



**MAVİ GİYİM SANAYİ ve TİCARET A.Ş.  
("Mavi Giyim")**

**"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ**

**HAZİRAN 2017**



---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>4</b>
<b>III. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>5</b>
<b>IV. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>8</b>
<b>V. DEĞERLEME</b>	<b>10</b>
<b>VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ</b>	<b>13</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İş Yatırım") Konsorsiyum lideri olduğu Mavi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Mavi Giyim" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İş Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 49.657.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 49.657.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 23.749.000 TL nominal (ek satış hariç) – Ortak Satışı* + 3.562.350 ek satış 27.311.350 TL nominal (ek satış dahil) – Ortak Satışı*
Halka Arz Şekli	■ Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	■ 43,0-51,6 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 1,02-1,23 milyar TL -ek satış hariç (1,17-1,41 milyar TL -ek satış dahil)
Halka Arz Oranı	■ %47,83 ek satış hariç (%55 ek satış dahil)
Halka Arz Tarihi	■ 8-9 Haziran 2017
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)	■ 15 Haziran 2017
Tahsis Grupları	■ Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %10 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %20 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %70
Konsorsiyum Lideri	■ İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Satmama Taahhüdü	■ Ana ortak Blue International halka arzdan sonraki 180 gün süre içinde halka arz fiyatının altında pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir. Şirket de halka arzdan sonraki 180 gün süre içinde bedelli sermaye artırımını yapmayacağını taahhüt etmiştir.
Kar Dağıtım Politikası	■ Şirket dağıtılabilir net dönem karının en az %30'luk kısmını pay sahiplerine dağıtmayı hedeflemektedir.
Fiyat İstikrarı	■ Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren max. 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemleri yapılacaktır.

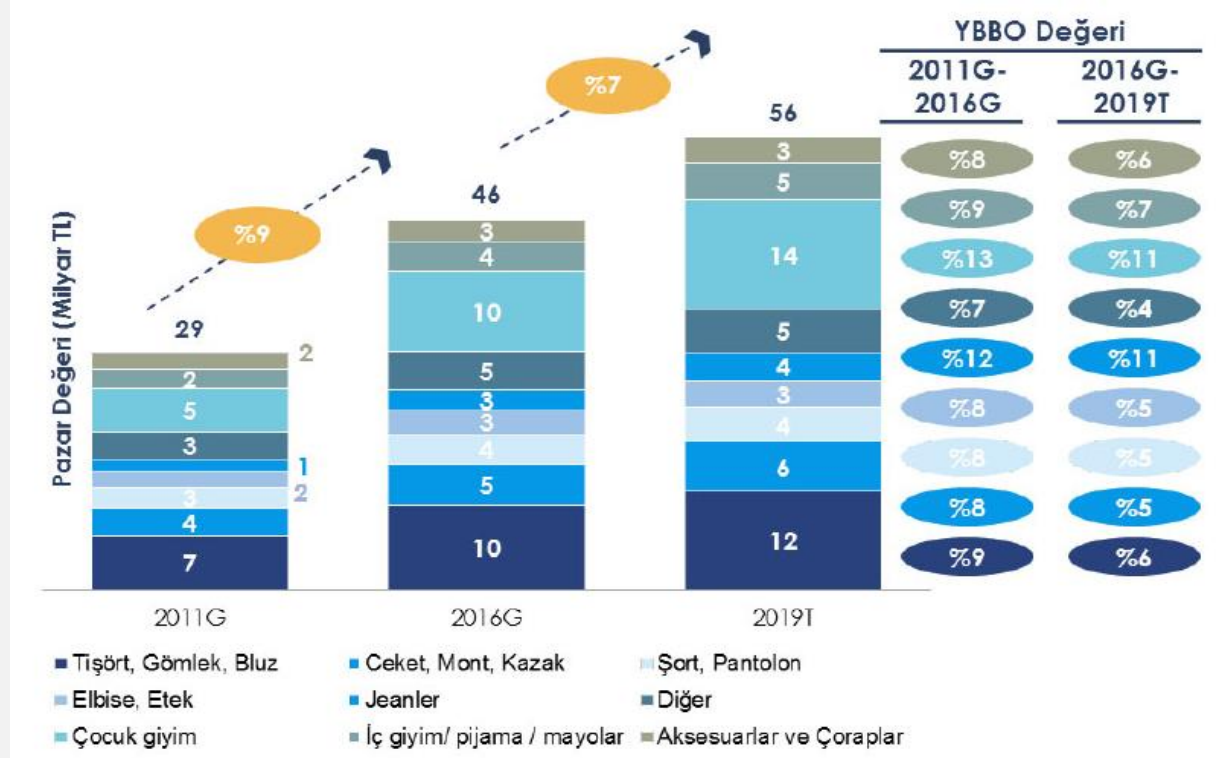
\* Blue International Holding B.V. pay satışı yapacaktır.

## II. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Mavi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Mavi Giyim" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Euromonitor'e göre giyime yönelik toplam Türkiye pazar büyüklüğü 2016 yılında yaklaşık 46 milyar TL'dir. Yetişkinlere yönelik dış giyim bu miktarın 30 milyar TL'sine tekabül etmektedir. 2011-2016 yılları arasında %9'luk YBBO ile büyümüş olan toplam pazarın 2016-2019 yılları arasında %7'lik YBBO ile 56 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir.

### Türkiye'de Giyim Pazarının Gelişimi (2011-2016) ve Tahmini (2019), milyar TL



Kaynak: İzahname

- ✓ 2011-2016 yılları arasında %12'lik YBBO kaydeden jean pazarının 2016-2019 yılları arasında %11 YBBO sürdürmesi beklenmektedir.
- ✓ Türkiye'de Jean için kişi başına harcanan 10 Euro olup, bu tutar ABD'de 49 Euro, İngiltere'de 45 Euro seviyesindedir.
- ✓ Türk hazır giyim pazarı yerel ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır. Euromonitor'e göre en büyük 5 oyuncu 2016 yılında pazarın %30'unu oluşturmaktadır. Mavi Giyim pazarda üst segmentte yer alan tek yerli marka olarak 2016 yılında sıralamada 6. sırada yer almıştır. Euromonitor'e göre Şirket Türk sadece jean pazarı içinde ise %24 pazar payı ile en büyük pazar payına sahiptir.
- ✓ Yurt içinde jean ve jean odaklı moda pazarında mavi Giyim dışındaki başlıca oyuncular LC Waikiki, Koton, DeFacto ve Colin's gibi Türk markaları ile uluslararası bir marka olan Levi's'dir.

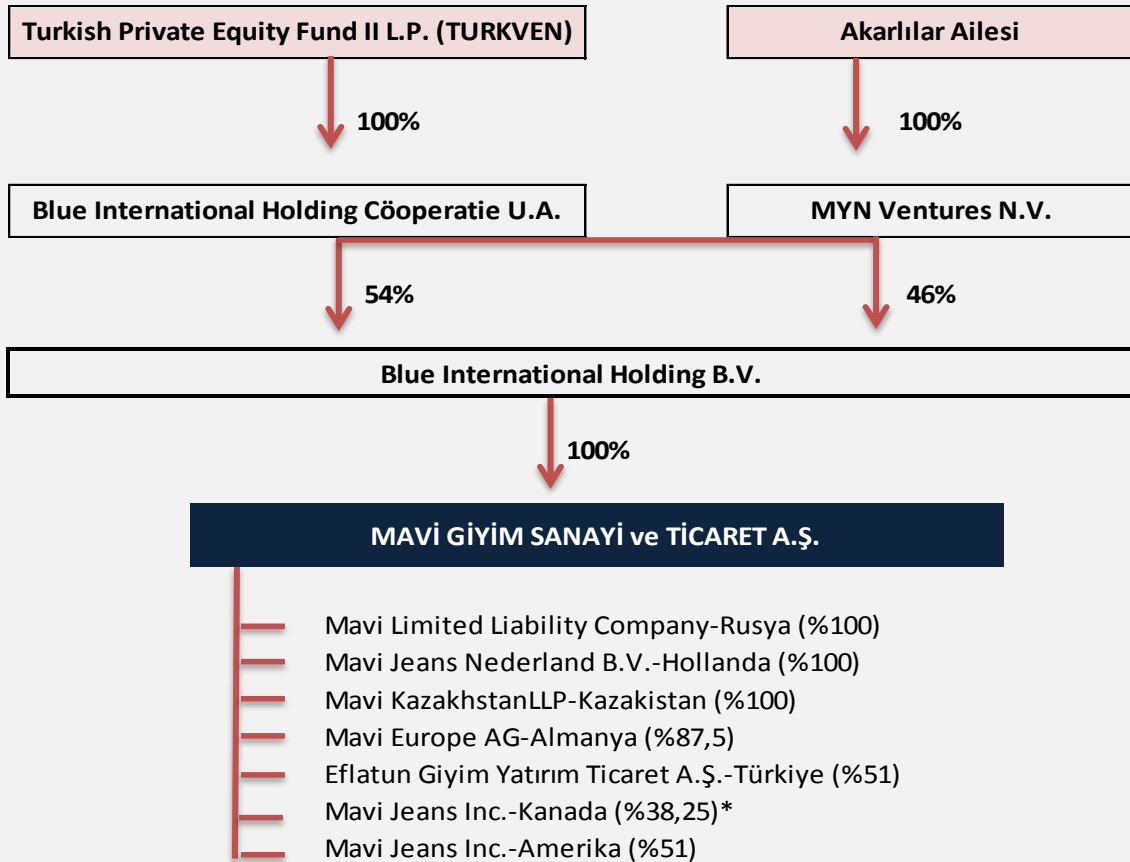
### III. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Mavi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Mavi Giyim" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Mavi Jeans" ya da "Şirket") 1991 yılında kurulmuştur. Ancak Şirket'in kökleri kurucusu Sait Akarlılar'ın 1971 yılında kurduğu hazır giyim ve konfeksiyon üretim şirketine dayanmaktadır.
- ✓ Mavi Jeans, her cins tabii ve sun'î kumaştan üretilmiş hazır giyim eşyalarının ve tekstil ürünlerinin imalatını ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirket jean ürünü satışının yanı sıra kadın ve erkeklere yönelik tişörtler, gömlekler, mont ve ceketler, kazaklar, jean haricinde pantolonlar, etek ve elbiseler ile aksesuarlar ve ayakkabılar gibi lifestyle hazır giyim ürünlerini tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır.
- ✓ Mavi Jeans'ın 49,7 milyon TL'lik sermayesinin %100'ü Blue International Holding B.V.'ye (kısaca "Blue International") aittir.
  - Blue International'in sermayesinin %54'ü Blue International Holding Cöoperatie U.A.'ya, %46'sı ise MYN Ventures N.V.'ye aittir.
  - Blue International Holding Cöoperatie U.A.'nın %100'ü Turkish Private Equity Fund II L.P. (kısaca "TPEF II" ya da "TURKVEN")'ye aittir.
  - MYN Ventures N.V.'nin %100'ü Akarlılar Ailesine aittir.

Bu profil çerçevesinde Şirket'te Akarlılar ailesi üyelerinin %46 ve TURKVEN'in %54 oranında dolaylı payı bulunmaktadır.

- ✓ Şirket'in ortaklık yapısına ve bağlı ortaklıklarına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.



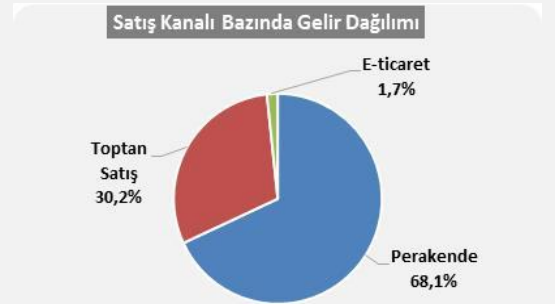
- ✓ Şirket, olarak Eflatun Giyim Yatırım Ticaret A.Ş. (kısaca "Eflatun Giyim") vasıtasıyla dolaylı olarak ABD'de kurulu Mavi Jeans, Inc.'in (kısaca "Mavi Amerika") %51'ine ve Kanada'da kurulu Mavi Jeans, Inc.'in (kısaca "Mavi Kanada") %38,25'ine sahip olup, hâkim ortak konumundadır. Mevcut durumda Mavi Kanada'nın %75'i Eflatun Giyim'e, %25'i de Kitsch Apparel Inc.'e (kısaca "Kitsch") aittir. Mavi Jeans, Kitsch'e ait payların satın alımı için görüşmeler yapmaktadır.
- ✓ Mavi Giyim, Eflatun Giyim'in %51'ini Ağustos 2016'da satın almıştır. Mevcut durumda herhangi bir faaliyeti olmayan ve sadece Mavi Amerika ile Mavi Kanada'nın hâkim şirketi olan Eflatun Giyim'in diğer iki ortağının paylarını Şirket'e satma hakkı, Şirket'in de diğer bu iki ortağın paylarını alım hakkı bulunmaktadır. 1 Eylül 2016'dan itibaren Mavi Amerika ve Mavi Kanada Şirket'in mali tablolarında bağlı ortaklık olarak konsolide edilmektedir.
- ✓ Şirket'in ayrıca Mavi Europe AG-Almanya'da %87,5 oranında payı bulunmakta olup, Mavi Giyim'e ait olmayan %12,5'lik kısmının satın alım hakkı da Mart 2017'de kullanılmıştır. Devir işlemlerinin Ekim 2017'de tamamlanması ile Mavi Almanya'nın tamamı Mavi Giyim'e ait olacaktır.

Mavi Giyim'in Gelişimi	
1991	Mavi Giyim'in kuruluşu ve Mavi Jeans markasının yaratılması
1993	Mağaza perakendeciliğinin başlangıcı
1996	Türkiye'de pazar liderliği & ABD, Kanada ve Almanya'ya ihracat
1996-2001	Yeni kalıplarla sektörün öncülüğü & dünya çapında reklam kampanyalarının başlangıcı
2001	Yıllık cirosu 100 milyon TL'ye ulaştı
2006	Ege pamuğuyla ürettiği koleksiyon ile dünyada organik jeans'in öncüsü oldu & 100.perakende mağazası açıldı
2007	"Kartuş" isimli CRM programı ve müşteri kartı sisteminin başlangıcı & ISO 500'de 281. sıraya yükseldi
2008	Turkven ile anlaşma yapılması
2010	Yıllık jean satış adedi 5 milyonu geçti
2011	Hollanda ve Rusya'da yeni şirketler kurulması
2012	Yıllık cirosu 500 milyon TL'nin üzerine çıktı
2013	Mağazalarda güzellik ürünleri satışına başlandı & online alışveriş sitesi www.mavi.com açıldı
2014	ABD ve Almanya'da online alışveriş siteleri açıldı & ISO 500'de 166. sıraya yükseldi & 200. perakende mağazası açıldı
2015	Yıllık jean satış adedi 7 milyonu geçti
2016	Dünyada 385 Mavi Shop'a, Türkiye'de 140.000 m <sup>2</sup> 'lik satış alanına ulaştı

- ✓ "Mavi" markası günümüzde hem kadın hem de erkeklere yönelik uluslararası bir hazır giyim ve aksesuar markası haline gelmiştir.
- ✓ Ürünlerin önemli bir kısmının üretilmesi için Erak Giyim ve Erak Giyim'in Mısır menşeli bağlı ortaklığı Akay Lelmalabis Elgahizah (kısaca "Akay") ile çalışmaktadır. Erak Giyim'in %57,5'i Sait Akarlılar'a, %20'si MJV International B.'ye, %22,5'i de Akay ailesine aittir.
- ✓ Şirket'in Erak Giyim ile arasında tedarikçi üretim sözleşmesi bulunmaktadır. Mevcut sözleşme 1 Ocak 2016-31 Aralık 2017 arasındaki dönemi kapsamakta olup, kendiliğinden birer yıllık sürelerde otomatik olarak yenilenmektedir.
- ✓ 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren son mali yılda toplam denim ürünlerinin %81'i ve tüm ürünlerin de %41,8'i Erak Giyim ve Akay'dan tedarik edilmiştir.

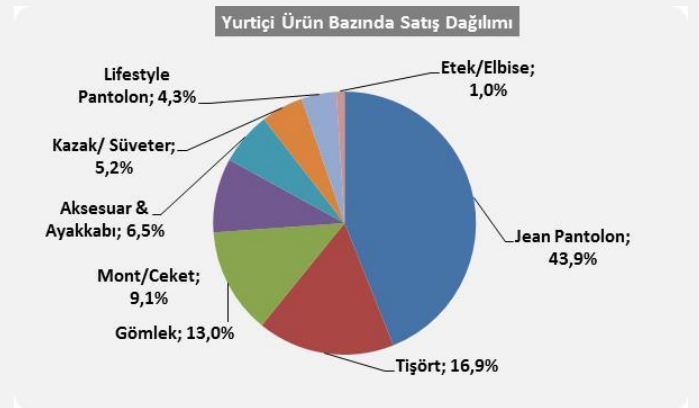
- ✓ Şirket'in mali dönemi 1 Şubat-31 Ocak tarihleri arasındadır. Şirket 31 Ocak 2017'de sona eren son mali yılda Avustralya ve Rusya dışında dünya çapında 7,5 milyon adet Jean ürünü satışı gerçekleştirmiştir.
- ✓ Şirket, Mavi markalı ürünlerini Türkiye, ABD, Kanada, Almanya ve Rusya dahil olmak üzere toplamda 35 ülkede, 5.500'den fazla noktada satışa sunmaktadır.
- ✓ Şirket satışlarını 3 kanal aracılığıyla gerçekleştirmektedir:
  - Perakende satış
  - Toptan Satış
  - E-ticaret
- ✓ Perakende satışlar, Şirket tarafından işletilen ve monobrand Mavi mağazalarında (sadece Mavi markalı ürünlerin satıldığı mağazalar) gerçekleştirilen satışları temsil etmektedir. 31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket Türkiye'de 261, Almanya'da 9, Rusya'da 8, Kanada'da 4 ve ABD'de 1 mağaza işletmektedir. Toptan satışlar, nihai tüketiciye satış yapan katlı mağaza zincirleri, corner mağazalar ve diğer mağazalar ile üçüncü kişilere ait e-ticaret satış kanallarına ve franchise alanlar tarafından işletilen monobrand mağazaları da kapsayan üçüncü kişi perakendecilere yapılan satışları kapsamaktadır. E-ticaret, Şirket'in kendisine ait olan www.mavi.com internet sitesinden tüketicilere yapılan doğrudan satışları içermektedir.

- ✓ Şirket'in konsolide gelirleri içinde perakende satış kanalından elde edilen gelirlerin payı %68,1 seviyesindedir. Yandaki grafikte gelirlerin satış kanalı bazında dağılımı bulunmaktadır.
- ✓ Şirket'in yurt içinde 331, yurt dışında da 61 adet olmak üzere toplam 392 adet monobrand mağazası bulunmaktadır.



- ✓ Satış gelirlerinin coğrafi bazda dağılımı incelendiğinde Türkiye'nin %85,7 ile ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Şirket 1 Eylül 2016'dan bu yana ABD ve Kanada'dan elde ettiği satış gelirlerini konsolide etmektedir. Yandaki grafikte Şirket'in gelirlerinin coğrafi bazda dağılımı yer almaktadır.
- ✓ 31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurt içinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte olup, franchise alanların da işlettiği 70 adet monobrand mağazası ile birlikte toplam monobrand mağaza sayısı 331 adede ulaşmaktadır. Şirket ürünleri ayrıca 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır.

- ✓ Şirket'in yurt içinde monobrand mağazalarında gerçekleşen satışlarının ürün bazında dağılımı aşağıdaki grafikte yer almaktadır.
- ✓ Şirket stratejisi gereği perakende satışa ağırlık vermekte olup, büyüme hedefi de bu kanal üzerinedir. Mevcut durumda toplam gelirlerinin %68,1'i perakende kanalından, %30,2'si toptan satış kanalından %1,7'si ise e-ticaret kanalından elde edilmektedir.



Kaynak: İzahname

- ✓ Şirket'in satışlarının %44'ünü oluşturan jean pantolon dışında gömlek, kumaş pantolon, tişört, kemer vs gibi lifestyle ürünleri de bulunmaktadır.
- Dünya çapında sadece Mavi markalı ürünlerin satıldığı 392 adet monobrand mağazanın 283'ü Mavi Giyim tarafından açılmış olup, 109'u da franchise mağazadır. Şirket kendi açtığı tüm mağazalarda kiracı konumundadır, kendine ait gayrimenkulü bulunmamaktadır.
- Gelirlerinin %85,7'sini Türkiye'den elde eden Şirket'in monobrand mağazalarının 331 adedi Türkiye'de, geri kalan 61 adedi ise yurtdışıdır. (Almanya-9, Rusya-27, Kanada-4, ABD-1, diğer-20)
- 31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurt dışında yaklaşık 4.700 adet toptan satış noktası bulunan müşterilere satış gerçekleştirmektedir. Mavi Giyim'in Almanya, Rusya, ABD ve Kanada'da yer alan toplam 61 adet monobrand mağazasından 22 adedi Şirket, 39 adedi ise franchise alanlar tarafından işletilmektedir.
- Şirket'in yurt içindeki perakende mağazalarında gerçekleştirdiği bire bir satışları son 3 yılda ortalama %16,3 oranında büyüme kaydetmiştir.
- Şirket'in monobrand mağazaları ile yurt içinde ve Ermenistan, Belarus, Hırvatistan, Gürcistan, Ukrayna ve BAE gibi birçok ülkede bağımsız teşebbüslerle kurulan çeşitli franchise ilişkileri mevcuttur.
- ✓ Yurt içindeki mağazaların kira sözleşmeleri Euro, USD ve TL cinsinden düzenlenmektedir.
  - Kira bedelinin mağazanın cirosuna bağlı olarak gelirin belli bir yüzdesinden hesaplandığı kira sözleşmeleri,
  - TL cinsinden imzalanan kira sözleşmeleri ve
  - Kira bedelleri Euro ve USD olmasına rağmen TL'ye çevrilerek faturalanan sözleşmeler hariç olmak üzere, kira sözleşmeleri kapsamında belirlenen kira bedelleri Euro ve USD olarak ödenmektedir.
- ✓ Şirket'in e-ticaret yolu ile gerçekleşen satışları, toplam konsolide satış gelirinin %1,7'sini oluşturmaktadır.
- ✓ Şirket son yıllarda izlediği strateji doğrultusunda bir jean şirketi olmasının ötesine geçerek lifestyle markası haline gelmiştir. Keza, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren son mali yılda Şirket yurt içinde işlettiği monobrand mağazalarının satış gelirinin %56'sını lifestyle ürünlerden (jean pantolon dışındaki tüm ürünler), %44'ünü jean pantolon ürünlerinden elde etmiştir.

## IV. Finansal Bilgiler

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Mavi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Mavi Giyim" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mavi Giyim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

<b>BİLANÇO</b>	<b>31.01.2017</b>	<b>31.01.2016</b>	<b>31.01.2015</b>
<b>(bin TL)</b>	<b>(yıllık)</b>	<b>(yıllık)</b>	<b>(yıllık)</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>625.380</b>	<b>411.944</b>	<b>371.819</b>
- Nakit ve Nakit Benzerleri	158.056	111.374	92.175
- Ticari Alacaklar	109.381	74.659	78.415
- Diğer Alacaklar	21.491	13.116	14.129
- Türev Araçlar	7.335	2.943	334
- Stoklar	287.843	177.346	154.723
- Peşin Ödenmiş Giderler	20.388	15.655	16.021
- Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	5.286	3.872	6.377
- Diğer Dönen Varlıklar	15.596	12.976	9.642



<b>Duran Varlıklar</b>	<b>268.589</b>	<b>139.523</b>	<b>123.581</b>
- Diğer Alacaklar	2.013	1.342	1.249
- Maddi Duran Varlıklar	136.579	114.807	100.217
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	123.182	18.089	17.184
- Peşin Ödenmiş Giderler	68	248	478
- Ertelenen Vergi Varlıkları	6.745	5.035	4.451
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>893.969</b>	<b>551.467</b>	<b>495.400</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>631.594</b>	<b>402.263</b>	<b>380.171</b>
- Kısa Vadeli Borçlar	151.687	76.766	103.860
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	79.127	70.154	42.740
- Ticari Borçlar	299.515	213.722	199.977
- Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	14.848	15.024	12.334
- Diğer Borçlar	53.849	3.403	4.384
- Ertelenmiş Gelirler	11.985	10.738	8.733
- Kısa Vadeli Karşılıklar	10.630	6.881	4.252
- Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	203	282	2.276
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.746	5.288	1.610
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>121.875</b>	<b>53.579</b>	<b>53.580</b>
- Uzun Vadeli Borçlar	105.208	42.475	44.556
- Ertelenmiş Gelirler	118	-	-
- Uzun Vadeli Karşılıklar	3.150	2.976	1.948
- Diğer Borçlar		8.073	6.849
- Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	13.397	54	226
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>753.469</b>	<b>455.842</b>	<b>433.751</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>140.499</b>	<b>95.624</b>	<b>61.649</b>
- Ödenmiş Sermaye	49.657	49.657	49.657
- Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmelerin içeren birleşmelerin etkisi	-35.757	-35.757	-35.757
- Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-4.461	-4.211	-3.398
- Diğer kazanç/kayıplar	-4.079	-4.079	-4.079
- Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	10.152	6.855	5.519
- Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	17.426	14.819	14.694
- Geçmiş yıllar karları	65.733	34.889	16.129
- Net dönem karı	50.064	33.452	18.884
- Kontrol gücü olmayan paylar	-8.234	-	-
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>893.969</b>	<b>551.467</b>	<b>495.400</b>

GELİR TABLOSU	31.01.2017	31.01.2016	31.01.2015
(bin TL)	(yıllık)	(yıllık)	(yıllık)
Gelir	1.307.933	1.052.807	895.070
Satışların Maliyeti (-)	640.915	528.395	460.225
<b>Brüt Kar</b>	<b>667.018</b>	<b>524.412</b>	<b>434.845</b>
- Genel yönetim giderleri(-)	76.669	55.614	47.657
- Pazarlama giderleri(-)	448.336	357.951	294.614
- Araştırma ve geliştirme giderleri(-)	18.656	15.661	14.554
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler	6.145	4.704	1.197
- Esas faaliyetlerden diğer giderler(-)	911	2.869	22.101
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>128.590</b>	<b>97.019</b>	<b>57.115</b>
- Yatırım faaliyetlerden gelirler	104	62	72
- Yatırım faaliyetlerden giderler(-)	747	4.529	3.117
<b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı</b>	<b>127.946</b>	<b>92.553</b>	<b>54.070</b>
- Finansman gelirleri	13.361	9.175	7.517
- Finansman giderleri(-)	72.848	55.668	32.834
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı</b>	<b>68.460</b>	<b>46.059</b>	<b>28.753</b>
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri (-)	16.647	12.606	9.869
<b>Dönem karı</b>	<b>51.813</b>	<b>33.452</b>	<b>18.884</b>

## V. Değerleme

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve MAVİ Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "MAVİ Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi ve Defter Değeri yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

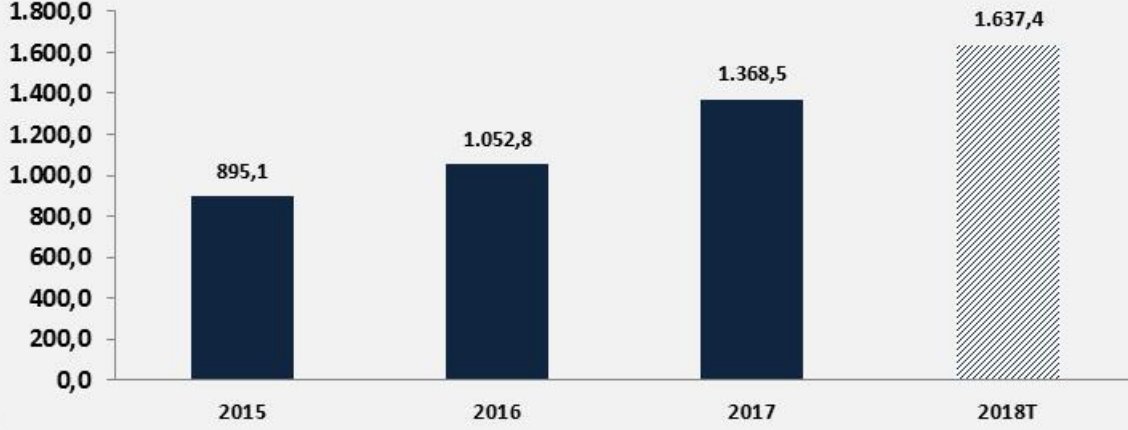
### 1-ÇARPAN ANALİZİ

Rapor'un çarpan analizi kısmında, Firma Değeri/Net Satış (FD/Satış) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) olmak üzere 2 çarpan kullanılmıştır.

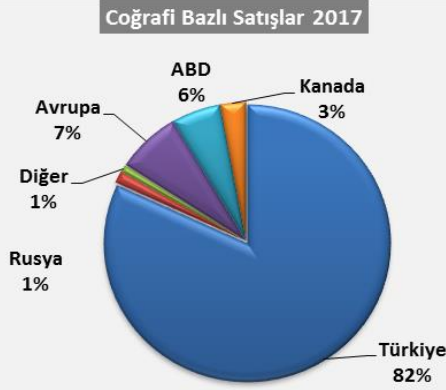
Rapor'da Türkiye'de Mavi Giyim ile benzeşen toptan ve perakende moda alanında faaliyet gösteren rahat/günlük giyim odaklı halka açık bir firma bulunmadığına dikkat çekilerek, operasyonel olarak perakende alanındaki benzerlikler nedeniyle yurt içinde BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.'nin (kısaca "BİM") çarpanlarının kullanıldığı ifade edilmiştir. Yurt dışı benzer şirket seçiminde perakende moda alanında Mavi Giyim ile faaliyetleri benzeşen firmalar kullanılmıştır.

Rapor'da çarpan analizinde yer alan net satış ve FAVÖK değerlerinin hesaplanmasında 31.01.2018 tarihli tahmini finansal veriler kullanıldığı ifade edilmiştir. Net satışların tahmini için yapılan gelir projeksiyonunda kanal bazında gerçekleşen satış büyümeleri esas alınmıştır. Aşağıdaki grafikte Şirket'in 31.01.2015-31.01.2017 arası gerçekleştirdiği satış gelirleri ile 31.01.2018 için yapılan tahmini satış gelirleri yer almaktadır.

### Coğrafi ve Kanal Bazlı Satışlar (mn TL)



Şirket 12 Ağustos 2016 tarihinde Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın sermayelerinin sırasıyla %100 ve %75'ini temsil eden paylara sahip Eflatun Giyim'in sermayesinin %51'ini temsil eden çoğunluk paylarını devralmıştır. Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın pay sahibi konumundaki Eflatun'un paylarının satın alınmasının mali tablolara etkisini göstermek amacıyla, Şirket'in 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yıl için denetimden geçmemiş kombine proforma mali tabloları hazırlanmış ve izahnamede yayınlanmıştır. Kombine proforma bilgilerde söz konusu devir alma işlemi 1 Şubat 2016 tarihinde gerçekleşmişçesine, Şirket'in ilgili dönemdeki konsolide faaliyet sonuçlarına etkileri gösterilmiştir.



İş Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da Şirket'in 31.01.2017 tarihinde sona eren son yıllık dönem için hesaplanan proforma verileri kullanılarak Mavi Giyim'in coğrafi bazda satış dağılımına yer verilmiştir.

Perakende kanalından elde edilen gelirlerin büyümesi için yapılan tahminde; birebir yapılan satışlar, yeni mağaza açılışları ve satış alanının genişletilmesi dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır. Mevcut mağazaların birebir satışları için büyüme hesabında, 31.01.2015-31.01.2017 arası için hesaplanan düzeltilmiş proforma satış büyüme oranı olan %16,3 oranı kullanılmıştır. Yeni mağaza açılışları için Türkiye'de 25, yurt dışında da 10 mağaza açılışı öngörüsü kullanılmıştır. Mağaza satış alanı tahmininde ise geçmiş iki yıllık genişleme verileri esas alınmıştır.

Rapor'da toptan ve e-ticaret kanallarından elde edilen gelirlerin büyümesi için yapılan tahminde son 3 yılın büyüme oranlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Şirket'in 31.01.2015-31.01.2017 arası gerçekleştirdiği ortalama FAVÖK marjı gelişiminin 2017 yılı boyunca devam edeceği varsayımının kullanıldığı Rapor'da, 31.01.2018 tarihi itibarıyla FAVÖK marjı %13,7 olarak tespit edilmiş ve fiyat tespit analizinde tahmini FAVÖK 225 milyon TL olarak kullanılmıştır.

(milyon TL)	31.01.2018 (yıllık)
Net Satış	1.637,4
FAVÖK	225
Net Borç*	221,5

\*Net borç 31.01.2017 tarihi itibarıyla gerçekleşen yıllık verilerden hesaplanmıştır.

Benzer şirketlerin çarpan değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirket	Ülke	FD (mn USD)	PD (mn USD)	FD/Net Satış	FD/FAVÖK
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	Türkiye	5.309	5.121	0,8	15,5
Hennes&Mauritz AB	İsveç	43.068	42.494	1,8	10,8
Industria de Diseno Textil SA	İspanya	125.748	119.569	4,8	21,8
Burberry Group PLC	İngiltere	9.932	8.940	2,5	11,9
OVS SpA	İtalya	1.613	1.988	1,4	9,8
Fast Retailing Co Ltd.	Japonya	35.288	33.051	2,0	17,3
Mr. Price Group Ltd.	Güney Afrika	3.111	3.057	2,1	11,8
Lojas Renner SA	Brezilya	5.944	6.321	2,9	14,1
LLP SA	Polonya	3.103	3.207	1,8	15,6
<b>Minimum</b>				<b>0,8</b>	<b>9,8</b>
<b>Medyan</b>				<b>2,0</b>	<b>14,1</b>
<b>Aritmetik Ortalama</b>				<b>2,2</b>	<b>14,3</b>
<b>Maksimum</b>				<b>4,8</b>	<b>21,8</b>

Rapor'da özsermaye değeri hesaplamasında çarpanlar için medyan değerleri kullanılmış olup, bulunan değerler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(mn TL)	FD/FAVÖK	FD/Net Satış
Benzer şirketler	14,1	2,0
<b>Benzer şirketler çarpanına göre hesaplanan firma değeri</b>	<b>3.173,4</b>	<b>3.302,1</b>
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-221,5	-221,5
<b>Benzer şirketler çarpanına göre özsermaye değeri*</b>	<b>2.952,0</b>	<b>3.080,6</b>
Kontrol edilmeyen paylar(-)	-8,2	-8,2
<b>Kontrol Edilmeyen Paylar Sonrası Özsermaye Değeri</b>	<b>2.943,7</b>	<b>3.072,4</b>

\*Kontrol edilmeyen paylar öncesi

Mavi Giyim'in finansal tablolarında Eflatun Giyim, Mavi Amerika ve Mavi Kanada tam konsolidasyona tabi tutulmuştur. Rapor'da çarpan yöntemi ile yapılan hesaplamada özsermaye değeri bulunurken, Mavi Giyim'in kontrol gücü olmayan paylarının değerinin düşüldüğü ifade edilmiştir. Ayrıca kontrol gücü olmayan payların değeri için 31.01.2017 tarihli bilançoda yer alan verilerin kullanıldığı belirtilmiştir.

## 2-DEFTER DEĞERİ

İş Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan ikinci yöntem olan defter değeri hesaplamasında, duran varlıkların değerlemesinin yapılmadığı ve Şirket'in 31.01.2017 tarihli bilançosunun kullanıldığı ifade edilmiştir. Buna göre defter değeri, bahsedilen tarihli bilançoda yer alan özkaynak tutarı olan 140,5 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da halka arz fiyatının tespitinde, varlıkların güncel değerinin dikkate alınmaması ve Mavi markasının değerinin yansıtılmadığı gerekçeleri ile varlık değerini esas alan bir yöntem olan defter değeri yönteminin göz ardı edildiğine dikkat çekilmiştir.

Raporda ortalama özsermaye değeri, Firma Değeri/Net Satış (FD/Satış) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanına eşit ağırlık verilerek aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemleri (mn TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/Net Satış	50%	3.072,4
FD/FAVÖK	50%	2.943,7
Defter Değeri Yöntemi	0%	140,5
<b>Ortalama Özsermaye Değeri (mn TL)</b>		<b>3.008,1</b>
Pay Adedi (milyon)		49.657
<b>Ortalama Pay Fiyatı</b>		<b>60,6 TL</b>

Yukarıdaki tabloda da yer aldığı üzere Rapor'da Mavi Giyim'in ortalama özsermaye değeri 3.008,1 milyon TL olarak hesaplanmış olup, buna göre iskonto öncesi pay fiyatı 60,6 TL olarak bulunmuştur. Halka arzda fiyat aralığı 43,0-51,6 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre Rapor'da halka arz iskontosunun taban ve tavan fiyata göre %29 ile %14,8 aralığında yer aldığı ifade edilmektedir.

## VI. Görüş ve Sonuç

İş Yatırım tarafından Mavi Giyim için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Çarpan analizinde kullanılan çarpanların kabul edilebilir ve ortalama değerlerin hesaplanmasında medyan kullanılmasının da uygun olduğunu düşünüyoruz. Mavi Giyim'in yeni mali yılının 01.02.2017 tarihinde başladığı ve 31.01.2018 tarihinde sona ereceği düşünüldüğünde yapılan çarpan analizlerinde 31.01.2018 tarihli tahmini değerlerin kullanılmasının makul buluyoruz.

Yurt içinde halka açık ve faaliyet açısından tam olarak benzer bir şirketin bulunmaması nedeniyle yurt dışı benzer şirketlerin baz alınmasını uygun bulmakla birlikte, kullanılan yurt dışı benzer şirketlerin ölçek olarak çok büyük olmasından dolayı değerlemede, Mavi Giyim'e yakın ölçekli şirketlerin kullanılmasının uygun olacağını düşünüyoruz.

Raporda operasyonel benzerlik nedeniyle BİM'in analize dahil edildiği görülmektedir. Her ne kadar gerek ürün grubu gerekse hitap edilen tüketici açısından ciddi farklılıklar bulunmakta birlikte, iş modeli bazında yaşanan kısmi benzerlikler dikkate alındığında yine aynı saik ile Migros Ticaret A.Ş.'nin ve faaliyet alanı ile marka özelliğini barındırması nedeniyle Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.'nin de değerlemeye dahil edilerek, bulunan değerde yurt içi ağırlığının kısmen de olsa artırılmasının uygun olacağını düşünüyoruz.

Varlıkların değerlemesinin yapılmamış olması nedeniyle defter değeri yönteminin elimine edilmesini makul bulmakla birlikte Şirket'in büyüme potansiyelinin daha net yansıtılabileceği gerekçesi ile İndirgenmiş Nakit Akımları analizinin de yapılmasının yararlı olacağını düşünüyoruz.

Nihai olarak, bahsi geçen Rapor'da tespit edilen ortalama özsermaye değeri ve sonrasında ulaşılan fiyat aralığı ile söz konusu olan iskonto oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.

*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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.*