



mavi

Fiyat Tespit Raporu

25 Mayıs 2017

İŞ YATIRIM



İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

[Handwritten signature in blue ink]

İçindekiler

1. Mavi Hakkında Bilgi	5
2. Pazar Hakkında Bilgi	11
3. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	13
4. Projeksiyon	16
5. Değerleme Yöntemleri	18
6. Benzer Şirketler	19
7. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	20
8. Değerleme	21
8.1 Çarpan Analizi Yöntemi	21
8.1.1 Firma Değeri ("FD")/Net Satış Çarpanı	21
8.1.2 Firma Değeri ("FD")/FAVÖK	22
8.2 Defter Değeri Yöntemi	23
8.3 Sonuç	23

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Tablolar ve Şekiller

Tablo 1: Ürün Grubu Gelir Dağılımı ve YBBO (2017)	6
Tablo 2: Satış Kanalı Gelir Dağılımı (2015, 2016, 2017)	7
Tablo 3: Coğrafi Gelir Dağılımı (2015, 2016, 2017)	7
Tablo 4: FAVÖK – Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2015, 2016, 2017)	9
Tablo 5: Pro-forma FAVÖK – Pro-forma Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2015, 2016, 2017)	9
Tablo 6: Coğrafi ve Kanal Bazlı Satışlar (2015, 2016 ve 2017)	16
Tablo 7: Mevcut Mağazaların Bire Bir Satış Artış Tahmini	16
Tablo 8: Yeni Mağaza Açılışları Tahmini	17
Tablo 9: Satış Alanı Genişletilmesi Tahmini	17
Tablo 10: Kanal ve Coğrafya Bazında Satış Tahminleri Özeti	18
Tablo 11: FAVÖK Tahmini	18
Tablo 12: İştirak Hisseleri ve Azınlık Payları	19
Tablo 13: Benzer Şirketler	20
Tablo 14: Değerlemede Esas Alınan Tahmini Finansal Veriler	20
Tablo 15: 31 Ocak 2017 İtibariyle Net Borç	21
Tablo 16: Benzer Şirketler FD / Net Satış Çarpanı	21
Tablo 17: Mavi Net Satış	21
Tablo 18: FD / Net Satış Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	22
Tablo 19: Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı	22
Tablo 20: Mavi FAVÖK	22
Tablo 21: FD / FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	23
Tablo 22: Birim Pay Değeri Hesabı	24
Şekil 1: Gerçekleşen Gelir ve Brüt Kar Gelişimi (2015, 2016, 2017)	10
Şekil 2: Düzeltilmiş FAVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)	10
Şekil 3: Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2015, 2016, 2017)	11
Şekil 4: Türkiye’deki Giyim ve Bağlantılı Ürün Pazarlarının Gelişimi	12

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kısaltmalar

ABD, ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri, Amerika Birleşik Devletleri Doları
Denim	Jean vb. giysilerinde yapımında kullanılan bir tür pamuklu kumaş - şüpheye mahal vermemek adına, denim ürünleri jean pantolonlar, denim ceketler, denim etekler ve vb. de dahil olmak üzere denim kullanılarak üretilen tüm ürünleri kapsar
Düzeltilmiş Oran	Bir defaya mahsus 2016 yılının Temmuz ayı ve yıl boyunca İstiklal Caddesi'nde Şirket tarafından işletilen üç monobrand mağaza hariç tutularak elde edilen oran
Eflatun	Eflatun Giyim Yatırım Ticaret A.Ş.
Euromonitor	Euromonitor International Ltd.
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
Franchise	Bir sistem veya markanın hak sahibinin, belirli süre, koşul ve sınırlar içinde, işin yönetim ve organizasyonuna ilişkin sürekli disiplin ve destek sağlayarak, bağımsız yatırımcılara sistem veya markasını kullandırmasına dayanan, uzun vadeli ve sürekli ticari ilişki
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
Jean	Denim kumaşından üretilen ürünlere verilen evrensel ad
Lifestyle	Müşterilerin yaşam tarzları, seçimleri, ilgi alanları ve davranışları çerçevesinde sahip oldukları, farklı moda anlayışına göre tasarlanan ve üretilen ürün ve koleksiyonları ifade etmek için kullanılan terim
Mavi	Almanya'da kurulu bir şirket olan Mavi Europe AG
Almanya	
Mavi Amerika	Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulu bir şirket olan Mavi Jeans, Inc.
Mavi Hollanda	Hollanda'da kurulu bir şirket olan Mavi Jeans Nederland B.V.
Mavi Kanada	Kanada'da kurulu bir şirket olan Mavi Jeans Inc.
Mavi Kazakistan	Kazakistan'da kurulu bir şirket olan Mavi Kazakhstan LLP
Mavi Rusya	Rusya'da kurulu bir şirket olan Общество с ограниченной ответственностью «Мави Джинс "Mavi Limited Liability Company"
Mn	Milyon
Monobrand	Sadece Mavi markalı ürünlerin satıldığı mağaza (mono-brand stores)
Perfect Fit	Vücuda uygun
Premium Segment	Yüksek kaliteli ürünleri belirtmek için kullanılan bir ifade
Pro-forma mali bilgiler	Faaliyetlerle ilgili önemli bir değişikliğe yol açan bir işlemin gerçekleşmesi durumunda, bu değişikliğe yol açan işlemin mali dönem başından itibaren gerçekleştiği varsayılarak söz konusu işlemin mali tablolara yansıtılması amacıyla hazırlanan; mahiyeti itibarıyla varsayımsal bir durumu ele alan ve bu nedenle mali tabloların gerçek durumu veya sonuçlarını göstermeyen ve göstermek amacıyla hazırlanmamış mali bilgilerdir
PD	Piyasa Değeri
TL	Türk Lirası
Y Kuşağı	1980 ile 1999 yılları arasında doğmuş olan kişilerden oluşan nesil
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
TFRS	Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları ile bunlara ilişkin ek ve yorumlar
TPEF II	Turkish Private Equity Fund II L.P.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. Mavi Hakkında Bilgi

Sait Akarlılar 1991 yılında "Mavi" markasını oluşturmalarının ardından, 1994 yılında Şirket'i kurmuştur. Şirket, kadın ve erkekler için jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmak amacıyla kurulmuş ve faaliyete geçtiği ilk günden bu yana, en büyük hedefi müşterisine yüksek kalitede ve Perfect Fit'e sahip ürünler sunmak olmuştur.

Şirket'in kökleri, kurucusu Sait Akarlılar'ın 1971 yılında kurduğu hazır giyim ve konfeksiyon üretim şirketine dayanmaktadır. Şirket geçmişinde dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştirmiş ve bu sayede jean üretimi konusunda tecrübe kazanmıştır.

Şirket geçmişinde dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştirmiş ve bu sayede jean üretimi konusunda önemli bir tecrübe kazanmıştır. Şirket, 1993 yılında, İstanbul'un önde gelen bir alışveriş merkezinde ilk monobrand mağazasını açarak perakende faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket, 90'lı yılların ortasında markayı yurt dışı pazarlara taşımayı hedeflemiş ve uluslararası yolculuğuna jeansin anavatanı olarak bilinen Amerika Birleşik Devletleri'nden başlamıştır. Bu çerçevede, "Mavi" markalı ürünler, Bloomingdale's ve Nordstorm gibi ülkenin gelir düzeyi yüksek kesimine hitap eden katlı mağazalarda satışa sunulmuştur.

Mavi, 1996'da Almanya'da Mavi Almanya'yı kurmuş; 2000'lerin başında ise Mavi Jeans Australia Pty Ltd. ile birlikte Avustralya'daki faaliyete başlamıştır.

2000'li yılların başında, Vancouver, New York City, Berlin ve Frankfurt'ta perakende imaj (*flagship*) mağazaları açılmıştır. Aynı dönemlerde Türkiye'de perakende mağazalarının sayısını artıran Şirket, müşteri odaklı çalışmalarını derinleştirmiş ve 2007 yılının sonunda CRM programını hayata geçirmiştir. Şirket'in "müşterisini iyi anlayan marka" olma stratejisi ve hedefi, bu üyelik programı sayesinde elde edilen veri ve analizler ile desteklenmiştir.

TPEF II 2008 yılında, Şirket'e yatırım yaparak ortak olmuştur. Halka arz öncesi, Şirket'in iki dolaylı pay sahibi vardır. Akarlılar Ailesi Üyeleri, Şirket'in sermayesinin %46'sının dolaylı sahibi konumundayken, TPEF II Şirket sermayesinin %54'üne dolaylı olarak sahiptir.

Şirket 2008 yılından itibaren perakende faaliyetlerine daha fazla odaklanmaya karar vermiştir ve 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda yurt içinde net perakende satış alanı açısından yaklaşık 117.000 metrekareye ulaşmıştır.

2011 yılında, yüksek büyüme potansiyeli sunduğu öngörülerek uluslararası pazarlardaki varlığın artırılması amacıyla Rusya'da bir bağlı ortaklık kurulmuştur.

2013 yılına gelindiğinde ise, www.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. Şirket'in, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Kanada'da faaliyet gösteren e-ticaret siteleri sırasıyla 2014 ve 2016 yıllarında hayata geçmiştir.

Şirket, Mavi Amerika'nın sermayesinin tamamını temsil eden paylar ve Mavi Kanada'nın sermayesinin %75'ini temsil eden paylara sahip olan Eflatun'un sermayesinin %51'ini temsil eden paylarını Fatma Elif Akarlılar, Seyhan Akarlılar ve Ragıp Ersin Akarlılar'dan 12 Ağustos 2016 tarihinde satın almıştır. Bu devralma sonucunda Mavi Amerika ve Mavi Kanada, 1 Eylül 2016 itibarıyla Şirket'in konsolide edilen bağlı ortaklıkları haline gelmiştir.

31 Ocak 2017 itibarıyla Şirket yurt içinde 261 adet monobrand mağaza işletmekte; bunlara ek olarak franchise alanlar ise 70 adet monobrand mağaza işletmektedir. Şirket ürünleri 436 adet çok markalı satış noktasında satılmaktadır. Şirket'in Almanya, Rusya, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'da yer alan toplam 61 adet monobrand mağazası bulunmaktadır. Mavi ürünleri Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Almanya ve Rusya da dâhil olmak üzere toplam 35 ülkede, 5.500'den fazla noktada satışa sunulmaktadır.

 İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Şirket, GfK'nın 2016 yılının Haziran ayında hazırladığı marka algı raporuna göre, akla ilk gelen marka olması açısından Türkiye'deki bir numaralı jean markası olup yine yurt içindeki en büyük altıncı hazır giyim şirkettir (Kaynak: %53 oranıyla GfK-Haziran 2016 ve Euromonitor-Şubat 2017).

Şirket, son iki yılda müşteri sadakat program kartına sahip 3,9 milyon müşterisine satış yapmış, sadakat programı kartını kullanan aktif müşterileri ile sadık bir müşteri portföyü yaratmıştır. Şirket'in temel müşteri hedef kitlesi genç, moda bilinci gelişmiş, 35 yaş altındaki kadın ve erkeklerden oluşmaktadır.

Ürünler

Günümüzde Mavi, hem kadın hem erkeklerle yönelik uluslararası bir hazır giyim ve aksesuar markası haline gelmiştir. 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda, Avustralya ve Rusya dışında, dünya çapında 7,5 milyon adet jean ürünü satışı gerçekleştirilmiştir. Şirket, jeanlerin yanı sıra kadın ve erkeklerle yönelik tişörtler, gömlekler, mont ve ceketler, kazaklar, jean haricinde pantolonlar, etek ve elbiseler ile aksesuarlar, ayakkabılar gibi lifestyle hazır giyim ürünlerini tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır.

Şirket, ürünlerini geliştirmek için benimsediği ilke olan "Perfect Fit" ilkesini hayata geçirebilmek için, müşterilerini ve onların ihtiyaçlarını tanımaya ve anlamaya çalışmaktadır. Kaliteli ürünleri pazara rakiplerden daha hızlı ve önce sunabilmek için moda trendlerini ve müşteri ihtiyaçlarını önceden tespit edecek aksiyonların alınmasını hedeflemektedir.

Şirket, perakende kanalında giderek daha fazla ağırlık vererek çeşitli kategorilerde büyüyüp yalnızca bir jean şirketi olmanın ötesine geçerek, 31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda yurt içinde işlettiği monobrand mağazalarının satış gelirinin %56'sını lifestyle ve %44'ünü jean pantolon kategorisinden elde etmiştir. Mağazaların üretkenliği esnek bir tedarik zinciri, kalite kontrolü, kar marjları ve piyasaya sürüm süresi açısından avantaj sağladığı düşünülen yerel tedarik hizmetlerine ağırlık verilerek desteklenmektedir.

Aşağıda yer alan tablo, yurt içinde Şirket'in işlettiği monobrand mağazalar vasıtasıyla gerçekleştirilen önemli ürün kategorilerine, çocuk hariç, yönelik satışların dağılımını göstermektedir. Belirtilen haller haricinde, tüm rakamlar 31 Ocak ile biten 12 aylık döneme ait mali yıla ilişkindir:

Tablo 1: Ürün Grubu Gelir Dağılımı (2015, 2016, 2017)

Net satış %	2017	2016	2015
Jean Pantolonlar	48,8	47,2	47,1
Tişört	15,4	16,3	15,1
Gömlek	11,7	12,6	13,8
Mont/Ceket	8,8	7,8	6,9
Aksesuar1	5,1	5,1	4,6
Kazak/Süveter	5	5	5,3
Lifestyle Pantolon	4,3	5,1	5,9
Etek/Elbise	0,9	0,9	1,4
Toplam	100,0	100,0	100,0

Kaynak: Şirket

Satış Kanalları

Şirket satışlarını üç kanal vasıtasıyla gerçekleştirmektedir:

- Perakende kanalı satışları,
- Toptan kanalı satışları,
- E-ticaret.

Perakende satışlar, Şirket tarafından işletilen ve monobrand Mavi mağazalarında gerçekleştirilen satışları temsil etmektedir. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda Şirket'in Türkiye'de 261, Almanya'da 9, Rusya'da 8, Kanada'da 4 ve Amerika Birleşik Devletleri'nde 1 adet mağazası mevcuttur.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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 ifade etmektedir.

E-ticaret, Şirket'in, kendisine ait olan www.mavi.com adresinde yer alan internet sitesi üzerinden tüketicilere yaptığı doğrudan satışları ifade etmektedir.

Şirket'in konsolide geliri 31 Ocak 2015 yılında 895.1 mn TL iken, 31 Ocak 2016 tarihinde sona eren mali yılda %17,6 artarak 1,1 milyar TL'ye ulaşmış ve 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda ise %24,2 artış ile, 1,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Satış büyümeleri asıl olarak yurt içi pazardaki gelir artışının bir sonucudur. Buna ek olarak, 2016 yılının Eylül ayında Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın konsolide edilmesi elde edilen toplam 54,8 mn TL tutarındaki gelirin ve daha küçük ölçüde Avrupa, Rusya ve dünyanın geri kalanında artan gelir bu artışa katkı sağlamıştır.

Aşağıda yer verilen tablo, Şirket'in anılan dönemlerde elde ettiği gelirin satış kanalı bazında dağılımını göstermektedir:

Tablo 2: Satış Kanalı Gelir Dağılımı (2015, 2016, 2017)

	31 Ocak'ta sona eren Mali Yıl									
	2015		2016		2017		2017 ile 2016 karşılaştırması		2016 ile 2015 karşılaştırması	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Değişiklik Mn TL	Değişiklik (%)	Değişiklik Mn TL	Değişiklik (%)
Perakende	573,2	64	729,4	69,3	890,5	68,1	161,1	22,1	156,2	27,2
Toptan Satış	310,5	34,7	309,2	29,4	395,6	30,2	86,4	27,9	-1,3	-0,4
E-ticaret	11,3	1,3	14,2	1,3	21,8	1,7	7,7	54,1	2,8	25,1
Toplam	895,1		1.052,8		1.307,9		255,1	24,2	157,7	17,6

Kaynak: Şirket

Mevcut durumda e-ticaret 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.

Bölgesel Operasyonlar

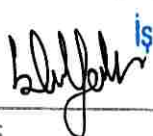
Aşağıda yer verilen tablo, Şirket'in anılan dönemlerde coğrafi bazda elde ettiği gelirin dağılımını göstermektedir:

Tablo 3: Coğrafi Gelir Dağılımı (2015, 2016, 2017)

	31 Ocak'ta sona eren Mali Yıl									
	2015		2016		2017		2017 ile 2016 karşılaştırması		2016 ile 2015 karşılaştırması	
	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Gelire Oranı (%)	Mn TL	Değişiklik (%)	Mn TL	Değişiklik (%)
Türkiye	752,3	84	925,7	87,9	1.121,2	85,7	195,5	21,1	173,4	23,1
Avrupa	101,5	11,3	96,2	9,1	100,1	7,7	3,9	4	-5,2	-5,2
Amerika*	--	--	--	--	37,6	2,9	37,6	--	--	--
Kanada*	--	--	--	--	17,3	1,3	17,3	--	--	--
Rusya	26,2	2,9	19,4	1,8	19,7	1,5	0,3	1,8	-6,8	-26,1
Diğer ülkeler	15,1	1,7	11,5	1,1	12,0	0,9	0,6	5	-3,6	-24
Toplam	895,1		1.052,8		1.307,9		255,1	24,2	157,7	17,6

*Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada, 1 Eylül 2016 itibarıyla Şirket'in konsolide gelirine katkı sağlamıştır.

Kaynak: Şirket

 İŞ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Türkiye Faaliyetleri

2008 yılında alınan ve yurt içi perakende faaliyetlerini büyütmeyi Şirket stratejisinin temel bir unsuru haline getirme kararıyla beraber perakende alanında önemli başarı elde edilmiştir. Geçmiş üç mali yıl boyunca yılda ortalama 26 yeni mağaza açılmış ve son mali yılda mağazalar 55 milyonun üzerinde ziyaretçi kabul etmiştir.

Şirket'in sahip olduğu perakende mağazaları, güçlü ekonomik sonuçlar elde etmektedir. Bu bağlamda, bire bir satışlar (like-for-like sales), son eren üç mali yıl boyunca düzeltilmiş oran dikkate alınarak ortalama %16,3 büyümüştür. Şirket mağaza yatırımların üç yıldan kısa bir sürede kendisini ödemesini hedeflemektedir. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, bir yıldan uzun süredir aktif olan mağazaların %94'ü karlı olup, bahsi geçen mağazaların ortalama katkısı¹ %25,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, geleneksel perakende kanalını tamamlaması amacıyla www.mavi.com e-ticaret sitesi kurmuştur. Her ne kadar e-ticaret hali hazırda yurt içi satışların %1,7'ünü teşkil etse de, bu kanaldan elde edilen gelir 1 Şubat 2015 ile 31 Ocak 2017 arasındaki dönem boyunca %27,3'lük YBBO ile artmıştır.

GfK'nın 2016 yılının Haziran ayında hazırladığı marka algı raporuna göre, genel farkındalık ve aklı ilk gelen marka bilinirliği açısından Şirket yurt içindeki bir numaralı jean markası konumundadır. 2015 Türkiye Gençlik Markaları anketi de Mavi'yi Gençlere Yönelik En İyi Marka (Best Youth Brand) olarak sınıflandırmış olup, Roamler Türkiye'nin Ekim 2016'da gerçekleştirdiği ankette de Apple ve Samsung'la birlikte Türkiye'deki En Havalı Markası (Coolest Brand) seçilmiştir. IPSOS ve Kalder'in yaptığı Müşteri'nin Sesi Araştırması'nda; ürün ve hizmet kalitesiyle müşteri bağlılığı yaratan markalar arasında 2017 yılı hazır giyim sektörü birincisi seçilmiştir.

Mavi markası genç, sadık ve modayı takip eden bir müşteri tabanını kendisine çekmektedir. 31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla, Şirket'in 5,7 milyon üyeli CRM sadakat programında yaklaşık 3,9 milyon aktif müşteri bulunmaktadır. Şirket, aktif kart sahiplerini belirlerken son iki mali yıl boyunca en az bir kere alışveriş yapmış ve kartlarını kullanmış kişileri göz önüne almıştır. Sadakat kartlarının müşteriler tarafından kullanımı, 35 yaş altındaki grupta markanın hem kadın hem de erkeklerce cazip bulunduğu bir göstergesi olmuştur.

31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla sadakat kartlarını kullanan Türk perakende müşterilerinin yaklaşık %55'i 35 yaşın altında ve sadakat kartlarını ilk kez kullanan Türk perakende müşterilerinin yaklaşık %66'sı 35 yaşın altındadır. Şirket 2016 yılında sadakat programına 1,1 milyon yeni üye kazanmıştır. Mavi'de sadakat kartı kullanan erkek müşterilerin %58'i 35 yaşın altındayken, yeni kazanılan erkek müşterilerin %30'u 25 yaşın altındadır. Sadakat kart kullanan kadın müşterilerin ise %56'sı 35 yaş altı ve yeni kazanılan kadın müşterilerin %34'ü 25 yaşın altındadır.

Yurtdışı Faaliyetleri

Şirket, 61 adet monobrand mağaza ve yaklaşık 4.700 satış noktasından oluşan bir ağ ile dünya çapında (Türkiye hariç) 34 ülkede faaliyet göstermektedir. Şirket, özellikle Eflatun'un çoğunluk hissesinin Ağustos 2016'da satın alınmasıyla Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada ile Almanya merkezli Avrupa ve Rusya olmak üzere yurt dışında dört önemli piyasada faaliyet göstermektedir.

Şirket Almanya'da toptan, perakende ve e-ticaret alanlarında faaliyet gösteren ve Batı Avrupa'nın büyük kısmı için bir "toptan satış merkezi" görevi üstlenen Mavi ve Hollanda'da sadece toptan satış faaliyeti ile iştigal eden Mavi Hollanda ile Avrupa piyasasında faaliyetlerine devam etmektedir. Diğer ülkeler olarak gösterilen coğrafi pazarlarda yalnızca toptan satıştan kaynaklanan gelir elde edilmektedir.

31 Ocak 2017 itibarıyla sona eren mali yılda, dünya çapındaki 7,5 milyon adetlik jean satışının 1,6 milyonu Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avrupa, ve diğer yurt dışı pazarlarda (Rusya ve Avustralya haricinde) gerçekleştirilmiştir. Uluslararası dağıtım platformu kapsamında 61 monobrand

¹ Ortalama Katkı: Yönetim tarafından mağaza katkısı temel performans göstergesi olarak kullanılmaktadır ve bu gösterge, mağazaların FAVÖK cinsinden ölçülen, merkez maliyeti yansıtılmadan karlılık oranını yansıtmaktadır.

mağazasının yanı sıra Bloomingdale's, Nordstrom, Zappos.com, Simons, David Jones, P&C ve Zalando.com gibi güçlü iş ortakları yer almaktadır.

Finansal Bilgiler

Şirket'in son üç mali yılda geliri %20,9, Düzeltilmiş FAVÖK'ü %28,4 ve net karı %65,6 YBBO artış göstermiştir. Şirket'in TFRS finansal tablolar üzerinden hesaplanan FAVÖK tutarı 31 Ocak 2015, 2016 ve 2017 tarihinde sonra eren mali yıllarda sırasıyla 86,2 mn TL, 137,2 mn TL ve 175,1 mn TL'dir. Aşağıdaki tablo, TFRS finansal tablolar üzerinden hesaplanan FAVÖK ile yönetimin dikkate aldığı Düzeltilmiş FAVÖK tutarının mutabakatını göstermektedir. Buna göre, Şirket'in Düzeltilmiş FAVÖK tutarı 31 Ocak 2015, 2016 ve 2017 tarihinde sona eren mali yıllarda 103,2 mn TL, 131,0 mn TL ve 170,2 mn TL olarak hesaplanmıştır:

Tablo 4: FAVÖK – Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2015, 2016, 2017)

Mn TL	31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem		
	2015	2016	2017
Esas Faaliyet Karı	57,1	97,0	128,6
Amortisman ve itfa giderleri	29,0	40,2	46,5
FAVÖK	86,2	137,2	175,1
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı geliri, net	-0,1	-1,1	-3,6
Ticari alacak ve borçlara ilişkin reeskont faiz geliri, net	-0,5	-0,8	-0,7
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı gideri, net	20,7	0,2	0,1
Yatırım faaliyetlerinden gelirler ve giderler	-3,0	-4,5	-0,6
Düzeltilmiş FAVÖK	103,2	131,0	170,2

Kaynak: Şirket

Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın kontrol hissesinin devir alınmasının tam mali yıl sonuçlarını gösteren Pro-Forma¹ finansal verilere göre, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda elde edilen gelir 1.368,5 mn TL, Düzeltilmiş Pro-forma FAVÖK 176,9 mn TL ve net kar 53,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Yönetimin dikkate aldığı Düzeltilmiş Pro-forma FAVÖK mutabakatı aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

Tablo 5: Pro-forma FAVÖK - Pro-forma Düzeltilmiş FAVÖK Mutabakatı (2017)

Mn TL	31 Ocak 2017
Proforma FAVÖK	181,8
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı geliri, net	-3,6
Ticari alacak ve borçlara ilişkin reeskont faiz geliri, net	-0,7
Ticari alacak ve borçlara ilişkin kur farkı gideri, net	0,1
Yatırım faaliyetlerinden gelirler ve giderler	-0,6
Proforma Düzeltilmiş FAVÖK	176,9

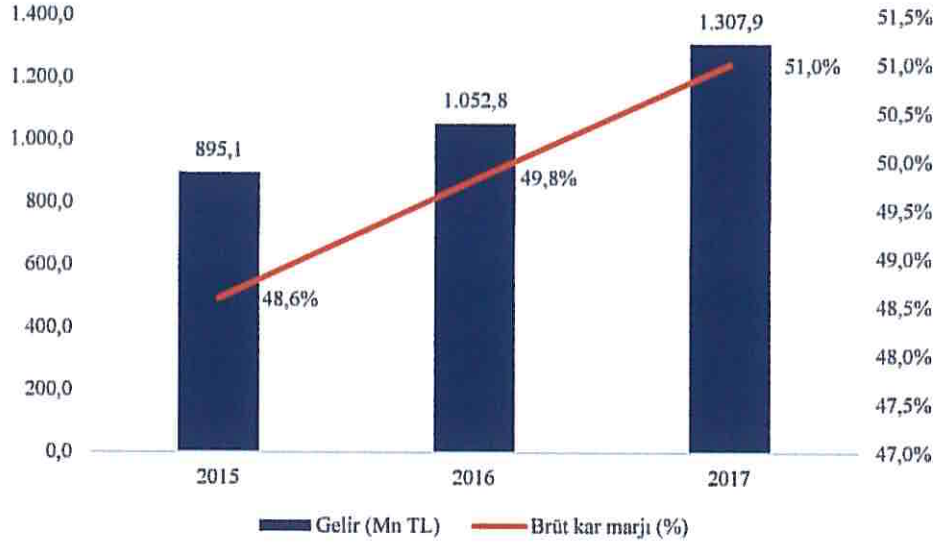
Kaynak: Şirket

Şirket'in gelirlerinin artışıdaki temel unsur yurtiçi pazardaki perakende satışlarının büyümesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın konsolidasyona dâhil edilmesi ve daha küçük ölçüde de olsa Avrupa, Rusya ve diğer ülkelerdeki satış büyümesi bu artışa katkı sağlamıştır.

¹ Mavi'nin pro-forma finansallarında, ABD ve Kanada'daki iş kollanının 1 Şubat 2016 tarihinde devralmasını, örneğin Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. konsolide gerçekleşen finansal sonuçları, yedi aylık ABD ve Kanada'nın gerçekleşen finansalları ve aynı zamanda eliminasyonlar, amortismanlar ve vergiler gibi diğer düzeltmeleri içereceği şekilde yer verilmiştir. 1 Mavi US ve Mavi Kanada arasındaki işlemler elimine edilmiş olup, bu düzeltme, net satış, faaliyet geliri, dönem karı, ana ortaklık payları ve kontrol gücü olmayan paylar ile ilişkilendirilen dönem karını etkilemektedir.

Şirket'in brüt kar marjı, FAVÖK marjı ve net kar marjı 31 Ocak 2016 ve 31 Ocak 2017'de biten mali yıllarda artış göstermiştir:

Sekil 1: Gerçekleşen Gelir ve Brüt Kar Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)

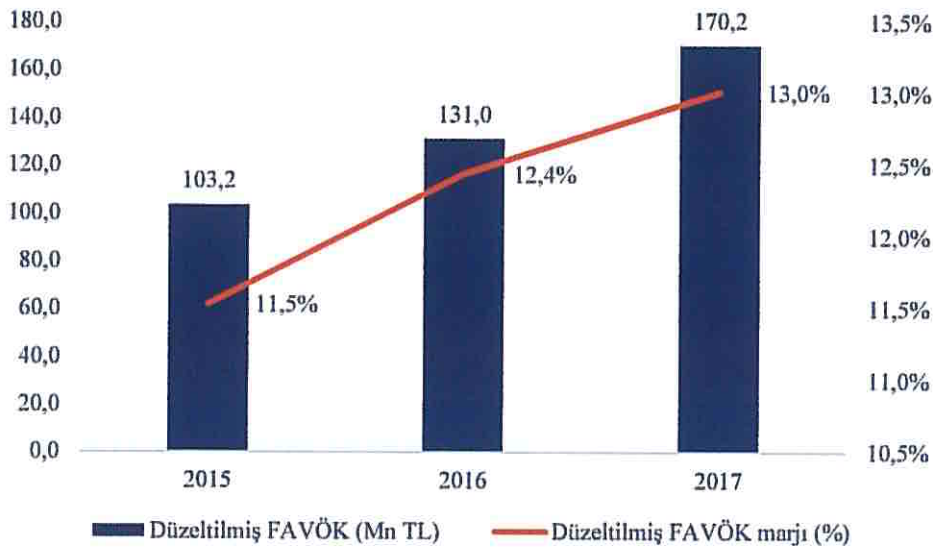


Kaynak: Şirket

Şirket'in satış maliyetleri satılan ticari ürünlerin maliyetinden oluşmaktadır. Jean pantolonlar ile lifestyle ürünlerin maliyeti, nakliyat ve sevkiyat masrafları, sigorta primleri ve ithal edilen ürünler için ödenen vergi ve harçlar maliyetin ana unsurlarıdır. Ek olarak stok değer düşüklüğü karşılıkları, fireler ve sayım farkları satılan malın maliyetine eklenmektedir.

Brüt kar marjının artışının temel sebepleri daha karlı olan yurtiçi perakende satış oranının artması ve toptan satış kanalının karlılığının iyileşmesidir.

Sekil 2: Düzeltilmiş FAVÖK ve Düzeltilmiş FAVÖK Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)

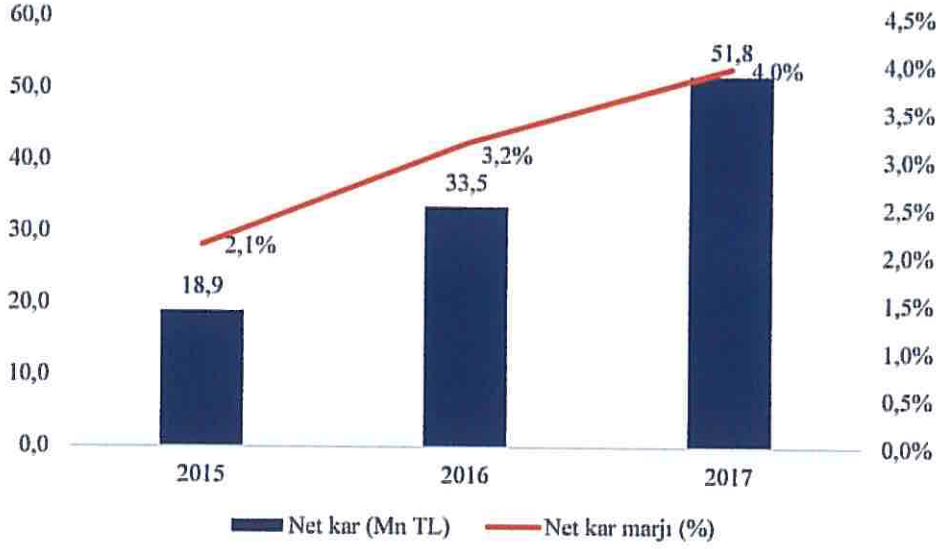


Kaynak: Şirket

Şirket satış büyümesinden elde edilen FAVÖK artışına ilaveten etkin bir gider yönetimi sergilemiştir. Faaliyet giderleri içinde en büyük payları kira giderleri ve personel giderleri teşkil almaktadır. 2017 yılında Türkiye'de asgari ücret %30 ve Şirket'in mağaza çalışanlarının sayısı da %12 oranında artmış olduğu halde 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılında personel giderlerindeki artış, Şirket yönetiminin iş gücü optimizasyonu sayesinde %28 oranında gerçekleşmiştir.

Bu sayede, Şirket FAVÖK marjını düzenli artırarak 31 Ocak 2017 itibariyle biten mali yılda %13,0'a getirmiştir.

Şekil 3: Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2015, 2016 ve 2017)



Kaynak: Şirket

Şirket'in net karı, son 2 yılda hem satışlar hem de brüt kar marjının artması ve faaliyet giderlerindeki optimizasyonlar sonucu artış göstermiştir.

Şirket'in finansman giderleri, kredi faiz giderleri, yabancı para cinsinden kredilere ilişkin kur farkları ve TFRS uyarınca ürün alımları ile ilişkilendirilen faiz giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in finansman gelirlerindeki en önemli kalem ise vadeli işlem kontratlarından elde edilen gelirdir.

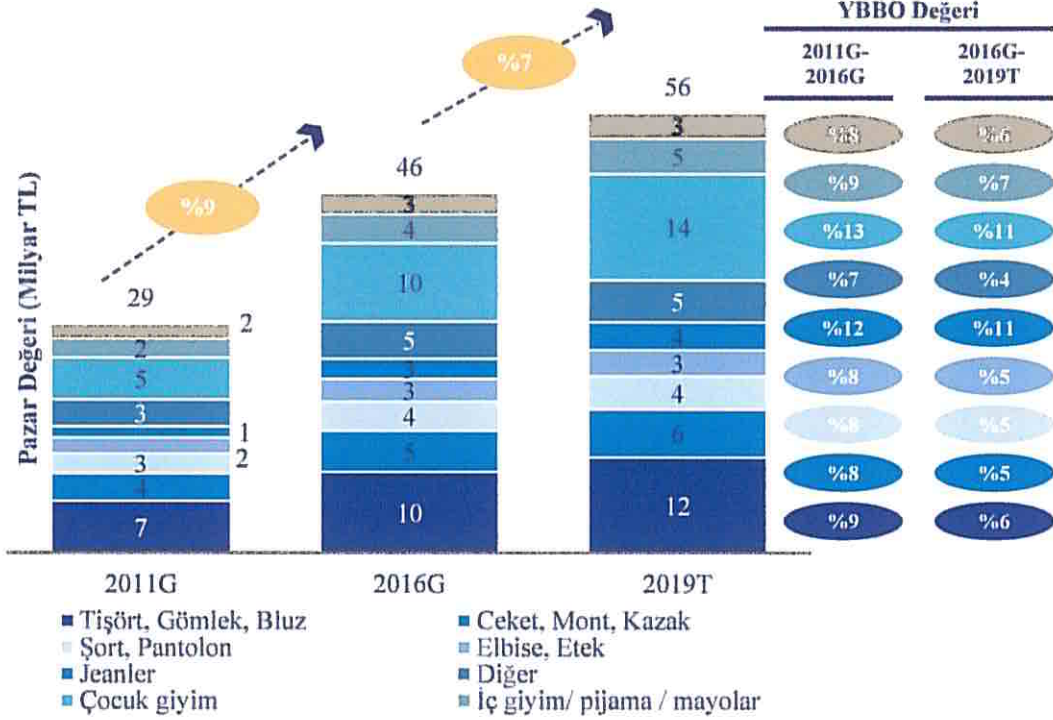
2. Pazar Hakkında Bilgi

Euromonitor verilerine göre, Türkiye giyim pazarı büyüklüğü 2016 yılında yaklaşık 46 milyar TL'dir. Yetişkinlere yönelik hazır giyim bu miktarın 30 milyar TL'ye 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'ye tekabül etmiştir. 2011-2016 arasında %9'luk YBBO ile büyüyen pazarın, %7'lik YBBO göstererek 2019 yılında 56 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Özellikle fiyatın, hacim büyümesini geride bırakarak ana büyüme faktörünü oluşturması beklenmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

[Signature]

Şekil 4: Türkiye’deki Giyim ve Bağlantılı Ürün Pazarlarının Gelişimi (2011-2016 (gerçekleşen) - 2019 (tahmini), milyar TL)



Kaynak: Euromonitor

Türkiye’deki yetişkinlere yönelik dış hazır giyim pazarı dikkate alındığında (tişörtler, gömlekler, bluzlar, ceketler, montlar, kazaklar, şortlar, pantolonlar, elbiseler, etekler, jeanler ve diğer giyim ürünleri dâhil olmak üzere), Euromonitor 2011-2016 arasındaki %9’luk YBBO büyümenin ardından, 2016-2019 yılları arasında yaklaşık %7’lik YBBO’da büyüme öngörmektedir.

Geçmişte, 2011-2016 arasında %12’lik YBBO kaydeden en hızlı büyüyen giysi kategorileri arasında yer alan jeanlerin 2016-2019 arasında %11’lik YBBO büyümeyi sürdürmesi beklenirken, tişörtler, gömlekler, ceketler, montlar, elbiseler, etekler ve diğer dış giyim parçalarını içeren diğer ürün kategorilerinin 2016-2019 arasında yaklaşık %5’lik YBBO büyümesi beklenmektedir.

Türkiye’de jean için kişi başına harcanan 10 Avro’nun, diğer ülkelerde (Amerika Birleşik Devletleri’nde 49 Avro, Birleşik Krallık’ta 45 Avro ve Avustralya’da 39 Avro) harcanan tutardan oldukça düşük olması, söz konusu harcama değerinin önemli bir büyüme imkânının olduğunu göstermektedir.

Türkiye hazır giyim pazarı yerel ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır. Euromonitor’a göre, en büyük beş oyuncu 2016 yılında pazarın yaklaşık %30’unu teşkil etmiştir. Mavi pazarda “üst” segmentte yer alan tek yerli marka olarak 2016 yılında pazarda altıncı sıradadır. Euromonitor’a göre Şirket 2016’da Türk jean pazarı içerisindeki %24 payı ile en büyük paya sahiptir.

Şirket’in temel kitle ve üst sınıflara yönelik ürün pazarını hedefleyen bir pazarlama anlayışı vardır. Yurt içindeki jean ve jean odaklı moda pazarındaki başlıca rakipler LC Waikiki, Koton, De Facto ve Colin’s gibi Türk markaları ile uluslararası bir marka olan Levi’s’tir. Yurt içindeki ilk on hazır giyim markası Türk ve uluslararası oyuncuların oluşmaktadır ve Şirket, “üst” segmentteki tek yerli markadır. Listenin üst sıralarında bulunan üç yerli rakip ise fiyat odaklı kitle segmentlerine odaklanmaktadır. Bu nedenle, Şirket’in üst pazardaki konumu, temel kitle segmenti oyuncularından gelen rekabeti engellemektedir. Yurt içi hazır giyim pazarındaki diğer rakipler uluslararası markalar olan Zara, Mango ve H&M olarak görülmektedir.

Mavi’nin dahil olduğu yerli oyuncuların fiyat, opsiyon fazlalığı ve erişilebilirlik açısından daha iyi rekabet edebilme yetenekleri sayesinde yurt içi hazır giyim pazar büyümesinin üstünde büyüyerek uluslararası oyuncular karşısında konumlarını güçlendirdikleri düşünülmektedir.

Şirket, küresel, bölgesel ve yerel seviyede ve farklı perakende fiyat seviyelerini içeren ve farklı satış kanallarında faaliyet gösteren geniş bir rakip kitlesiyle rekabet etmektedir. Ayrıca bu rakiplerin bazıları Şirket'ten daha büyük olup daha fazla kaynağa sahiptir. Şirket'in başlıca diğer rakipleri arasında dikey entegrasyona sahip özelleşmiş mağazalar (*vertically integrated specialty stores*), jean hazır giyim markaları, perakendecilerin kişisel veya özel markaları ile bazı e-ticaret internet sitelerinden satış yapan rakipler bulunmaktadır.

Şirket, 2015 Fortune 500 sonuçlarına göre, Türkiye'nin en büyük 152. şirketidir. Ekonomist Franchising 100 Araştırması'na göre, 2016 yılında Türkiye'nin dördüncü büyük franchise veren markası konumundadır.

3. Büyüme ve Desteklemesi Beklenen Unsurlar

Şirket'in büyüme stratejisini hayata geçirmek için sahip olduğu güçlü yanlar aşağıdaki şekilde sayılabilir:

Güçlü Bir Kimliğe Sahip Çekici Bir Marka

GfK'nın 2016 yılının Haziran ayında hazırladığı marka algı raporuna göre, genel farkındalık ve aklı ilk gelen marka bilinirliği açısından Şirket yurt içindeki bir numaralı jean markası konumundadır. 2015 Türkiye Gençlik Markaları anketi de Mavi'yi Gençlere Yönelik En İyi Marka (*Best Youth Brand*) olarak sınıflandırmış olup, Roamler Türkiye'nin Ekim 2016'da gerçekleştirdiği ankette de Mavi, Apple ve Samsung'la birlikte Türkiye'deki En Havalı Markası (*Coolest Brand*) seçilmiştir. IPSOS ve Kalder'in yaptığı Müşteri'nin Sesi Araştırması'nda; ürün ve hizmet kalitesiyle müşteri bağlılığı yaratan markalar arasında 2017 yılı hazır giyim sektörü birincisi seçilmiştir.

Markanın bilinirliği, mağazada görev yapan satış elemanlarından kıdemli yönetime kadar her seviyede kaliteli, motive çalışanlar için rekabet etme konusunda önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Mavi markası genç, sadık ve modayı takip eden bir müşteri tabanını kendisine çekmiştir. 31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla, Şirket'in 5,7 milyon üyeli CRM sadakat programında yaklaşık 3,9 milyon aktif müşteri bulunmaktadır. Şirket, aktif kart sahiplerini belirlerken son iki mali yıl boyunca en az bir kere alışveriş yapmış ve kartlarını kullanmış kişileri göz önüne almıştır. Sadakat kartlarının müşteriler tarafından kullanımı, 35 yaş altındaki grupta markanın hem kadın hem de erkeklerce cazip bulunduğu bir göstergesi olmuştur.

Şirket temel hedef kitlesini genç, modayı takip eden 35 yaş altı kadın ve erkekler oluşturduğundan, Şirket Y Kuşağı müşterilerinin artan satın alma gücünden faydalanma imkânı bulmaktadır. Sadakat kartı sahipleri diğer müşterilere oranla genellikle işlem başına daha fazla adet ürün almakta ve sepet hacmi olarak daha büyük harcama yapmaktadır. Şirket, 2016 yılında yaklaşık 60 milyon izlenme rakamı ve 3,3 milyon takipçiye ulaşan sosyal medya faaliyeti ve sadakat programı ile müşteri tercihlerine ve trendlere ilişkin güçlü bir öngörü sağlamaktadır.

Farklı Ürün Kategorilerinde Sağlanan Büyüme

Mavi markası, müşterilerin arzu ve ihtiyaçlarına yenilikçi bir şekilde cevap vermeye yoğunlaşarak, geçmişteki temel ürünü olan jean pantolonlara ek olarak kadın ve erkeklere yönelik her çeşit lifestyle ürünlerini barındıracak şekilde farklı, yenilikçi ve müşteri odaklı bir ürün portföyünü başarıyla geliştirmiştir.

Şirket, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, sezon etkisi ve değişen moda trendlerini yakından takibi sayesinde yurt içinde 5,5 milyon adet jean pantolonu satmıştır. Şirket'in yurt içinde işlettiği monobrand mağazalarda ise 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yıl boyunca jean pantolonu ürün kategorisi %26,4 oranında YBBO ile büyümüştür. Bu sistem kapsamında marka, birden fazla sezon boyunca kullanılabilecek belirli bir fit sunmakta ancak bu esnada da yıkama ve bitim gibi çok çeşitli detaylara yer vermektedir.

31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yıl boyunca, Şirket'in yurt içinde işlettiği monobrand mağazalarda lifestyle ürün kategorisi %23,7 YBBO ile önemli ölçüde büyüyerek 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yıldaki toplam yurt içi monobrand mağaza satışlarının %56'sını

oluşturmuştur. Söz konusu mali yılda, erkek ürünleri kategorisi yurtiçi monobrand mağazaları toplam gelirinin %62'sini ve kadın ürünleri kategorisi ise %38'ini oluşturmuştur.

Türkiye'de Yaygın Monobrand Mağaza Ağı ile Perakende Kanalında Güçlü Büyüme

2008 yılında alınan ve yurt içi perakende faaliyetlerini büyütmeyi Şirket stratejisinin temel bir unsuru haline getirme kararıyla beraber perakende alanında büyüme sağlanmıştır. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren geçmiş üç mali yıl boyunca yılda ortalama 26 yeni mağaza açılmış iken son altı mali yılda, ortalama yıllık 27 yeni mağaza açılışı gerçekleştirilmiştir. Son mali yılda mağazalar 55 milyonun üzerinde ziyaretçi kabul etmiştir.

Şirket'in sahip olduğu perakende mağazaları, güçlü ekonomik sonuçlar elde etmektedir. Bu bağlamda, uyarlanmış bire bir gelirler (adjusted like-for-like revenue), 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yıl boyunca ortalama %16,3 büyümüştür. Yeni mağazalara yönelik yatırımlar için Şirket'in hedefi, yatırımın üç yıldan az bir sürede karşılığını vermesidir. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali yılda, bir yıldan uzun süredir aktif olan yurt içindeki monobrand mağazaların %94'ü karlı olup, bahsi geçen mağazaların ortalama katkısı¹ %25,3 oranında seyretmiştir.

Esnek Tedarik Zinciri ve Tedarikçi Ekosisteminin Merkezinde Stratejik Konum

Tedarik zinciri pazara sürüm süresini kısaltacak ve ürünün satış hızını arttırmaya yardımcı olacak şekilde geliştirilmiştir. Sadakat kartı programıyla da desteklenen müşteri taleplerini anlama kabiliyeti sayesinde stoklar sürekli olarak güncel tutulmakta ve yenilenmektedir. 31 Ocak 2016 tarihi itibarıyla Şirket'in tüm stokları içerisindeki geçmiş yıllardan taşınan stok oranı %21,9 olarak gerçekleşmişken, aynı oran 31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla, (Mavi Rusya ve Mavi Kanada verileri hariç) %20,5'e düşmüştür. Söz konusu düşüş esas olarak, stok satış hızının 2016 yılı İlkbahar-Yaz sezonunda %85'e ve 2016 yılı Sonbahar-Kış sezonunda %89'a yükselmesi ve verimli indirim yönetiminin sonucudur. Esnek tedarik zinciri ile ürünler siparişin verildiği andan itibaren altı ile sekiz haftalık bir tedarik süresi içerisinde temin edilmektedir.

Türkiye, hazır giyim sektöründe yüksek kalitede jean kumaşlarının ve diğer tekstillerin kaynağı olarak görülmektedir. Şirket, yurt içinde önemli jean tedarikçileriyle stratejik ilişkiler kurmuş olup söz konusu tedarikçiler önde gelen uluslararası jean ve moda markalarına da gerekli malzemeleri sunmaktadır. Jean kumaşı üreticileri ile olan yakın ve uzun soluklu ilişkiler sayesinde Mavi ürünleri için birlikte özel jean kumaşı geliştirme fırsatı elde edilmiştir.

Denim ürünlerinin %92'si de dâhil olmak üzere, ürünlerin, konsolide bazda, %80'i yurt içinde mukim tedarikçilerden tedarik edilmektedir ve Şirket'in önde gelen kaliteli jean kumaşı ve diğer tekstil üreticileri gibi çoğu tedarikçiye yakın bir lokasyonda olması kalite kontrolünü sağlama, marjlar ve piyasaya sürme süresi açısından avantaj sağlamaktadır.

Güvenilir İş Ortakları ve İş Ortaklarıyla Kurulan Güçlü İlişkiler

Tedarikçiler ile kurulan yakın ilişki, sürdürülebilir ürün kalitesi, daha iyi kar ve fiyatlandırma gücü elde edilmesini sağlamaktadır. Toptan satış distribütörleri ve franchise alanlarla da hem yurt içi hem yurt dışında kurulan iyi ilişkiler ile beraber anılan çeşitli dağıtım kanalları, Şirket'in uluslararası pazarlara girerek faaliyet göstermesine imkân tanımıştır.

Alışveriş merkezi ve ana caddelerde bulunan monobrand mağazaların mal sahipleriyle kurulan güçlü ilişkiler temel olmak üzere, süregelen büyüme ve güçlü finansal performansın sonucu olarak mal sahipleri Şirket'i istikrarlı, düşük riskli, iyi ve güvenilir bir kiracı olarak görmektedir. Bu durum mağaza ağının genişlemesine yardımcı olmaktadır.

Büyüyen GSYİH ve Genç Nüfus

Türkiye ekonomisi, 2001 ile 2015 yılları arasında 195 milyar ABD Doları'ndan 720 milyar ABD Doları'na artarak ortalama %4,1 oranında bir reel GSYİH elde etmiştir. Türkiye ekonomisi 2013 yılında %4,2, 2014 yılında %2,9, 2015 yılında %4,0 ve 2016 yılında %2,9 oranında büyümüştür. GSYİH büyümesi doğrultusunda, kişi başına düşen GSYİH, 2001'de sona eren yıla kıyasla 2.937 ABD\$ tutarında bir artış sergileyerek 2015 yılında 9.360 ABD\$'ına ulaşmıştır (Kaynak: TÜİK).

¹ Ortalama Katkı: Yönetim tarafından mağaza katkısı temel performans göstergesi olarak kullanılmaktadır ve bu gösterge, mağazaların FAVOK cinsinden ölçülen, merkez maliyeti yansıtılmadan karlılık oranını yansıtmaktadır.

Economist Intelligence Unit, yıllık reel GSYİH büyümesinin 2017 yılında %2,4, 2018 yılında %2,6 ve 2019 yılında %3,3 olacağını öngörmektedir (Kaynak: EIU Ülke Raporu – Mart 2017).

Ayrıca, TÜİK'e göre, Türkiye 2016 yılında ortalama yaşın 30 olduğu genç nüfusa sahip bir ülkedir. Türkiye %50,2'si erkek ve %49,8'i kadın olmak üzere toplamda 79,8 milyon nüfusa sahiptir. Türkiye nüfusunun %32,5'i 15 ila 34 yaş aralığındadır. Şirket temel hedef kitlesinin 34 yaşın altındaki genç, modayı takip eden kadın ve erkeklerden oluşan sadık müşteri tabanı düşünüldüğünde, Türkiye'nin genç nüfusu satış hızının daha yüksek olmasını sağlamaktadır.

Euromonitor'a göre, jean sektörü yurt içinde en hızlı büyüyen hazır giyim kategorileri arasında yer almaktadır (jean pantolonlara yönelik harcamalar 2011 ve 2016 yılları arasında %12'lik YBBO ile artmıştır). Türkiye'de kişi başına jean için harcanan tutarın 10 Avro olmasına nazaran, Amerika Birleşik Devletleri'nde bu tutar 49 Avro ve Birleşik Krallık'ta ise 45 Avro'dur. Euromonitor'a göre, jeanlerin 2016-2019 arasında %11'lik YBBO büyümeyi sürdürmesi beklenmektedir. Bu bağlamda, 2020 yılına kadar satışları arttırmayı sürdürmek için yeterince alan mevcuttur.

Güçlü Finansal Performans

Şirket'in finansal performansı güçlü olup etkili işletme sermayesi yönetimi hızlı bir nakit dönüşümü elde edilmesini sağlamaktadır. 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yıl boyunca, döviz kurlarında ve hammadde maliyetlerinde yaşanan olumsuz değişikliklere rağmen Şirket, marjlarını sürdürebilmiş ve iyileştirebilmiştir. Şirket ağırlıklı olarak monobrand mağazalardan oluşan ağını genişletmektedir. Türk Eximbank'tan sağlanan ihracat finansmanı başta olmak üzere, cazip faiz oranları üzerinden borç finansmanı temin edilmiş; satış ve karlılık oranında yaşanan büyüme güçlü ve sürekli olmuştur. Şirket gelirleri 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren üç mali yılda %20,9'luk YBBO'yla artarken; dönem karı aynı dönem zarfında %65,6'lık bir YBBO'yla ve Düzeltilmiş FAVÖK de aynı dönem zarfında %28,4'lük YBBO'yla artmıştır. Yurt içindeki perakende mağazalarda gerçekleşen bire bir satışlar (*like-for-like sales*) 31 Ocak 2017 itibarıyla düzeltilmiş oran bazında %14,1 artmıştır ve bu artış herhangi bir düzeltme yapılmadan %10,8'e tekabül etmektedir.

Tecrübeli Yönetim Ekibi

Şirket önemli bir sektör tecrübesine ve pazar anlayışına sahip güçlü bir yönetim ekibi tarafından yönetilmektedir ve güçlü bir satış yönetimine sahiptir. Buna ek olarak, Akarlılar ailesi jean ve lifestyle markalarının yönetimine ilişkin tecrübelerini kapsamlı bir şekilde Şirket'e aktarmışlardır. Şirket, bu sayede toptan satış şirketi olmaktan çıkıp perakende satış şirketi haline gelmiştir.

CEO Ahmet Cüneyt Yavuz; CFO Tuba Toprakçı Yılmaz ve Global Marka Direktörü Fatma Elif Akarlılar'ın yer aldığı yönetim ekibi, önemli bir sektör tecrübesine sahip ve nitelikli bir ekiptir. Ekibin sahip olduğu deneyim ve bağlantılar faaliyet kapasitesinin büyümesini sağlamış, ürünlerin kalitesini arttırmış ve marka değerine katkı sağlamıştır.

Bunlara ek olarak, üst düzey yönetimde görev alan diğer üyeler kendi alanlarında Şirket için oldukça önemli tecrübelere sahiptirler.

Uluslararası Platformda Büyümeye Hazır Yapı

Şirket, 31 Ocak 2017 tarihinde sona eren mali dönemde yurt dışında (Rusya ve Avustralya haricinde) 1,6 milyon jean ürünü satmıştır.

Hâlihazırda Şirket, 61 adet monobrand mağaza ve yaklaşık 4.700 satış noktasından oluşan bir ağı ile dünya çapında, Türkiye haricinde, 34 ülkede faaliyet göstermektedir. Özellikle Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın Ağustos 2016'da satın alınmasıyla Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada; Almanya merkezi sayesinde Avrupa ve Rusya olmak üzere yurt dışında dört önemli bölgede varlık göstermektedir. Şirket, jean pazarının üst segmentinde konumlanmış olup müşterilerine premium ürünler sunabilmektedir. Sahip olunan güçlü marka imajı ve kalite ile faaliyet gösterilen uluslararası piyasalardaki fiyatlandırma gücünü de yönlendirmektedir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

4. Projeksiyon

Şirket'in geçmiş satış ve karlılık büyümelerinin içinde bulunulan faaliyet yılında (01.02.2017-31.01.2018) devam edeceği varsayımı ile değerlendirme çalışması Şirket'in 31 Ocak 2018 tarihi itibarıyla bitecek 1 yıllık satış ve FAVÖK tutarları tahmin edilerek yapılmıştır.

Projeksiyonlara esas teşkil eden detaylar aşağıdaki gibidir.

Satış Tahmini

Gelir projeksiyonu Türkiye ve Yurtdışı için kanal bazında gerçekleşen satış büyümleri dikkate alınarak yapılmıştır.

Tablo 6: Coğrafi ve Kanal Bazlı Satışlar (2015, 2016 ve 2017)

Mn TL	31 Ocak itibarıyla sona eren mali yıl											
	2015				2016				2017			
	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam
Türkiye	550,7	191,9	9,7	752,3	703,6	209,7	12,4	925,7	856,7	247,9	15,8	1.120,4
Avrupa	16,0	83,8	1,6	101,5	16,8	77,6	1,8	96,2	17,2	80,5	2,4	100,1
Amerika Birleşik Devletleri*	-	-	-	-	-	-	-	-	6,4	65,1	5,1	76,6
Kanada*	-	-	-	-	-	-	-	-	6,0	32,8	0,8	39,6
Rusya	6,4	19,9	-	26,2	8,9	10,5	-	19,4	11,0	8,7	-	19,7
Diğer Ülkeler	0,1	14,9	-	15,1	-	11,5	-	11,5	-	12,0	-	12,0
Toplam	573,2	310,5	11,3	895,1	729,4	309,2	14,2	1.052,8	897,3	447,0	24,1	1.368,5

(*) Proforma finansal bilgiler

Kaynak: Şirket

1. Perakende Kanalı

Perakende kanalı satışları varolan mağazaların bire bir büyümesi, yeni mağaza açılışları ve mağaza satış alanının genişletilmesi kaynaklı olacak şekilde tahmin edilmiştir:

Bire bir Büyüme

Şirket'in son 3 yılda ortalama düzeltilmiş bire bir büyüme oranı %16,3 olarak gerçekleşmiştir. 31 Ocak 2017 itibarıyla mevcut olan mağazaların 31.01.2015-31.01.2017 arasında gerçekleşen 3 yıllık düzeltilmiş pro-forma bire bir satış büyüme oranında büyüyeceği varsayılmıştır.

Tablo 7: Mevcut Mağazaların Bire bir Satış Artış Tahmini

Bire bir Net Satış Artışı	
Türkiye 31 Ocak 2017 Yıllık Perakende Geliri (Mn TL)	856,7
31.01.2015-31.01.2017 Ortalama Düzeltilmiş Bire bir Satış Artışı (%)	16,3%
Bire bir Büyüme Satış Artışı (Mn TL)	139,6

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

Yeni Mağaza Açılışları

Türkiye'de 25 ve yurt dışında 10 adet mağaza açılacağı öngörüsünden hareketle 31 Ocak 2017 itibarıyla satış alanı ve metrekare başına düşen satış verileri kullanılarak yeni mağazalardan kaynaklanan gelir artışı hesaplanmıştır:

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.





Tablo 8: Yeni Mağaza Açılışları Tahmini

Yeni Mağaza Açılışları Gelir Artışı	A	B	C	D	E	F	G
	Satış	Perakende	Yıllık	Yeni Mağaza			
	Alanı (m2)	Geliri (mn TL)	TL/m ² satışı	Adeti	Ortalama m ²	Toplam m ²	Gelir (mn TL)
Türkiye	117.000	856,7	7.322,5	25,0	700,0	17.500,0	64,1
Yurtdışı	4.615	40,6	8.791,8	10,0	209,8	2.097,7	9,2
Toplam							73,3

Notlar:

A: 31.01.2017 itibarıyla

B: 31.01.2017 itibarıyla Türkiye Perakende Satış ve Yurtdışı Pro-forma Perakende Satış

C: A / B

D: Şirket Türkiye'de son 3 yılda ortalama 25 mağaza açmıştır. 2017 yılı içerisinde Kanada'da 2 ve Rusya'da gelecek 3-4 yıl için 30 mağaza açma hedefi vardır

E: Türkiye'de yeni açılacak mağazalarda ortalama 600-800 m2 satış alanı olması hedefleniyor. Yurtdışında satış Alanı / 22 yurtdışı mağaza (31.01.2017 itibarıyla)

F: D x E

G: C x F / 2 (Yıl içerisinde farklı zamanlarda mağaza açılışları öngörülerek)

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

Mağaza Satış Alanının Genişletilmesi

Şirket Yönetimi'nin varolan mağazaların satış alanlarının genişletilmesi stratejisinden hareketle geçmiş 2 yılda görülen genişleme verileri esas alınarak 31 Ocak 2018'de biten mali yılda 4.875,0 metrekare satış alanı ve 17,8 mn TL gelir büyümesi olacağı tahmin edilmiştir. Tahminde kullanılan parametreler geçmiş 2 yılda ortalama eklenen mağaza satış alanının içinde mağaza büyüme alanının payı ve yıllık metrekare başına satış tutarıdır.

Tablo 9: Satış Alanı Genişletilmesi Tahmini

	A	B	C	D	E
	Yıllık TL/m ² satışı (TL)	Öngörülen Toplam Yeni Mağaza m ²	Geçmiş 2 Yıl Mağaza Büyüme Oranı (%)	Toplam m ²	Gelir (mn TL)
Türkiye	7.322,5	17.500,0	28%	4.875,0	17,8

A: 31.01.2017 itibarıyla yıllık TL/m2

B: 2017 açılacak yeni mağazaların toplam m2

C: Geçmiş 2 yılda ortalama mağaza büyümesi / yeni mağaza toplam (m2)

D: B x C

E: A x D / 2 (Yıl içerisinde farklı zamanlarda mağaza açılışları öngörülerek)

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

2. Toptan ve E-ticaret Kanalları

Toplam ve e-ticaret kanallarının gelir artışları son 3 yılın ortalama büyüme oranları kullanarak tahmin edilmiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Toplam Satış Tahminleri

Tablo 10: Kanal ve Coğrafya Bazında Satış Tahminleri Özeti

Mn TL	Perakende	Toptan	E-Ticaret	Toplam
Türkiye - 31.01.2017 iten biten mali yıl	856,7	247,9	15,8	1.120,4
Yurtdışı - 31.01.2017 iten biten mali yıl	40,6	199,2	8,3	248,1
Türkiye (2018 Gelir Artışı)	221,6	33,8	4,4	259,7
Yurtdışı (2018 Gelir Artışı)	9,2	-	-	9,2
Türkiye - 31.01.2018 ile biten mali yıl	1.078,3	281,7	20,1	1.380,1
Yurtdışı - 31.01.2018 ile biten mali yıl	49,8	199,2	8,3	257,3
Toplam	1.128,1	480,8	28,5	1.637,4

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

FAVÖK Tahmini

FAVÖK tahmininde Şirket'in 31.01.2015-31.01.2017 arası gerçekleştirdiği ortalama FAVÖK marjı gelişiminin 2017 yılı boyunca devam edeceği varsayımıyla 31 Ocak 2018 yıl sonu itibariyle FAVÖK marjının %13,7 olacağı tahmin edilmiştir.

Tablo 11: FAVÖK Tahmini

2017 FAVÖK (%)	13,0%
Son 2 yıllık FAVÖK gelişimi (%)	0,74%
2018 Beklenen FAVÖK (%)	13,74%
2018 Satış Tahmini	1.637,4
2018 Beklenen FAVÖK (mn TL)	225,0

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

5. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerleme çalışmasında emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi ve varlık esaslı bir değerleme yöntemi olan Defter Değeri yöntemleri kullanılmıştır.

Yukarıda detayları verilen tahmini 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

Defter Değeri yönteminde, varlıkların değerlemesi yapılmamış ve Şirket'in 31 Ocak 2017 bilançosu kullanılarak defter değeri hesaplanmıştır.

Değerleme yapılırken konsolide mali tabloların baz alınması durumunda hesaplanan Firma Değeri'nden tam konsolidasyona tabi tutulan varlıklara ilişkin kontrol gücü olmayan payların piyasa değeri düşülmeli, özkaynak yöntemi ile konsolide edilen varlıkların piyasa değerinden şirkete düşen pay Firma Değeri'ne eklenmelidir.

Mavi'nin bilançosuna bakıldığında Grup şirketleri Mavi ABD, Mavi Kanada ve Eflatun Giyim tam konsolidasyona tabi tutulmuştur. Bu şirketlerde kontrol gücü olmayan pay bulunmaktadır. Şirket'in değerlemesinde Mavi'nin 31 Ocak 2017 tarihi itibariyle bilançosunda bulunan kontrol gücü olmayan paylar değeri dikkate alınmıştır.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.





Tablo 12: İştirak Hisseleri ve Azınlık Payları

Şirket	Konsolidasyon Yöntemi	Oran %
Mavi Avrupa	Tam konsolidasyon	87,5
Mavi Hollanda	Tam konsolidasyon	100
Mavi Rusya	Tam konsolidasyon	100
Mavi Kazakistan	Tam konsolidasyon	100
Eflatun Giyim	Tam konsolidasyon	51
Mavi Kanada*	Tam konsolidasyon	38,25
Mavi Amerika	Tam konsolidasyon	51

*Mavi %51 oy hakkına sahiptir.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2016 yılının Eylül ayından itibaren, Mavi Amerika ve Mavi Kanada dahil olmak üzere Şirket'in tüm bağlı ortaklıkları Şirket altında konsolide edilmiştir. Şirket'in konsolide bağlı ortaklıklardan Şirket dışında pay sahipleri Mavi Almanya'nın sermayesinin %12,5'ine sahip üç azınlık hissedar, Eflatun'un sermayesinin %49,0'una sahip Akarlılar Ailesi Üyeleri'nden bir kısmı ve Mavi Kanada'nın sermayesinin %25,0'una sahip Kitsch'dir. Şirket, ayrıca Kitsch'in sahip olduğu Mavi Kanada paylarının satın alınmasını planlamaktadır. Şirket'in, Fatma Elif Akarlılar ve Seyhan Akarlılar'ın sahip oldukları Eflatun paylarına ilişkin alım hakkı, Fatma Elif Akarlılar ve Seyhan Akarlılar'ın ise sahip oldukları Eflatun paylarını Şirket'e satma hakkı bulunmaktadır.

6. Benzer Şirketler

Türkiye'de Mavi ile benzeşen toptan ve perakende moda alanında faaliyet gösteren rahat/günlük giyim odaklı halka açık bir firma bulunmamaktadır. Operasyonel olarak perakende alanındaki benzerlik nedeniyle Türkiye'de indirimli süpermarket zinciri olan BİM ile perakende moda alanında Mavi ile faaliyetleri benzeşen uluslararası firmalar değerlendirilmiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 13: Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FD (mn ABDS)	PD (mn ABDS)	Özet Açıklama
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	Türkiye	5.309	5.121	Faaliyetlerine 1995 yılında başlayan temel gıda ve tüketim ürünlerinin yüksek indirimli fiyatlarla 5.600'ün üstünde mağaza ile tüketiciye ulaştıran market zinciridir.
Hennes & Mauritz AB	İsveç	43.068	42.494	Hennes & Mauritz AB ("H&M") kadın, erkek, genç ve çocuk kategorilerinde tasarımlarını perakende kanalında satmaktadır. Geniş bir ürün segmenti (spor, takı, çanta, kozmetik, aksesuar gibi) bulunduran H&M bir çok Avrupa ülkesi ve ABD'de faaliyet göstermektedir.
Industria de Diseno Textil SA	İspanya	125.748	119.569	Zara markasını da şemsiyesi altında bulunduran Industria de Diseno Textil, S.A. (Inditex) tasarım, üretim ve dağıtım markası olup Avrupa, Amerika, Asya ve Afrika'da faaliyet göstermektedir.
Burberry Group PLC	İngiltere	9.932	8.940	1856'da kurulmuş lüks segmentinde kıyafet, parfüm ve moda aksesuarları üreticisidir. Dünyada çeşitli ülkelerde perakende mağazaları bulunmaktadır.
OVS SpA	İtalya	1.613	1.988	OVS SpA kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde günlük/rahat giyim segmentinde faaliyet gösteren bir İtalyan tasarım şirkettir.
Fast Retailing Co Ltd	Japonya	35.288	33.051	Japonya'da 1949'da kurulmuş olup Uniqlo markalı günlük rahat giyim ürünlerini dünya çapında 800'e yakın mağazasında tüketici ile buluşturan şirkettir.
Mr Price Group Ltd	Güney Afrika	3.111	3.057	1885 yılında Güney Afrika'da kurulmuş olan 7 adet tanınmış giyim ve spor giyim ile ev aletleri markası bulunan düşük fiyatlı ürünler satan perakende şirkettir.
Lojas Renner SA	Brezilya	5.944	6.321	1992'de Brezilya'da kurulmuş olan, çeşitli kategorilerde (giyim, parfüm, makyaj malzemeleri ve aksesuar gibi) faaliyet gösteren perakende şirkettir.
LLP SA	Polonya	3.103	3.207	Polonya'da 1991'de kurulmuş olan 5 adet perakende markası Almanya, Rusya ve ağırlı olarak orta ve doğu Avrupa'da 1500'ün üstünde mağaza ile faaliyet gösteren şirkettir.

Kaynak: Bloomberg, 24.05.2017

7. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Çarpana esas FAVÖK ve net kar değerlerinin hesaplanmasında 31.01.2018 tarihli itibariyle bir yıllık döneme ait tahmini finansal veriler kullanılmıştır.

Tablo 14: Değerlemede Esas Alınan Tahmini Finansal Veriler

31 Ocak'ta sona eren yıllık dönem 2018	Mn TL
Net Satış	1.637,4
FAVÖK	225,0

Kaynak: İş Yatırım

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç, şirketin kısa ve uzun vadeli mali borçları ve ilişkili taraflara diğer borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır.

İlişkili Taraflara Diğer Borçlar'ın 10,2 mn TL'si ile ilgili olarak; Mavi Giyim ve Mavi Almanya'nın kontrol gücü olmayan pay sahipleri, en son Ocak 2014 tarihinde değişiklik yapılmış olan hissedarlık sözleşmesi imzalamıştır. Mavi Almanya'nın kontrol gücü olmayan pay sahipleri, kontrol gücü olmayan pay sahiplerinin her biri diğerlerinden bağımsız olarak kullanılabilen ve her biri tarafından tutulan azınlık paylarının tamamından az olmamak üzere, hisse alma hakkına sahiptir. Hissedarlık



İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

sözleşmesine göre Mavi Almanya'nın tüm kontrol gücü olmayan pay sahipleri, Mavi Giyim'in yazılı izni olmak kaydıyla hisse satış opsiyonu kullanabilmektedir.

İlişkili Taraflara Diğer Borçlar'ın 33,3 mn TL'si Fatma Elif Akarlılar, Seyhan Akarlılar, Ragıp Ersin Akarlılar'a borçlar Eflatun Giyim'in satın alınmasından kaynaklanan ödenecek koşullu bedel borcundan oluşmaktadır. Söz konusu tutar Mayıs 2017 içerisinde ödenmiştir.

Şirket bilançosunda kısa vadeli yükümlülükler içinde bulunan İlişkili Taraflara Diğer Borçlar Net Finansal Borç içinde değerlendirilmiştir.

Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir.

Tablo 15: 31 Ocak 2017 İtibariyle Net Finansal Borç

Mn TL	Net Finansal Borç
Kısa vadeli borçlanmalar	151,7
Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları	79,1
Uzun vadeli borçlanmalar	105,2
İlişkili taraflara diğer borçlar	43,5
Nakit ve benzeri değerler	-158,1
Net Finansal Borç	221,5

Kaynak: Şirket

8. Değerleme

8.1 Çarpan Analizi Yöntemi

8.1.1 Firma Değeri ("FD") / Net Satış Çarpanı

Mavi ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD / Net Satış çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 16: Benzer Şirketler FD / Net Satış Çarpanı

Şirket	FD/Net Satış 1. tahmin yılı
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	0,8
Hennes & Mauritz AB	1,8
Industria de Diseño Textil SA	4,8
Burberry Group PLC	2,5
OVS SpA	1,4
Fast Retailing Co Ltd	2,0
Mr Price Group Ltd	2,1
Lojas Renner SA	2,9
LLP SA	1,8
Minimum	0,8
Medyan	2,0
Aritmetik Ortalama	2,2
Maksimum	4,8

Kaynak: Bloomberg, 24.05.2017

Tablo 17: Mavi Net Satış

Mn TL	31 Ocak 2018 Tahmini
Net Satış	1,637.4

Kaynak: İş Yatırım

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 18: FD / Net Satış Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Mn TL	Değer 1. tahmin yılı
Net Satış	1.637,4
Benzer Şirketler Medyan FD/Net Satış Çarpanı (x)	2,0
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.302,1
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-221,5
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri (kontrol edilmeyen paylar öncesi)	3.080,6
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-8,2
Kontrol gücü olmayan paylar sonrası özsermaye değeri	3.072,4

Kaynak: İş Yatırım

8.1.2 Firma Değeri ("FD") / FAVÖK Çarpanı

Mavi ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD / FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 19: Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı

Şirket	FD/FAVÖK 1. tahmin yılı
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	15,5
Hennes & Mauritz AB	10,8
Industria de Diseno Textil SA	21,8
Burberry Group PLC	11,9
OVS SpA	9,8
Fast Retailing Co Ltd	17,3
Mr Price Group Ltd	11,8
Lojas Renner SA	14,1
LLP SA	15,6
Minimum	9,8
Medyan	14,1
Aritmetik Ortalama	14,3
Maksimum	21,8

Kaynak: Bloomberg, 24.05.2017

Tablo 20: Mavi FAVÖK

Mn TL	31 Ocak 2018 Tahmini
FAVÖK	225,0

Kaynak: İş Yatırım

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.





Tablo 21: FD / FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Mavi için Özsermaye Değeri, uluslararası benzer şirketlerden elde edilen medyan Firma Değeri/FAVÖK çarpanları kullanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Mn TL	Değer 1. tahmin yılı
FAVÖK	225,0
Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	14,1
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.173,4
Net Borç (Gerçekleşen) (-)	-221,5
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri (kontrol edilmeyen paylar öncesi)	2.952,0
Kontrol edilmeyen paylar (-)	-8,2
Kontrol edilmeyen paylar sonrası özsermaye değeri	2.943,7

Kaynak: İş Yatırım

8.2 Defter Değeri Yöntemi

Defter Değeri yöntemi varlık değerini esas alan bir değerleme yöntemi olup değerlemesi yapılan şirketi oluşturan varlıkların değerlerinin toplanmasını esas alır.

Defter Değeri, şirketin mali tablolarındaki özkaynakların 1 TL nominal değerli bir paya karşılık gelen değeridir. İşbu sebeple bu raporda kullanılan Defter Değeri yönteminde, Şirket'in duran varlıklarının değerlemesi yapılmaksızın 31.01.2017 tarihli bilanço değerleri üzerinden defter değeri hesaplanmıştır.

Mavi'nin 31.01.2017 tarihli bilançosundaki özkaynaklar 140,5 mn TL'dir.

8.3 Sonuç

Mavi bünyesinde üretim faaliyeti bulunmayan ve tedarik ettiği ticari ürünleri ağırlıklı olarak perakende ve daha az oranda toptan olarak satan bir şirket olduğu için yüksek seviyede ödenmiş sermaye ihtiyacı yoktur. Şirket'in gelir ve karlılığının ana kaynağı olan Mavi markasının değeri Şirket'in bilançosunda yer almamaktadır.

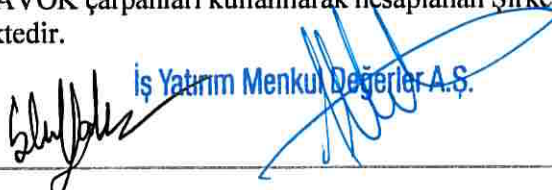
Rapor kapsamında hesaplanan Defter Değeri'nin Şirket'in sahip olduğu varlıkların güncel değerlerini dikkate almaması sebebiyle Şirket değeri hesaplamasında uygun bir yöntem olmadığı için dikkate alınmamıştır.

Şirket değeri hesaplamasında Türkiye'den BİM ve uluslararası benzer şirketlerin işbu rapor tarihi itibarıyla beklenti/tahmini 12 aylık Net Satış ve FAVÖK çarpanlarının medyanları esas alınarak kullanılan iki çarpan eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Net Satış çarpanı Şirket'in geçmiş büyüme hızı dikkate alınarak, jean kategorisinde Şirket'in pazar lideri olması etkisini, Şirket'in giyim perakendesi pazarındaki payını; ve, hem jean hem de lifestyle kategorilerinde toplam pazarın büyüme potansiyelini barındırmaktadır.

FAVÖK çarpanının, Şirket'in hem marka değerinin fiyatlarına yansıtılması hem de artan işlem hacmi sayesinde pazarlık gücü ve operasyonel yönetim yetkinliğini içererek operasyonel karlılığı belirlemesi sebebiyle Şirket'in değerlemesinde dikkate alınması gereken diğer bir değerleme yöntemi olduğu düşünülmektedir.

Net satış çarpanı ve FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan Şirket özsermaye değerinin birbirini desteklediği görülmektedir.


İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Son 12 aylık FD / Net Satış çarpanının medyanına göre Şirket'in özsermaye değeri 3.072,4 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanının medyanına göre Şirket'in özsermaye değeri 2.943,7 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 22: Birim Pay Değeri Hesabı

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 Özsermaye Değeri (mn TRY)		3.008,1
Hisse Adedi (milyon)		49,657
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)		60,6

Kaynak: İş Yatırım

Hesaplamaya göre 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. Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %29,0 ve %14,8 olarak hesaplanmaktadır.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.