

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

07-06-2017

**“Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi”
Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu**

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İş Yatırım) tarafından Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mavi, Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

1. Faaliyet Konusu hakkında

Şirket’in kuruluş amacı kadın ve erkekler için Jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmaktır. 31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurtiçinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte; ek olarak franchise alanlar ise 70 adet monobrand mağaza işletmektedir. Şirket ürünleri 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır. Mavi’nin yurtdışında Almanya, Rusya, ABD ve Kanada’da toplam 61 adet monobrand mağazası bulunmaktadır. Mavi’nin ürünleri toplam 35 ülkede 5.500’den fazla yerde satılmaktadır.

Şirket jeanlerin yanı sıra kadın ve erkeklere yönelik tişört, gömlek, mont, ceket, kazak, Jean hariç pantolon, etek, elbise ve aksesuar ve ayakkabılar tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır. 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda yurt içinde işletilen monobrand mağazalarının satış gelirlerinin %56’sı lifestyle ve %44’ü jean pantolon kategorisinden elde edilmiştir.

Şirket satışlarını Perakende, Toptan ve E-ticaret olmak üzere üç kanal aracılığı ile gerçekleştirmektedir. Şirket’in konsolide geliri 31 Ocak 2015’te sona eren yıldan 31 Ocak 2016’da sona eren yıla kadar %17,6’lık artış göstererek 1,1 milyar TL’ye ulaşmış ve 31 Ocak 2017’de sona eren mali yılda %24,2 artış göstererek 1,3 milyar TL’ye ulaşmıştır. Satış büyümelerinin kaynağı ağırlıklı olarak yurt içi pazardaki gelir artışı, 2016 yılının Eylül ayında

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın konsolidasyonu sonrası ek olarak elde edilen gelir (54,8 milyon TL) ve daha az ölçüde yurtdışından kaynaklı gelir artışıdır.

İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirketin gelişimi, ürünleri, satış kanalları hakkında bilgi verilmiştir. Gelirlerin coğrafi dağılımı yıllar itibarıyla tablo olarak verilmiş ve yurtiçi ve yurtdışı faaliyetleri ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

Şirketin son 3 yıllık mali dönemlerine ilişkin FAVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK rakamları tablo olarak gösterilmiştir. Ayrıca aynı döneme ait gelir, brüt kar ve net kar rakamları grafikler üzerinde gösterilmiştir.

Raporda Şirketin faaliyet gösterdiği Pazar ve Şirketin Pazar içindeki payı hakkında bilgi verilmiştir. Euromonitor'a göre Şirket 2016'da Türk Jean pazarı içerisindeki % 24 payı ile en büyük paya sahiptir. Şirketin büyümesini destekleyici unsurlar başlıklar halinde belirtilmiş ve bunlar hakkında bilgi verilmiştir.

Sonuç olarak, Şirketin faaliyet konusu iş yapma modeli hakkında verilen bilgiler, genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edilmiştir.

2. Projeksiyon Hakkında

İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in geçmiş satış ve karlılık büyümelerinin içinde bulunulan faaliyet yılında (01.02.2017-31.01.2018) devam edeceği varsayımı ile 1 yıllık satış ve FAVÖK tutarları tahminleri yapılmıştır.

Buna göre mevcut mağazaların son 3 yıllık düzeltilmiş pro-forma satış büyüme oranında büyüyeceği varsayılmıştır. Ayrıca yeni mağaza açılışları ve mevcut mağaza satış alanlarının genişletilmesinin katkısı da dikkat alınmıştır. Toptan ve e-ticaret kanallarının gelir artışları ise son 3 yılın ortalama büyüme oranları kullanılarak tahmin edilmiştir.

31.01.2017'de biten mali yılda Şirketin Türkiye gelirleri 1.120,4 Mn TL, Yurtdışı gelirleri 248,1 Mn TL iken 31.01.2018'de biten mali yılda Türkiye gelirlerinin 1.380,1 Mn TL ve Yurtdışı gelirlerinin 257,3 Milyon TL olacağı tahmin edilmiştir.

Favök tarafında ise; 31.01.2017'de biten mali yılda Şirketin Favök marjı % 13 iken, 31.01.2018'de biten mali yılda Favök marjının % 13,74'e yükseleceği ve Favök rakamının da 225 Mn TL olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

Değerleme Yöntemleri

İş Yatırım, Mavi’ nin halka arz için birim pay fiyatı için 43,0 -51,6 TL fiyat aralığı belirlemiş olup, yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket’ in değerlemesinde Çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan Analizi çalışmasında aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır.

- FD/Satış (Firma Değeri / Net Satış) Çarpanı
- FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) Çarpanı

Çarpanları analizi yönteminde; benzer Şirketler olarak Türkiye’ de indirimli süpermarket zinciri olan BİM ile perakende moda alanında Mavi ile benzeşen 8 uluslararası firmanın 12 aylık beklenti/tahmini çarpanları dikkate alınmıştır.

Çarpan analizinde FAVÖK ve Net Satış değerleri olarak da Mavi’ nin 31.01.2018 tarihli bir yıllık döneme ait tahmini finansal verileri kullanılmıştır.

C - DEĞERLEME ÇALIŞMASI

1- Benzer Şirket Çarpanı

FD/Net Satış çarpanı olarak; BİM ve perakende moda alanında Mavi ile benzeşen 8 uluslararası firmanın tahmini FD/Net Satış çarpanlarının medyanı olan 2 kullanılmıştır. Buna göre FD/Net Satış yöntemi Mavi için 3.072,4 Mn TL özsermaye değeri sonucunu vermiştir.

FD/FAVÖK çarpanı olarak da benzer şekilde; BİM ve perakende moda alanında Mavi ile benzeşen 8 uluslararası firmanın tahmini FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 14,1 kullanılmıştır. Buna göre FD/FAVÖK yöntemi Mavi için 2.943,7 Mn TL özsermaye değeri sonucunu vermiştir.

2- Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri, Şirket’ in duran varlıklarının değerlemesi yapılmaksızın 31.01.2017 tarihli bilanço değerleri üzerinden hesaplanmıştır. Buna göre Şirketin 31.01.2017 tarihli bilançosundaki öz kaynaklar 140,5 Mn TL’ dir. Ancak Mavi’ nin bünyesinde üretim faaliyeti bulunmaması ve tedarik ettiği ticari ürünleri satan bir şirket olduğu için yüksek seviyede ödenmiş sermaye ihtiyacı olmaması ve gelir ve karlılığın ana kaynağı olan Mavi markasının değerinin bilançoda yer almaması nedenleri ile Defter Değeri yönteminin Şirket değeri hesaplanmasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate alınmadığı ifade edilmiştir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

D- SONUÇ

Analiz edilen yöntemlerin verdiği sonuçlar değerlemenin sonuç bölümünde tablo halinde gösterilmiştir. Bu değerler aşağıdaki gibidir.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/Net Satış (mn TL)	50 %	3.072,4
FD/FAVÖK (mn TL)	50 %	2.943,7
Defter Değeri Yöntemi (mn TL)	0 %	140,5
Ortalama Özsermaye Değeri (mn TL)		3.008,1
Hisse Adedi (milyon)		49,657
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)		60,6

Değerleme sadece çarpan analizi yöntemine dayandırılmıştır. Çarpan Analizinde ise benzer Şirketlerin tahmini Firma Değeri/Net Satış ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Mavi için çarpan analizinde kullanılan 31.01.2018 tarihli yıllık tahmini Net Satış ve FAVÖK öngörülerinin makul olduğu görüşündeyiz. Ancak tahmini veriler yanında 31.01.2017 tarihli gerçekleşmiş yıllık veriler ve cari çarpanlar kullanılması suretiyle hem yöntem zenginliği arttırılabilir hem de tahminlerin içerdiği risklerin değerlemeye etkisi sınırlanabilirdi.

Çarpan analizinde Türkiye’ den sadece BİM’ in çarpanları dikkate alınmıştır. Her ne kadar Türkiye’ de Mavi ile birebir benzeşen bir firma olmasa da, sonuç olarak Şirket gelirlerinin çoğunu yurtiçi faaliyetlerinden elde ettiğinden faaliyet alanı ve iş modeli bir şekilde benzeşen daha fazla BIST şirketinin çarpanları kullanılarak değerlemenin derinliği arttırılabilirdi. Ayrıca Şirket, BİST’ te işlem göreceğinden BIST-100 ya da BIST- Ana Pazar çarpanları da analize dahil edilerek buradan da bir değere ulaşılabilirdi.

Çarpan analizinde; bu yöntemde sıklıkla kullanılan önemli çarpanlardan biri olan F/K çarpanının da kullanılması gerektiği görüşündeyiz. Ayrıca gelecek beklentilerini yansıtması ve yatırımcıya bir vizyon sunması açısından İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılarak değerlendirilebilir böylece değerlemenin sağlaması yapılabilirdi.

İş Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda iskonto öncesi Mavi birim pay fiyatı 60,6 TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı ise 43,0 TL-51,6 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre halka arz iskontosu % 29-14,8 aralığında hesaplanmaktadır.

Sonuç olarak belirlenen birim halka arz fiyat aralığını ve iskonto oranını makul olarak değerlendiriyoruz.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; info@metroyatirim.com.tr