

Beymen Mağazacılık A.Ş. ("Beymen" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Beymen Mağazacılık 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.**

Halka Arz Yapısı:

İhraççı	Beymen Mağazacılık A.Ş. ("Beymen" veya "Şirket")
Konsorsiyum Lideri	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Sermaye	156,225,000 TL
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Satan Ortak	Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.
Halka Arz Edilecek Paylar / Halka Arz Oranı	67,176,750 TL (Ortak Satış) / %43 9,373,500 TL (Ortak Satış) (Ek Satış) / %6
Tahsisat Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%74) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%15) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%10) Boyner Grup Çalışanları (%1)
Lock - Up (Satmama Taahhüdü)	İhraççı ve Satan Ortak tarafından : 180 gün boyunca pay satmama
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.
Planlanan Talep Toplama Tarihleri	03 - 04 Mayıs 2018

Kaynak: Beymen

Beymen Hakkında

Şirket, kişisel lüks eşya pazarında faaliyet göstermektedir ve çeşitli perakende formatları vasıtasıyla, geniş bir müşteri kitlesine hizmet sunmaktadır. Şirket, faaliyetlerini doğrudan işletilen perakende satış kanalları ve toptan satış kanalları vasıtasıyla yürütmektedir. Şirket'in faaliyetinin çoğunluğu, doğrudan Şirket tarafından işletilmekte olan (i) multi-brand mağazalar, (ii) mono-brand mağazalar, (iii) Beymen Club mağazaları, (iv) e-ticaret kanalı ve (v) outlet mağazalar vasıtasıyla yürütülmektedir. Şirket faaliyetlerinin küçük bir kısmı ise, bayiler tarafından işletilen multi-brand mağazalar ve Beymen Club mağazaları ve seçili Beymen markalarının üçüncü kişi çok katlı mağazalara satışı vasıtasıyla yürütülmektedir.

31 Aralık 2017 itibariyle, Şirket'in portföyünde (bayiler tarafından iletilen mağazalar ve ortak girişim Christian Louboutin Mağazacılık tarafından işletilen iki adet mono-brand butik de dahil fakat Wepublic mağazaları hariç olmak üzere) 85 adet mağaza mevcuttur. Şirket'in toplam net satış alanı 50,800 metrekaredir. Şirket, toplam 15 şehirde yer alan mağazaları ile, Türkiye'deki yüksek gelirli şehirleri hedefleyen seçici bir perakende ağı sürdürmektedir. Multi-brand butikler dokuz şehirde, mono-brand mağazaların tümü İstanbul'da ve Beymen Club mağazaları ise 15 şehirde yer almaktadır. E-ticaret kanalı ise Şirket'in perakende satış ağını tamamlamakta ve Türkiye'nin tüm şehirlerine hizmet vermektedir. Şirket, 900'ün üzerinde markadan oluşan geniş bir ürün portföyüne sahiptir.

31 Aralık 2017'de sona eren yılda Şirket gelirinin yaklaşık %90'ı doğrudan işletilen perakende satış kanalından elde edilmiş, yaklaşık %10'u ise, toptan satış kanalından elde edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda, tarihler itibariyle Şirket'in her bir satış kanalının net satışları ve toplam net satışa olan oranları gösterilmektedir.

yüzdelere hariç milyon TL		31 Aralık'ta Sona Eren Yıl				
		2015		2016		2017
	% net satış		% ciro		% net satış	
Doğrudan İşletilen Perakende Satış Kanalı						
Multi-brand mağazalar	596	63.9	652	63.6	808	61.5
Beymen Club mağazaları	74	7.9	88	8.6	131	10.0
Mono-brand mağazalar	82	8.8	81	7.9	102	7.8
E-ticaret Kanalı	47	5.0	82	8.0	117	9.0
Outlet mağazalar	2	0.3	18	1.8	42	3.2
Toplam Doğrudan İşletilen Perakende Satış Kanalı	802	85.8	922	89.9	1,166	91.5
Toptan Satış Kanalı & Diğerleri	132	14.2	103	10.1	137	8.5
Toplam	934	100	1,026	100	1,315	100

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 kozmetik, ev & hediyelik ve çocuk kategorilerini sunmaktadır. 31 Aralık 2017 tarihi itibariyle, toplam 34,427 metrekarelik bir satış alanı üzerinde 19 adet multi-brand mağaza bulunmaktadır. Şirket'in doğrudan işlettiği multi-brand mağazalar, 31 Aralık 2017'de sona eren yılda Şirket gelirinin %61.5'ini oluşturmuştur.

Beymen Mono-brand Mağazalar

Şirket, çoğunluğu Türkiye’de sadece Beymen’lerde satılmakta olan önde gelen lüks markalar ile uzun süredir devam eden ilişkilere sahiptir. Şirket, dünyanın en önde gelen uluslararası moda markaları için, tümü İstanbul’da yer alan mono-brand mağazalar işletmektedir. Bu markaların tamamı Türkiye’de sadece Beymen tarafından satılmaktadır. Tüm bu markalar aynı zamanda multi-brand mağazalarda da satışa sunulmaktadır. Şirket’in portföyünde 17 adet mono-brand mağaza mevcuttur. 31 Aralık 2017’de sona eren yılda Şirket gelirinin %7.8’ini mono-brand mağaza satışları oluşturmuştur.

Beymen Club Mağazaları

1985 Yılında Kurulan Beymen Club, erkekler ve kadınlar için rahat ve şık yaşam tarzında koleksiyonlar sunan mono-brand konseptidir. Beymen Club mağazaları Türkiye’de 15 şehirde daha geniş bir müşteri tabanına hitap etmektedir. Toplam 44 adet Beymen Club mağazası mevcuttur. Doğrudan işletilen Beymen Club mağazaları 31 Aralık 2017’de sona eren yılda Şirket gelirinin %10’unu oluşturmuştur.

E-ticaret Kanalı

Şirket, 2010 yılında Beymen.com sitesi ile e-ticaret operasyonlarına başlamıştır. Beymen.com 2017 yılı sonu itibariyle lüks moda siteleri arasında, tahmini %79’luk pazar payı ile ilk sırada yer almaktadır. Beymen.com müşterilerinin yaklaşık %54’ü yeni müşterilerdir ve en hızlı büyüyen satış kanalıdır. 2015 ile 2017 arasında %58’lik bir YBBO ile büyümüştür. 2017 yılı sonu itibariyle Şirket’in e-ticaret kanalı Şirket gelirinin %9’unu oluşturmuştur.

Outlet Mağazalar

31 Aralık 2017 itibariyle Şirket’in tümü İstanbul’da yer alan, toplam satış alanı 6,878 m² olan beş adet outlet mağazası mevcuttur. Outlet mağazalar 2017 yılı sonu itibariyle Şirket gelirinin %3.2’sini oluşturmuştur. Şirket’in outlet mağazaları, her sezon yaklaşık %10 oranında olan sezon sonu envanteri için bir envanter tüketme işlevi görmektedir.

Toptan Satış Kanalı

31 Aralık 2017’de sona eren yılda, toptan satış kanalı, Şirket’in gelirinin yaklaşık %10’unu oluşturmuştur. Toptan satış kanalı, bayiler tarafından işletilen mağazalara yapılan satışlar ve seçili Beymen özel markalarının üçüncü kişi çok katlı mağazalara satışını kapsamaktadır.

Şirket kayıtlı sermaye tavanı 500,000,000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 156,225,000 TL’dir.

Ortaklık Yapısı

Şirket’in sermayesini temsil eden paylar ilişkin bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Halka Arz’dan Önce		Halka Arz’dan Sonra		Halka Arz’dan Sonra	
	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı (%)	Ek Satış Hariç	Ek Satış Dahil	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı (%)
Pay Sahibi						
Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	156,225,000	100	89,048,250	57	79,674,750	51
Halka Açık Kısım	-	-	67,176,750	43	76,550,250	49
Toplam	156,225,000	100	156,225,000	100	156,225,000	100

Kaynak: Beymen

Önemli Hususlar**Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri**

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucu Şirket’e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Boyner Perakende, Şirket’in halka arzından elde ettiği gelirin bir kısmını, Şirket’e olan net ticari olmayan borçlarının tamamının kapatılması için kullanılacaktır.

Finansal Tablolar
Bilanço

mn TL	2015	2016	2017
Dönen Varlıklar	595	1,089	791
Nakit ve Nakit Benzerleri	18	42	163
Ticari Alacaklar	84	86	131
Diğer Alacaklar	185	572	74
Stoklar	278	325	384
Türev Araçlar	5	1	4
Peşin Ödenmiş Giderler ve Diğer Dönen Varlıkları	24	63	32
Duran Varlıklar	441	400	366
Diğer Alacaklar	241	202	167
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	6	6	2
Maddi Duran Varlıklar	94	103	102
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	67	68	67
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5	11	15
Türev Araçlar	7	6	12
Peşin Ödenmiş Giderler ve Diğer Dönen Varlıkları	21	4	0.4
Toplam Varlıklar	1,036	1,489	1,157
Kısa Vadeli Yükümlülükler	613	780	637
Kısa Vadeli Borçlanmalar	180	154	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	137	150	121
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	34	-
Ticari Borçlar	213	290	307
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2	6	10
Diğer Borçlar	1	2	18
Dönem Vergi Yükümlülüğü	2	6	4
Ertelenmiş Gelirler	53	114	123
Kısa Vadeli Karşılıklar	20	15	43
Uzun Vadeli Yükümlülükler	239	459	316
Uzun Vadeli Borçlanmalar	220	439	290
Uzun Vadeli Karşılıklar	3	7	9
Ertelenmiş Gelirler	16	13	13
Özsermaye	184	250	205
Ödenmiş Sermaye	86	106	156
Toplam Yükümlülükler & Özsermaye	1,036	1,489	1,157

Kaynak: Beymen

Gelir Tablosu

mn TL	2015	2016	2017
Hasılat	934	1,026	1,315
Satışların Maliyeti (-)	517	564	733
Brüt Kar	417	462	582
Genel Yönetim Giderleri (-)	74	82	97
Pazarlama ve Satış Giderleri (-)	239	265	340
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	38	39	44
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	38	41	50
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	106	112	138
Finansman Gelirleri	50	117	95
Finansman Giderleri (-)	90	166	124
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	66	63	110
-Cari Dönem Vergi Gideri (-)	9	18	26
-Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	-2	5	4
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	56	49	88
Net Dönem Karı	56	49	88

Kaynak: Beymen

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Değerleme Yöntemleri ve Önemli Hususlar

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi ve varlık esaslı bir değerlendirme 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")

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 değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır. Uluslararası benzer şirketler olarak İsveç'ten Hennes&Mauritz AB, İspanya'dan Industria de Diseno Textil SA, Polonya'dan CCC SA ve LPP SA, İngiltere'den Burberry, İtalya'dan Prada

SpA ve Tod's SpA, Fransa'dan LVMH Moet Hennesy Louis Vuitton SE, Almanya'dan Hugo Boss AG ve ABD'den Nordstrom Inc seçilmiştir.

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, değerlendirme çalışmasında olduğu gibi kullanılması uygun görülmemiştir.

Değerleme

1) Çarpan Analizi Yöntemi

a) Firma Değeri ("FD") / Net Satış Çarpanı Analizi Yöntemi

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

TLm	Değer (Son 12 ay)
Net Satış	1,296
Benzer Şirketler Medyan FD/Net Satış Çarpanı (x)	2.44
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3,163
Net Borç (-)	-13.7
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	3,149
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-2.2
Kontrol Gücü Olmayan Paylar Sonrası Özsermaye Değeri	3,147

Kaynak: İş Yatırım Fiyat Tespit Raporu

b) Firma Değeri ("FD") / FAVÖK Çarpanı Analizi Yöntemi

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

TLm	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
Net Borç (-)	-13.7
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	2,788
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-2.2
Kontrol Gücü Olmayan Paylar Sonrası Özsermaye Değeri	2,785

Kaynak: İş Yatırım Fiyat Tespit Raporu

c) Fiyat / Kazanç Çarpanı Analizi Yöntemi

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

TLm	Değer (Son 12 ay)
Net Kar	118.9
Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı (x)	27.51
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	3,271
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-2.2
Kontrol Gücü Olmayan Paylar Sonrası Özsermaye Değeri	3,269

Kaynak: İş Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2) Defter Değeri Yöntemi

Defter Değeri, şirketin mali tablolarındaki özkaynakların 1 TL nominal değerli bir paya karşılık gelen değeridir. İşbu sebeple, Şirket'in duran varlıklarının değerlemesi 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.

Değerleme Özeti

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.

Hesaplanan Defter Değeri yöntemi ise Şirket'in sahip olduğu güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate alınmamıştır.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/Net Satış (TLm)	33.33%	3,147
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/FAVÖK (TLm)	33.33%	2,785
Seçilmiş Benzer Şirketler - F/K (TLm)	33.33%	3,269
Defter Değeri Yöntemi (TLm)	0.00%	202.6
Ortalama Özsermaye Değeri (TLm)		3,067
Pay Adedi		156,225,000
Ortalama Pay Fiyatı		19.63

Kaynak: İş Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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.

Genel Değerlendirme

- ✓ Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir.
- ✓ Değerleme için kullanılan yöntem ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- ✓ Benzer şirketler seçilirken ne gibi kriterlerin göz önünde bulundurulduğu raporda açıklanmıştır.
- ✓ Benzer şirketler hakkında verilen finansal bilgiler yeterlidir.
- ✓ Çarpan Analizi Yönteminde Firma Değeri (“FD”) / Net Satış Çarpanı, Firma Değeri (“FD”) / FAVÖK Çarpanı ve Fiyat / Kazanç Çarpanı Analizi çarpanlarına göre hesaplama yapılmıştır. Benzer şirketler için çarpanlar hesaplanırken medyan değerinin dikkate alınmasını makul bulmaktayız.
- ✓ Şirket’in geleceğe yönelik projeksiyonları paylaşılmadığı için İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmadığını görüyoruz. Aynı şekilde çarpan hesaplamasında da kullanılan değerlerin geçmiş yıl rakamları sonucu oluşmuş değerlerden elde edildiği için halka arz fiyat tespitinde geleceğe yönelik olarak herhangi bir görüş bulunmamaktadır.
- ✓ Wepublic mağazasına ilişkin fesih protokolü nedeniyle Wepublic mağazasının etkisinden arındırılmış net satış, brüt kar, esas faaliyet karı/zararı, amortisman ve net kar tutarlarının değerlendirilmesinde kullanılmasını uygun bulmaktayız.

Sonuç

Çarpan Analizi Yöntemine göre hesaplanan özsermaye değerinin iskonto uygulanarak elde edilen 12.80 TL – 15.36 TL halka arz fiyat aralığını makul buluyoruz.

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.”