



ÜNLÜ Menkul

**Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

**'Mavi Giyim'**

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporu  
Değerlendirme Raporu**

**07 Haziran 2017**

**ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.**

**ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.**

Ahi Evran Caddesi Polaris Plaza No: 21 K: 1 34398 Maslak - Sarıyer - İstanbul - Türkiye  
T: +90 212 367 36 36 F: +90 212 346 10 40 www.unluco.com Tic. Sic. No: İstanbul-271186

## İçindekiler

1. Raporun Amacı .....	3
2. Halka Arz Bilgileri.....	3
2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler .....	3
2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo.....	4
3. Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
3.1 Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	5
3.1.1 Türkiye Faaliyetleri.....	5
3.1.2 Yurtdışı Faaliyetleri.....	6
3.1.3 Satış Kanalı bazlı ve Coğrafi Gelir Dağılımları.....	6
3.2. Pazar Hakkında Bilgi.....	7
3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler .....	7
3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı .....	7
3.3.2 FAVÖK – Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2015, 2016, 2017).....	8
3.3.3 Gerçekleşen gelir ve brüt kar gelişimi (2015, 2016 ve 2017).....	8
3.3.4 Düzeltilmiş FAVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK marjı gelişimi (2015, 2016 ve 2017).....	9
3.4.5 Gerçekleşen net kar ve net kar marjı gelişimi (2015, 2016 ve 2017).....	9
4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	10
5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz .....	10

## Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Mavi Giyim”) Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu

### 1. Raporun Amacı

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) pay ve pay benzeri menkul kıymetlerin ihracına ilişkin usul ve esasların düzenlendiği 22/06/2013 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği’nin 29. Maddesi 2. Fıkrası çerçevesinde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır. Rapor, Konsorsiyum Lideri İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“İş Yatırım”) “En İyi Gayret Aracılığı” yoluyla arz edeceği Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mavi Giyim) paylarının halka arzı kapsamında İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İş Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nu yöntem, içerik ve varsayımlar açısından analiz edip değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin hazırlanan analiz raporunda 5. kısımda bulunan Sonuç (sayfa 10) değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler; izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

***İşbu rapor yalnızca ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.’nin fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü ve değerlendirmeleri olup yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri, teklif veya tavsiye niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararlarının halka arza ilişkin olarak KAP’ta yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.***

### 2. Halka Arz Bilgileri

#### 2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz satış yöntemi “**Fiyat Aralığı ile Talep Toplama**” ile gerçekleştirilecek olup, konsorsiyum lideri İş Yatırım ve diğer katılımcı kuruluşlar “En İyi Gayret Aracılığı” ile görev alacaktır.

Halka arz edilecek hisse senetleri – ek satış dahil – toplam sermayeyi temsil eden payların %55’inin ortak satışı ile 27.311.350 TL nominal adetten oluşmaktadır.

Halka arz fiyat aralığı 43,00 – 51, 60 TL olarak belirlenmiş olup, halka arz büyüklüğü ek satış dahil 1.174.388.050 TL – 1.409.265.660 TL’dir.

## 2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo

<b>Halka Arz</b>	Halka Arz Öncesi Sermaye	49.657.000 TL	Halka Arz Fiyatı (1TL nom. pay için)	43,00 – 51,60 TL
	• <b>Ortak Satışı</b>	23.749.000 TL (nom.) (%47,83)		1.021,21 – 1.225,45 milyon TL
	• Sermaye Artırımı	-		-
	• <b>Ek Satış</b>	3.562.350 TL (nom.) (%7,17)		153,18 –183,82 milyon TL
	Halka Arz Sonrası Sermaye	49.657.000 TL	Arz Büyüklüğü (ek satış dahil)	1.021,2 – 1.225,5 mln TL (1.174,4 – 1.409,3 mln TL)
	Halka Açıklık Oranı (ek satış dahil)	%47,83 (%55,00)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2,14 – 2,56 milyar TL
<b>Talep Toplama</b>	8 – 9 Haziran 2017			
<b>Tahsisatlar</b>	* Yurt İçi Bireysel	: % 10		
	* Yurt İçi Kurumsal	: % 20		
	* Yurt Dışı Kurumsal	: % 70		
<b>Satmama Taahhüdü (Lock-Up)</b>	* Mavi Giyim, 180 gün boyunca satmama ve bedelli sermaye artırımı yapmama, * Ana ortak Blue International, halka arza konu olmayan paylarını 180 gün boyunca satmama, bir yıl boyunca ise halka arz fiyatının altında bir fiyattan satmayacağı taahhüdünde bulunmuştur.			
<b>Halka Arz Gelirinin Kullanımı</b>	Ortak satışı – Mavi Giyim’e doğrudan nakit girişi olmayacaktır.			

\* Kaynak: Mavi Giyim, İş Yatırım

### 3. Şirket Hakkında Özet Bilgi<sup>1</sup>

#### 3.1 Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket'in kökleri, kurucusu Sait Akarlılar'ın 1971 yılında kurduğu hazır giyim ve konfeksiyon üretim şirketine dayanmaktadır. "Mavi" markası 1991 yılında, kadın ve erkekler için jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmak amacıyla kurulmuştur. Şirket, 1993 yılında, İstanbul'un önde gelen bir alışveriş merkezinde ilk mağazasını açarak perakende faaliyetlerine başlamıştır.

90'lı yılların ortasında Mavi markası Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'ya taşıyan şirket, 1996'da Almanya'da Mavi Almanya'yı kurmuş; 2000'lerin başında ise Mavi Jeans Australia Pty Ltd. ile birlikte Avustralya'daki faaliyetini başlatmıştır.

Turkven Girişim Sermayesi (TPEF II) 2008 yılında, şirkete yatırım yapmıştır. Söz konusu yatırımının ardından büyüme stratejisine yeni bir bileşen eklenmiş ve markanın "Mavi Jeans"ten "Mavi"ye geçiş süreci başlamıştır. Şirketin iki dolaylı pay sahibi vardır. Akarlılar Ailesi Üyeleri şirket sermayesinin %46'sının dolaylı sahibi konumundayken, TPEF II ise şirket sermayesinin %54'üne dolaylı olarak sahiptir.

2013 yılına gelindiğinde ise, mavi.com internet alışveriş sitesi ile e-ticaret faaliyetlerine başlanmış ve şirket aynı anda, Mavi Almanya tarafından yönetilen Almanya'da faaliyet gösteren e-ticaret sitesini de hayata geçirmiştir. Şirketin, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Kanada'da faaliyet gösteren e-ticaret siteleri, sırasıyla 2014 ve 2016 yıllarında hayata geçmiştir. Mevcut durumda e-ticaret, şirket gelirinin küçük bir kaynağını teşkil etmekle beraber 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda gerçekleşen konsolide satışların %1,7'sini teşkil etmiştir. E-ticaretin bir satış kanalı olarak yurt içinde ve dışında yüksek bir büyüme potansiyeli taşıdığı düşünülmektedir.

31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurt içinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte; bunlara ek olarak franchise alanlar ise 70 adet monobrand mağaza işletmektedir. Şirket ayrıca, 31 Ocak 2017 itibarıyla yurt dışında yaklaşık 4.700 adet toptan satış noktası bulunan müşterilere satış yapmaktadır. Şirket'in Almanya, Rusya, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'da yer alan toplam 61 adet monobrand mağazasından, 22 adedi Şirket; kalan 39 adedi ise franchise alanlar tarafından işletilmektedir.

#### 3.1.1 Türkiye Faaliyetleri

Son üç mali yıl boyunca yılda ortalama 26 yeni mağaza açan şirket son mali yılda ise mağazalarında 55 milyonun üzerinde ziyaretçi sayısına ulaşmıştır. Şirket sahip olduğu perakende mağazalarda güçlü ekonomik sonuçlar elde ederken son üç yıl boyunca düzeltilmiş oranlar dikkate alındığında bire bir satışların ortalama %16,3 oranında büyüdüğü görülüyor. Mağazalara yapılan yatırımların üç yıldan daha kısa bir süre zarfında kendisini ödemesi hedefleniyor. 31 Ocak 2017 itibarıyla bir yıldan uzun süredir aktif olan mağazaların %94'ü kârdadır. 2016 yılı Haziran ayında GfK tarafından

<sup>1</sup> İhraççı Bilgi Dokümanı <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/610887>, 07 06 2017

hazırlanan marka algı raporuna göre şirket genel farkındalık ve akla ilk gelen marka bilinirliği açısından yurtiçindeki bir numaralı Jean markası konumunda bulunmaktadır. Genç, sadık ve modayı takip eden bir müşteri tabanını kendisine çeken Mavi markası 31 Ocak 2017 itibariyle 5,7 milyon üyeli CRM sadakat programında 3,9 milyon aktif müşteriye sahiptir.

### 3.1.2 Yurtdışı Faaliyetleri

Şirket 4700 satış noktasında Türkiye hariç 34 ülkede faaliyet göstermektedir. Bu ülkeler arasında ABD, Kanada, Almanya ve Rusya gibi dört önemli merkez de bulunmaktadır. 31 Ocak 2017 itibariyle sone eren mali yılda dünya çapındaki 7,5 milyon adetlik jean satışının 1,6 milyonu ABD, Kanada, Avrupa ve diğer yurtdışı pazarlarda (Rusya ve Avustralya haricinde) gerçekleştirilmiştir.

### 3.1.3 Satış Kanalı bazlı ve Coğrafi Gelir Dağılımları

31 Ocak'ta sona eren mali yıllar	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
<b>Perakende</b>	573,2	64,0	729,4	69,3	890,5	68,1
<b>Toptan Satış</b>	310,5	34,7	309,2	29,4	395,6	30,2
<b>E-Ticaret</b>	11,3	1,3	14,2	1,3	21,8	1,7
<b>TOPLAM</b>	<b>895,1</b>		<b>1.052,8</b>		<b>1.307,9</b>	

\*Kaynak: Şirket

31 Ocak'ta sona eren mali yıllar	2015		2016		2017	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)
<b>Türkiye</b>	752,3	84,0	925,7	87,9	1.121,2	85,7
<b>Avrupa</b>	101,5	11,3	96,2	9,1	100,1	7,7
<b>Amerika*</b>	--	--	--	--	37,6	2,9
<b>Kanada*</b>	--	--	--	--	17,3	1,3
<b>Rusya</b>	26,2	2,9	19,4	1,8	19,7	1,5
<b>Diğer Ülkeler</b>	15,1	1,7	11,5	1,1	12,0	0,9
<b>TOPLAM</b>	<b>895,1</b>		<b>1.052,8</b>		<b>1.307,9</b>	

\*Kaynak: Şirket

\*\* ABD ve Kanada, 1 Eylül 2016 itibariyle şirketin konsolide gelirine katkı sağlamıştır.

### 3.2. Pazar Hakkında Bilgi

Euromonitor verilerine göre 2016 yılında Türkiye giyim pazarı 46 milyar TL büyüklüğe sahip bulunuyor. Yetişkinlere yönelik dış giyim bu miktarın 30 milyar TL'sine 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'sine 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.

Rekabet açısından bakıldığında, Türkiye hazır giyim pazarı yerel ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır. Euromonitor'a göre, en büyük beş oyuncu 2016 yılında pazarın yaklaşık %30'unu teşkil ederken Mavi ise üst pazar segmentinde yer alan tek yerli markadır. Söz konusu yılda pazarda altıncıdır ve en büyük üç oyuncunun hepsi de kitle pazarı (mass market) pazar segmentine yoğunlaşmıştır. Euromonitor'a göre şirket, Türk jean pazarı içerisindeki %24 payı ile 2016'daki en büyük pazar payına sahiptir.

### 3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler

Son üç mali yıl göz önünde bulundurulduğunda şirketin geliri %20,9, düzeltilmiş FAVÖK'ü %28,4, net kârı ise %65,6 YBBO artış göstermiştir. 31 Ocak 2015, 2016 ve 2017 tarihlerinde sona eren mali yıllarda şirketin TFRS finansal tablolar üzerinden hesaplanan FAVÖK tutarı sırasıyla 86,2 milyon TL, 137,2 milyon TL ve 175,1 milyon TL'dir. Aynı dönemler için şirketin düzeltilmiş FAVÖK tutarı ise sırasıyla 103,2 milyon TL, 131,0 milyon TL ve 170,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

#### 3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Şirket'in 49.657.000,00 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Blue International'ın toplam 49.657.000 TL nominal değerinde ve %100 oranında payı bulunmaktadır. Toplam 23.749.000,00 TL nominal değerli B Grubu paylar halka arz edilecektir. Ek satış olması halinde, halka arz eden Blue International'ın sahip olduğu toplam 3.562.350 TL nominal değerli B Grubu paylar ek satışa konu edilebilecektir.

Ortağın Unvanı	Halka Arz'dan Önce		Halka Arz'dan Sonra		Halka Arz'dan Sonra (ek satış olursa)	
	TL	%	TL	%	TL	%
Blue International Holding B.V.	49.657.000	100	25.908.000	52,17	22.345.650	45,0
Halka Açık Kısım	-	-	23.749.000	47,83	27.311.350	55,0
<b>Toplam</b>	<b>49.657.000</b>	<b>100</b>	<b>49.657.000</b>	<b>100</b>	<b>49.657.000</b>	<b>100</b>

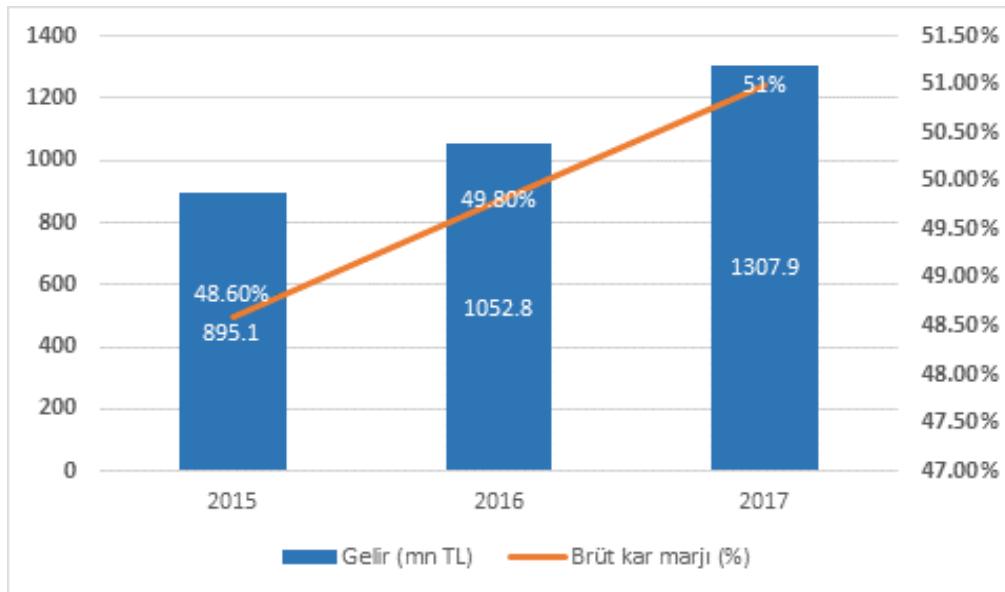
\*Kaynak: Şirket

### 3.3.2 FAVÖK – Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2015, 2016, 2017)

mn TL	2015	2016	2017
Esas Faaliyet Karı	57.1	97	128.6
Amortisman ve itfa giderleri	29	40.2	46.5
<b>FAVÖK</b>	<b>86.2</b>	<b>137.2</b>	<b>175.1</b>
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı geliri, net	-0.1	-1.1	-3.6
Ticari alacak ve borçlara ilişkin reeskont faizi geliri, net	-0.5	-0.8	-0.7
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı gideri, net	20.7	0.2	0.1
Yatırım ve faaliyetlerden gelirler ve giderler	-3	-4.5	-0.6
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>103.2</b>	<b>131</b>	<b>170.2</b>

\*Kaynak: İş Yatırım

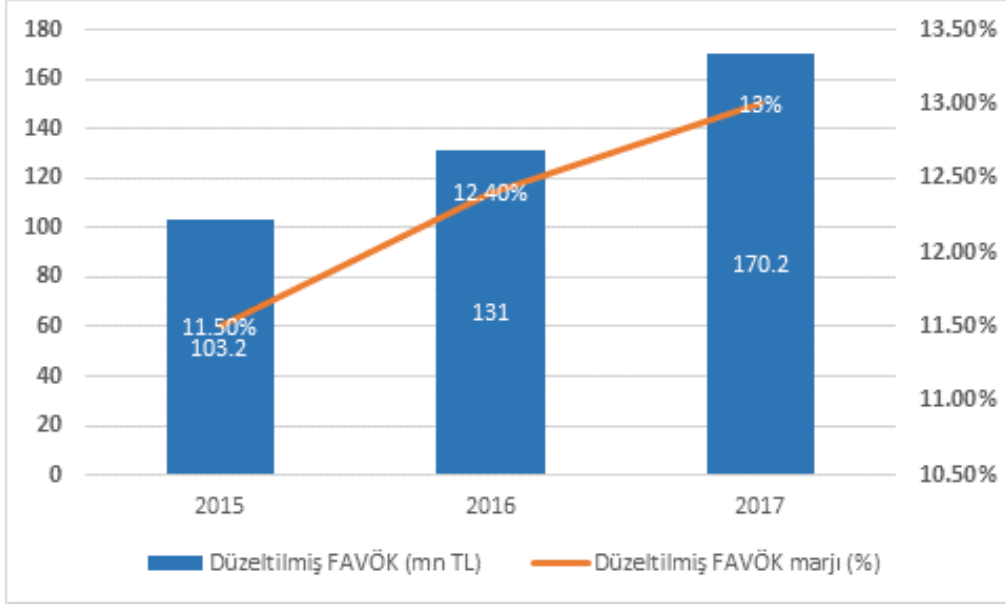
### 3.3.3 Gerçekleşen gelir ve brüt kar gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



\*Kaynak: İş Yatırım

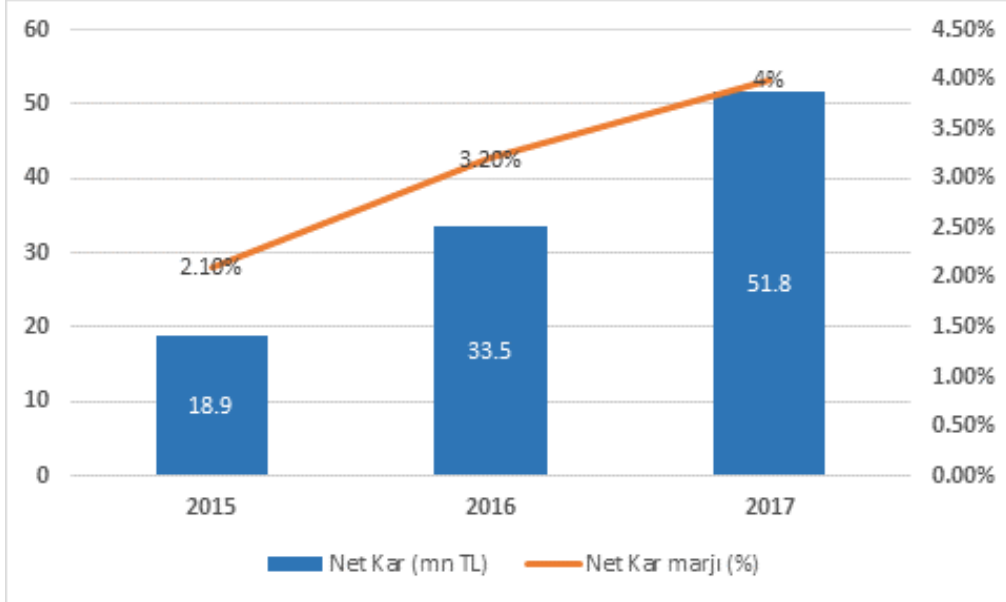


### 3.3.4 Düzeltilmiş FAVÖK ve düzeltilmiş FAVÖK marjı gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



\*Kaynak: İş Yatırım

### 3.4.5 Gerçekleşen net kar ve net kar marjı gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



\*Kaynak: İş Yatırım

#### 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş değerleme çalışmasında “Çarpan Analizi” yöntemi kullanılmıştır. Her ne kadar defter değeri yöntemi de kullanılmış olsa da rapor kapsamında hesaplanan defter değerinin şirketin sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini göz önünde bulundurmaması sebebiyle uygun bir yöntem olmadığı düşünülmüş ve dikkate alınmamıştır.

Son 12 aylık FD/Net Satış çarpanının medyanına göre şirketin özsermaye değeri 3.072,4 mn TL olarak hesaplanmıştır. Son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanının medyanına göre ise şirketin özsermaye değeri 2.943,7 mn TL olarak hesaplanmıştır. Her iki çarpana da eşit ağırlık verilerek 3.008,1 mn TL özsermaye değerine ulaşılmış olup ortalama hisse fiyatı 60,6 TL olarak hesaplanmıştır.

Hesaplamaya göre iskonto öncesi birim pay fiyatı 60,6 TL olarak tespit edilirken halka arz fiyat aralığı ise 43,0-51,6 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyatının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %29,0 ve %14,8 olarak hesaplanmıştır.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/ Net Satış (mn TL)	%50	3.072,4
Seçilmiş Benzer Şirketler - FD/ FAVÖK (mn TL)	%50	2.943,7
Defter Değeri Yöntemi (mn TL)	%0	140,5
Ortalama Özermaye Değeri (mn TL)		3.008,1
Hisse Adedi (milyon)		49657
<b>Ortalama Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>60,6</b>

\*Kaynak: İş Yatırım

#### 5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu’nda Mavi Giyim ve değerlendirme için kullanılan benzer şirketler hakkında verilen finansal bilgilerin anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Diğer taraftan rapor kapsamında hesaplanan defter değerine, şirketin sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini göz önünde bulundurmaması sebebiyle yer verilmemesini de uygun bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Piyasa çarpanları üzerinden değer hesaplanırken seçilen bazı benzer şirketlerin iş modellerinin Mavi Giyim’e göre farklı olduğu dikkate alındığında, indirgenmiş nakit akım (İNA) yönteminin de fiyat belirlenmesinde kullanılabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, İNA yöntemine de yer verilmiş olması daha tatmin edici bir sonuç çıkartabilecek olsa da hesaplanan pay fiyatını ve halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen fiyat aralığını makul buluyoruz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. (“ÜNLÜ & Co”), Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar’ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar’ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co’dan herhangi bir talepte bulunulamaz. Bu rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.