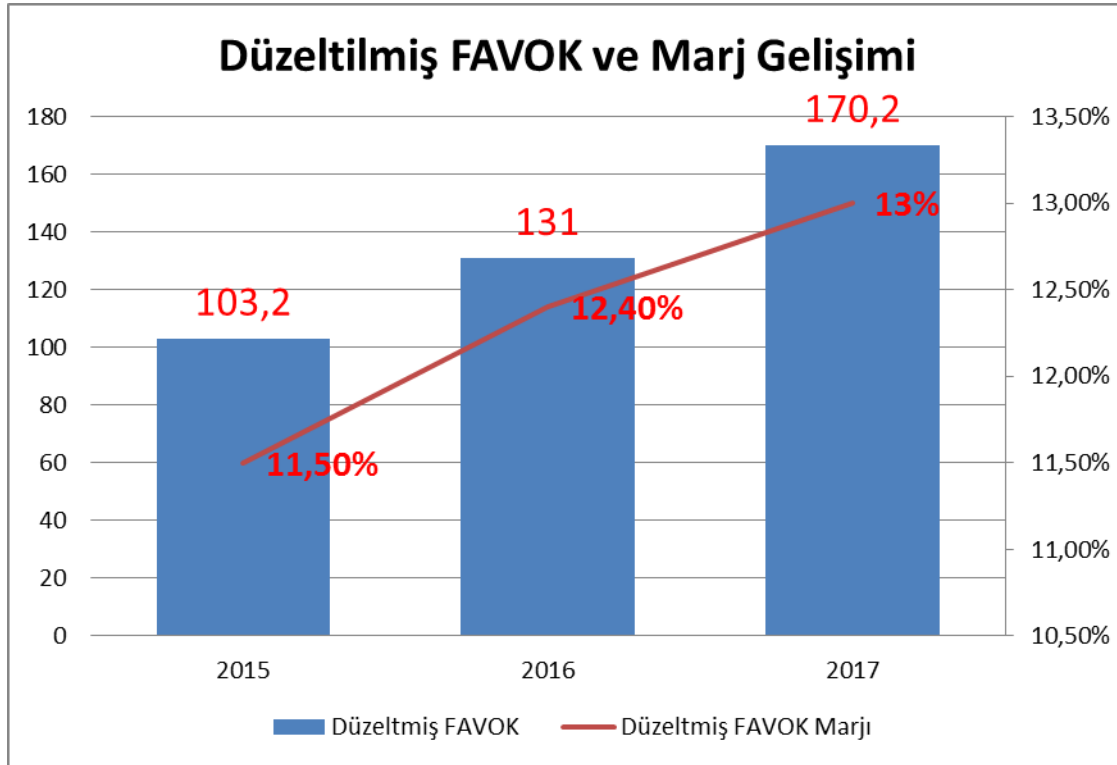
*ABD ve Kanada, 1 Eylül 2016 itibariyle Şirket'in konsolide gelirine katkı sağlamıştır.

Şirket'in sahip olduğu perakende mağazalarında bire bir satışlarda (like-for-like sales), sona eren üç mali yıl boyunca düzeltilmiş olarak %16,3 büyümüştür. Şirket mağaza yatırımlarını üç yıldan kısa bir sürede ödemesi hedeflenmektedir. Sona eren mali yılda bir yıldan uzun süren aktif mağazaların %94'ü karlıdır. E-Ticaret'in toplam satışlar içerisinde payı %1,7'dir ama son iki yılda %27,3'lük bir bileşik büyüme gerçekleştirmiştir.

Finansal Bilgiler

Mn (TL)	2015	2016	2017
Esas Faaliyet Karı	57,1	97	128,6
Amortisman,İtfa	29	40,2	46,5
FAVÖK	86,2	137,2	175,1
Kur Farkı geliri,net	-0,1	-1,1	-3,6
Reeskont faizi gel.net	-0,5	-0,8	-0,7
Kur Farkı gideri,net	20,7	0,2	0,1
Yatırım Faaliyetleri gel.	-3	-4,5	-0,6
Düzeltilmiş FAVOK	103,2	131	170,2

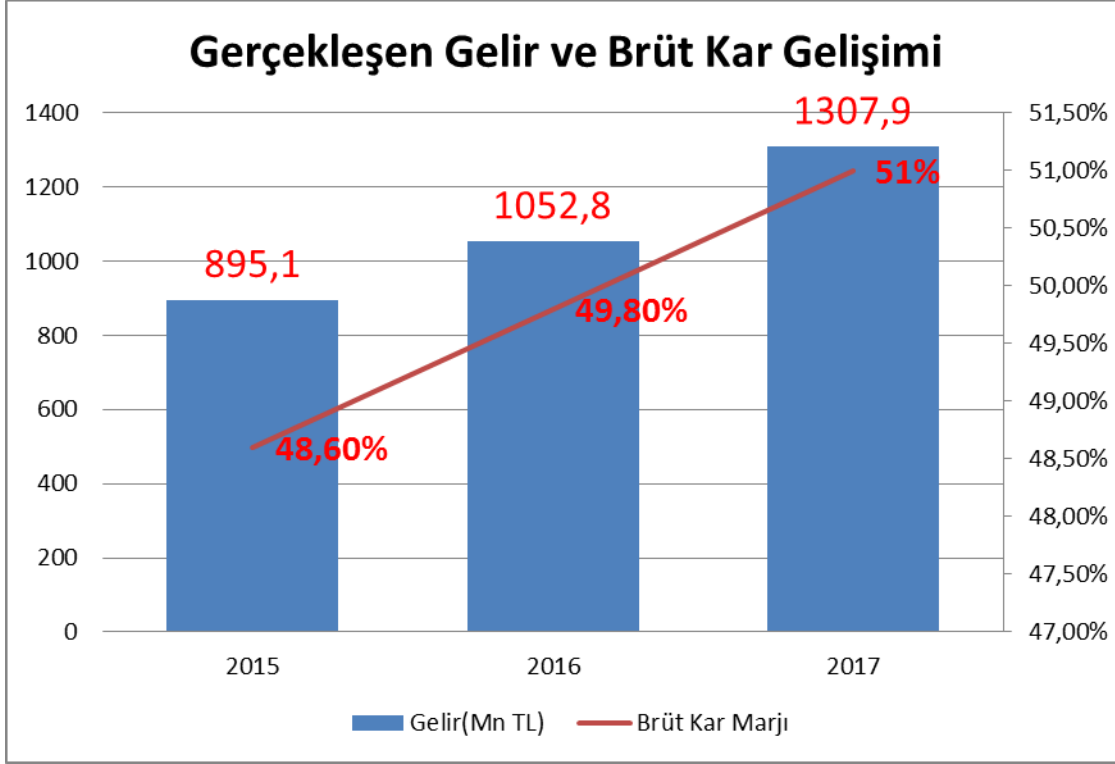
Son üç yılda geliri %20,9, düzeltilmiş FAVOK'ü %28.4 ve net karı %65.5 bileşik büyüme göstermiştir.



FAVOK artışının yanında oldukça etkin bir gider yönetimi yapılmıştır. Faaliyet giderleri içerisinde en büyük payları kira ve personel gideleridir. 2017 yılında asgari ücret %30 ve mağazada çalışan sayısı %12 artmış olmasına rağmen, personel giderlerindeki artış sadece %28 olmuştur. Böylece FAVOK marjı %13'e ulaşmıştır.

"Bu döküman yalnızca tanıtım ve bilgilendirme amaçlı olup, yatırım kararlarının izahname incelenerek verilmesi gerekmektedir. İzahname ve sirküler; Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) (www.kap.gov.tr) , yayınlanmıştır. Bu belge Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz, dağıtılamaz, ticari bir amaçla kaynak gösterilmek suretiyle ya da kaynak gösterilmeden kullanılamaz."

Şirketin net karı, son 2 yılda hem brüt satışlar hemde brüt kar marjının artması ve faaliyet giderlerindeki optimizasyonlar sonucu artış göstermiştir.



Projeksiyonlar ve Değerleme

FAVOK tahmini geçmiş satış ve karlılık büyüyeceği varsayımı ile 2017 sonu itibariyle yapılmıştır. Perakende kanalı satışları varolan mağazalardaki bire bir büyümesi %16,3, 25 yurtiçi yeni mağaza ve 10 yurtdışı mağaza açılışları, mağaza alanı büyümesi kaynaklı hesaplanmıştır. 4875 m² alan büyümesi ve büyüme kaynaklı 17.8 mn TL ek gelir beklenmektedir. E-ticaret kanalında son üç yılın ortalama büyümesi kullanılmıştır.

2018 yılı sonu itibariyle 1637 mn TL ciro ve 13,7 FAVOK marjı olacağı tahmin edilmektedir. Şirketin cari net finansal borcu 221.5 mn TL'dir.

Halka arz değerlendirmesi için Çarpan Analizi ve defter değeri yöntemleri kullanılmıştır.

Çarpan Analizlerinden; FD/Satış ve FD/FAVOK seçilmiştir.

Şirket	FD/Satış 2017 Tah
BIMAS	0,8
Hennes Mauritz AB	1,8
İndustria de Diseno Textil	4,8
Burberry Group PLC	2,5
OVS SpA	1,4
Fast Retailing Co LTD	2
Mr Price Group LTD	2,1
Lojas Renner SA	2,9
LLP SA	1,8
Min.	0,8
Medyan	2
Aritmetik Ort.	2,2

FD/Satış rasyosuna göre; $2 \times 1.637 \text{ mn TL} = 3.3 \text{ ml TL}$ Benzer şirketler çarpanına göre Firma Değeri oluşmaktadır. 221.5 mn TL net finansal borcu düşüldüğünde ve 8,2 mn TL kontrol edilemeyen paylarında etkisi düşüldüğünde 3.072 ml TL özsermaye değeri elde edilmektedir.

Şirket	FD/FAVOK 2017 Tah
BIMAS	15,5
Hennes Mauritz AB	10,8
İndustria de Diseno Textil	21,8
Burberry Group PLC	11,9
OVS SpA	9,8
Fast Retailing Co LTD	17,3
Mr Price Group LTD	11,8
Lojas Renner SA	14,1
LLP SA	15,6
Min.	9,8
Medyan	14,1
Aritmetik Ort.	14,3

225 mln TL FAVOK, 14,1 çarpan değerinden 3.173 ml TL Firma değeri ortaya çıkmaktadır. 221.5 milyon TL finansal borç ve kontrol edilemeyen paylar çıkarıldığında 2.943 mln TL özsermaye değeri oluşmaktadır.

"Bu döküman yalnızca tanıtım ve bilgilendirme amaçlı olup, yatırım kararlarının izahname incelenerek verilmesi gerekmektedir. İzahname ve sirküler; Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) (www.kap.gov.tr) , yayınlanmıştır. Bu belge Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz, dağıtılamaz, ticari bir amaçla kaynak gösterilmek suretiyle ya da kaynak gösterilmeden kullanılamaz."

Fiyat Tespiti ve Değerlendirilmesi

Hesaplamalara ve %50 ağırlıklamalarla birim paşı pay 60,6 TL fiyat tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise 43,0-51,6 TL belirlenmiştir. Buna göre halka arz iskontosu %14,8 ile %29 aralığında olmuştur.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/Satış (Mn TL)	50%	3072,4
FD/FAVOK (Mn TL)	50%	2943,7
Ortalama Özsermaye Değ.		3008,1
Hisse Adedi		49,657

Ortalama Hisse Fiyatı 60,6

İş Yatırım'ın Fiyat Tespit Raporu'na göre değerlendirmemizde;

- Şirketin değerlemesinde indirgenmiş nakit akımlarının (İNA) kullanılmadığını görüyoruz. Bizce kesin bir değerlendirme yapabilmek ve şirketin büyüme potansiyelini değerine yansıtma açısından, şirketin önümüzdeki dönem büyüme projeksiyonlarını yansıtacak bir sektör ve nakit akım projeksiyonu yapılması önemlidir.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde gerçekleşmiş değerler yerine 2017 beklentilerinin kullanılmasını olumlu karşılıyoruz.
- Şirket değeri hesaplanırken, "ilişkili taraflara diğer borçlar" kaleminin de finansal borçlar kapsamına alınmasını doğru buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde daha fazla benzer şirket dikkate alınıp, uç değerlerin hesaplama dışında bırakılmasının daha sağlıklı bir sonuç vereceğine inanıyoruz.

Bulunan hisse başına 43,00-51,6 TL aralığının ve piyasa değeri üzerinden uygulanan %14.8 ile %29.0'lık iskontunun makul olduğunu düşünüyoruz.