

‘Fiyat Tespit Raporu’ Değerlendirme Analiz Raporu

07/06/2017

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin hazırladığı Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1991 yılında İstanbul’da Mavi Jeans adı altında kurulmuştur. 1996 yılında ise Mavi Amerika ve Avrupa kurulmuştur. Şirket 2000 yılında Avustralya’da Mavi Jeans Australia Pty Ltd. isimli bir şirket kurarak faaliyetlerine başlamıştır. 2002 yılında şirket Vancouver, New York, Berlin ve Frankfurt’ta flagship mağazalar açmıştır. 2008 yılında şirketin adı Mavi Jeans’ten Mavi’ye dönüşmüştür. Mavi 2011 yılında Hollanda ve Rusya’da şirketler kurmuştur. 2013 yılında online alışveriş sitesi mavi.com, 2014 yılında ise ABD ve Almanya’da online alışveriş sitelerini açılmıştır.

Şirketin 2016 yılı itibarıyla 5.500 satış noktası mevcuttur. Türkiye’de 261 tane perakende satış mağazası olan Mavi’nin Avrupa’da 9 tane, Rusya’da 8 tane, ABD’de 1 tane ve Kanada’da 4 tane perakende mağazası bulunmaktadır. Şirketin ürünleri Türkiye’de 436 toptan satış noktasında satılmaktadır. Avrupa’da 1.646, ABD’de 1.303, Kanada’da 1.548, Rusya’da 124 ve diğer ülkelerde 23 toptan satış noktasında şirketin ürünleri satılmaktadır.

Türkiye’nin 49 ilinde Mavi mağazası mevcuttur ve şirketin ortalama mağaza alanı 447 m2’dir. Şirketin toplam perakende satış alanı ise 117 bin m2’dir. Şirketin ürünlerinin toptan satışı 70 Franchise mağazasında, 174 katlı mağazada ve 436 çok markalı toptan satıcılarda gerçekleşmektedir. Ayrıca, Mavi’nin 4 ülkede 22 tane perakende mağazası bulunmaktadır ve toplam satış alanı 4.615 m2’dir. Şirketin ürünleri 34 ülkede 39 Franchise mağazasında ve 4.644 çok markalı toptan satıcılarda satılmaktadır.

Şirketin net satış gelirlerinin %44’ünü denim pantolon, %17’sini tişört, %13’ünü gömlek, %9’unu ceket, %6’sını aksesuar ve %11’ini de diğer ürünler (kazak, denim dışı pantolon, etek& elbise) oluşturmaktadır. Bölgesel olarak, şirket gelirlerinin %86’sını Türkiye’den, %8’ini Avrupa’dan, %3’ünü Amerika’dan ve %3’ünü de diğer ülkelerden elde etmektedir.

Mavi tedarikinin %80’ini Türkiye, %9’unu Çin, %5’ini Bangladeş ve %6’sını diğer ülkelere sağlamaktadır. Şirket küresel 135 tedarikçi ile kurduğu yakın ilişkiler sonucu geniş bir tedarik ağına sahiptir.

Şirketin global olarak çalışan sayısı 3.300’ün üzerindedir. Satış ekibi çalışan sayısı 2.639 kişi ve merkeze çalışan sayısı 701 kişidir. Blue International Holding B.V. şirketin şu anda %100 hisselerine sahiptir. Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin dünya genelinde toplamda yedi bağlı ortaklığı mevcuttur.

HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzda 49.6 mn TL toplam sermayenin 23.7 mn TL'lik kısmının (ek satış dahil: 27.3 mn TL) halka arzı gerçekleştirilecek olup tamamı ortak satışı yolu ile yapılacaktır. Halka arz büyüklüğü 1.021 mn TL – 1.225 mn TL olup (ek satış dahil: 1.174 mn TL ve 1.409 mn TL), şirket %47,83'lük bir halka açıklık oranına ulaşılacaktır (ek satış dahil: %55.00). SPK onayına bağlı olarak 8 – 9 Haziran 2017 tarihleri talep toplanması ve 15 Haziran 2017 itibarıyla halka açık şirket statüsü kazanılması planlanmaktadır.

Şirketin halka arzında yatırımcı grupları için belirlenen tahsisat oranları aşağıdaki gibi belirtmiştir;

1. Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (70%)
2. Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (10%)
3. Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (20%)

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası		Arz Sonrası - Ek Satış	
	Pay TL	Pay (%)	Pay TL	Pay (%)	Pay (%)	Pay (%)
Blue International Holding B.V.	49,657,000	100	25,908,000	52.17	22,345,650	45.0
Halka Açık	-	-	23,749,000	47.83	27,311,350	55.0
Toplam	49,657,000	100	49,657,000	100	49,657,000	100

Kaynak: Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Çıkarılmış Sermaye	49.657.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	23.749.000 TL nominal pay (Ek satış dahil: 27.311.350 TL)
Halka Açılacak Oran	%47,83 (Ek satış dahil: 55,00%)
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Halka Arz İskontosu	%14,8 - %29,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	43,0 TL – 51.6 TL
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	60,6 TL
Şirket Değeri (İskontolu)	2.135 mn TL – 2.562 mn TL
Şirket Değeri (İskontosuz)	3.008,1 mn TL

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerleme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

- Piyasa Çarpanları Yöntemi (FD/Net Satış çarpanı, FD/FAVÖK çarpanı)

Çarpan analizlerinde 1 yıl ileriye dönük net satış ve FAVÖK tahminleri kullanılmıştır. 31 Ocak 2018'de biten mali yılda net satışların bir önceki yıla göre %25 artış gerçekleştireceği öngörülmüştür. Bu oran bir önceki yıldaki büyüme oranı olan %24'ün üzerindedir. 31 Ocak 2018'de biten mali yılda FAVÖK'ün %32 artacağı öngörülmüştür. Bu oran da bir önceki yıldaki %30'luk büyümenin üzerindedir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.
- Fiyat tespit raporunda da belirtildiği gibi, yurtiçi ve yurtdışı piyasada karşılaştırılabilir halka açık benzer şirketler kullanılmıştır ve bu firmaların 1.tahmin yılı için olan Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) oranlarına yer verilmiştir.
- Mavi için 1.yıl net satışlar ve FAVÖK tahminlerinin oluşumu açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.
- Yurtiçi ve yurtdışında benzer şirketlerin baz alınan çarpanlarına (Firma Değeri/Satışlar ve Firma Değeri/FAVÖK) ilişkin gerekçeler açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.
- 12 aylık FD/Net Satış çarpanının medyanına göre şirketin özsermaye değeri 3.072,4 mn TL, 12 aylık FD/FAVÖK çarpanının medyanına göre ise şirketin özsermaye değeri 2.943,7 mn TL olarak hesaplanmıştır.
- Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. için iki rasyonun verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 3.008,1 mn TL'lik piyasa değerine ve 60,6 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Şirket	FD/Net Satış 1.tahmin yılı	FD/FAVÖK 1.tahmin yılı
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	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
Minimum	0.8	9.8
Medyan	2.0	14.1
Aritmetik Ortalama	2.2	14.3
Maksimum	4.8	21.8

Piyasa çarpanları için kullanılan şirket verileri aşağıdaki gibidir;

Şirket Verileri (mn TL)	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç (31/01/17)
31 Ocak 2018	3.072,4	1.673,4	225,0	221,5

NİHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nda, halka arza aracılık eden kuruluş tarafından Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. için "Piyasa Çarpanları" ve "Defter Değeri" yöntemleri kullanılarak 3.008 milyon TL piyasa değeri ve 60,6 TL birim pay fiyatı belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL – 51,6 TL olarak belirlenmiştir ve taban ve tavan fiyatına göre halka arz iskontosu %29,0 ve %14,8 olarak hesaplanmıştır.

Bu veriler ışığında, halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun net ve anlaşılır olduğunu, şirket değerlemesinde kullanılan varsayımların, analizlerin ve değerlendirme yöntemlerinin ile halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.

Bununla birlikte;

- Değerleme yöntemlerine İndirgenmiş Nakit Akım yönteminin de eklenmesi,
- Piyasa Çarpanları yönteminde Mavi ve benzeri şirketlerin 1 yıl sonraki çarpanlarına ek olarak mevcut yıl (gerçekleşen) ve/veya 2 yıl sonraki çarpanlarının da eklenmesi,
- Piyasa Çarpanları yönteminde yüksek iskontolu gıda perakendeciliğinde faaliyetlerini yürüten Bim'in çarpan analizinden hariç tutulması,
- Piyasa Çarpanları yöntemine dahil edilen benzer şirket sayısının artırılması ve özellikle benzer büyüklükteki şirketlere daha fazla yer verilmesi

gibi hususların Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin değerlemesinde irdelenebileceğini ve değerlemeyi değiştirebileceğini belirtmek isteriz.

FİNANSAL TABLOLAR – Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret

Ocak ayında sonra eren yıllık dönem			
Gelir Tablosu - mn TL	2015	2016	2017
Net Satışlar	895	1,053	1,308
SMM	-460	-528	-641
Brüt Kar	435	524	667
Pazarlama Gideri	-295	-358	-448
Genel Yönetim Gideri	-48	-56	-77
Araştırma ve Geliştirme Gideri	-15	-16	-19
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1	5	6
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-22	-3	-1
Faaliyet Karı	57	97	129
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-3	-5	-1
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	54	93	128
Finansman Geliri	8	9	13
Finansman Gideri	-33	-56	-73
Vergi Öncesi Kar	29	46	68
Dönem Vergi Gideri	-10	-13	-17
Dönem Karı	19	33	52

Kaynak: Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret

Bilanço mın TL	Ocak ayında sonra eren yıllık dönem		
	2015	2016	2017
Varlıklar			
Dönen	372	412	625
Nakit ve Benzeri	92	111	158
Ticari Alacaklar	78	75	109
Diğer Alacaklar	14	13	21
Türev Araçlar	0	3	7
Stoklar	155	177	288
Peşin Ödenmiş Giderler	16	16	20
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	6	4	5
Diğer Dönen Varlıklar	10	13	16
Duran Varlıklar	124	140	269
Diğer Alacaklar	1	1	2
Maddi Duran V	100	115	137
Maddi Olmayan DV	17	18	123
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4	5	7
Toplam Varlıklar	495	551	894
Yükümlülükler			
KV Yükümlülükler	380	402	632
KV Borçlanma	104	77	152
UV KV Kısmı	43	70	79
Ticari Borçlar	200	214	300
Diğer Borçlar	4	3	54
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	12	15	15
Ertelenmiş Gelirler	9	11	12
Kısa Vadeli Karşılıklar	4	7	11
Dönem karı vergi yükümlülüğü	2	0	0
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2	5	10
UV Yükümlülükler	54	54	122
UV Borçlanmalar	45	42	105
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0
UV Karşılıklar	2	3	3
Diğer Borçlar	7	8	0
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	0	0	13
Toplam Yükümlülük	434	456	753
Özkaynak	62	96	140
Ödenmiş Sermaye	50	50	50
Ortak kontrole tabi teşebbüs etkisi	-36	-36	-36
Birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-3	-4	-4
Diğer kazanç/ kayıplar	-5	-5	-5
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	15	15	17
Geçmiş yıllar karları	16	35	66
Net Dönem Karı	19	33	50
Kontrol Gücü Olmayan Pay	0	0	-8
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	495	551	894

Kaynak: Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy

Koordinatör

levent.durusoy@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Mehmet Akif Daşiran

Müdür

akif.dasiran@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 39

Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner

Müdür Yrd.

goksel.tekiner@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 44

Kemal Ozan Sayın

Kıdemli Uzman

ozan.sayin@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 70

Kamer Külek

Uzman Yrd.

kamer.kulek@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş

Müdür

pervin.bakankus@yf.com.tr

+90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük

+90 (212) 317 69 00

Merkez

+90 (212) 334 98 00

Antalya

+90 (242) 243 02 01

Ankara

+90 (312) 417 30 46

Bakırköy

+90 (212) 543 05 04

Bursa

+90 (224) 224 47 47

Caddebostan

+90 (216) 302 88 00

İzmir

+90 (232) 441 80 72

Samsun

+90 (362) 431 46 71

Ulus

+90 (212) 263 00 24