

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi ve Tarihsel Gelişimi

Sait Akarlılar'ın 1991 yılında "Mavi" markasını oluşturmasının ardından Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Mavi ya da Şirket) 1994 yılında kurulmuştur. Şirket'in kuruluş amacı kadın ve erkekler için Jean odaklı ürünler tasarlamak, geliştirmek ve satmaktır. Şirket'in kökleri Sait Akarlılar'ın 1971 yılında kurduğu hazır giyim ve konfeksiyon üretim şirketine dayanmaktadır.

Şirket, 90'lı yılların ortasında markayı yurtdışı pazarlara taşımaya hedeflemiş ve Amerika Birleşik Devletleri pazarına giriş yapmıştır.

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

2000'li yılların başında, Vancouver, New York City, Berlin ve Frankfurt'ta perakende imaj mağazaları açılmıştır. Aynı dönemde Türkiye'de perakende mağazalarının sayısını artıran Şirket, müşteri odaklı çalışmalarını geliştirmiş ve 2007 yılının sonunda CRM programını hayata geçirmiştir.

TPEF II (Turkish Private Equity Fund II) 2008 yılında, Şirket'e yatırım yaparak ortak olmuştur. Halka Arz öncesi, Şirket'in iki dolaylı pay sahibi vardır. Akarlılar Ailesi Üyeleri, Şirket sermayesinin %46'sının dolaylı sahibi konumundayken TPEF II ise Şirket sermayesinin dolaylı olarak %54'üne sahiptir.

Şirket 2008 yılından itibaren perakende faaliyetlerine daha fazla odaklanarak 31 Ocak 2017 tarihi itibari ile yurtdışında net perakende satış alanını 117.000 metrekare'ye ulaştırmıştır.

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

2013 yılında, 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 ABD ve Kanada'da faaliyet gösteren e-ticaret siteleri sırası ile 2014 ve 2016 yıllarında faaliyete 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 itibari ile konsolide edilen bağlı ortaklıkları haline gelmiştir.

Şirket 31 Ocak 2017 itibari ile yurt içinde 261 Adet Monobrand mağazası 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, ABD ve Kanada'da faaliyet gösteren toplam 76 adet monobrand mağazası bulunmaktadır. Şirket'in ürünleri Türkiye, ABD, Almanya, Rusya ve Kanada da dâhil olmak üzere toplam 35 ülkede, 5.500'den fazla noktada satışa sunulmaktadır.

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

2. Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Şirket 31 Ocak 2017 itibari ile Avustralya ve Rusya dışında, Dünya çapında 7,5 milyon adet Jean ürünü satış gerçekleştirmiştir. Şirket, jeanlerin yanı sıra kadın ve erkeklere yönelik tişörtler, gömlekler, mont ve ceketler, kazaklar, Jean haricinde pantolonlar, etek ve elbiseler ile aksesuarlar, ayakkabılar gibi lifestyle hazır giyim ürünleri tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır.

Şirket, perakende kanalında giderek daha fazla ağırlık vererek çeşitli kategorilerde büyüyüp 31 Ocak 2017 tarihli verilere göre monobrand mağaza satış gelirlerinin %56'sını lifestyle ve %44'ünü Jean pantolon kategorisinden elde etmiştir.

Aşağıda yer alan tablo, yurt içinde Şirket'in işlettiği monobrand mağazalar vasıtasıyla gerçekleştirilen önemli ürün kategorilerine göre çocuk hariç satışların dağılımını göstermektedir.

Net Satış (%)			
	2015	2016	2017
Jean Pantolonlar	47,10%	47,20%	48,80%
Tişört	15,10%	16,30%	15,40%
Gömlek	13,80%	12,60%	11,70%
Mont/Ceket	6,90%	7,80%	8,80%
Aksesuarlar	4,60%	5,10%	5,10%
Kazak/Süveter	5,30%	5%	5%
Lifestyle Pantolon	4,90%	5,10%	4,30%
Etek/Elbise	1,40%	0,90%	0,90%

Şirket Satışlarını üç kanal vasıtası ile gerçekleştirmektedir;

- Perakende Kanalı Satışları
- Toptan Kanalı Satışları
- E-Ticaret

Perakende satışlar, Şirket tarafından işletilen ve monobrand Mavi mağazalarında gerçekleştirilen satışları temsil ederken, toptan satışlar nihai tüketiciye satış yapan katli 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 satışları ise Şirket'in kendisine ait olan www.mavi.com adresinde yer alan internet sitesi üzerinden tüketicilere yaptığı doğrudan satışları ifade etmektedir.

Aşağıda yer alan tablolarda, Şirket'in anılan dönemlerde elde ettiği gelirin satış kanalı bazında ve coğrafi bazda dağılımını göstermektedir;

	2015		2016		2017		2017 İle 2016 Karşılaştırması		2016 İle 2015 Karşılaştırması	
	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Değişiklik (Milyon TL)	Değişiklik (%)	Değişiklik (Milyon TL)	Değişiklik (%)
Perakende	573,2	64,0%	729,4	69,3%	890,5	68,1%	161,1	22,1%	156,2	27,3%
Toptan	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%	7,6	53,5%	2,9	25,7%

	2015		2016		2017		2017 İle 2016 Karşılaştırması		2016 İle 2015 Karşılaştırması	
	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Milyon TL	Gellre Oranı (%)	Değişiklik (Milyon TL)	Değişiklik (%)	Değişiklik (Milyon TL)	Değişiklik (%)
Türkiye	752,3	84,0%	925,7	87,9%	1121,2	85,7%	195,5	21,1%	173,4	23,0%
Avrupa	101,5	11,3%	96,2	9,1%	100,1	7,7%	3,9	4,1%	-5,3	-5,2%
Amerika*	0	0,0%	0	0,0%	37,6	2,9%	37,6	A.D	0	A.D
Kanada*	0	0,0%	0	0,0%	17,3	1,3%	17,3	A.D	0	A.D
Rusya	26,2	2,9%	19,4	1,8%	19,7	1,5%	0,3	1,5%	-6,8	-26,0%
Diğer Ülkeler	15,1	1,7%	11,5	1,1%	12	0,9%	0,5	4,3%	-3,6	-23,8%
Toplam	895,1		1052,8		1307,9		255,1		157,7	

3. Türkiye Faaliyetleri

Şirket 2008 yılında perakende satışlara ağırlık vermeye karar vermesi ile son üç yıllık dönemde yılda ortalama 26 yeni mağaza açmış ve mağazalara 55 milyonun üzerinde ziyaretçi kabul etmiştir. Bire bir satışlar (like-for-like satışlar) perakendeye ağırlık verilmesinin de etkisi ile son üç yılda ortalama yıllık %16,3 büyüme oranı yakalamıştır.

Şirket, geleneksel perakende kanalını tamamlaması adına www.mavi.com e-ticaret sitesini kurmuştur. Her ne kadar yurt içi satışlar içerisinde e-ticaret satış miktarı toplam satışların %1,7'sini teşkil etse de bu kanaldan elde edilen gelir 1 Şubat 2015 – 31 Ocak 2017 tarihleri arasında yıllık %27,3 oranında büyümüştür.

31 Ocak 2017 tarihi itibarıyla, Şirket'in 5,7 milyon üyeli CRM sadakat programında yaklaşık 3,9 milyon aktif müşterisi bulunmaktadır. 31 Ocak 2017 tarihli verilere göre 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. Mavide sadakat kartı kullanan erkek müşterilerin %58'i 35 yaşın altında iken, yeni kazanılan erkek müşterilerin %30'u 25 yaşın altındadır. Sadakat kartı kullanan kadın müşterilerin ise %56'sı 35 yaşın altında iken, yeni kazanılan kadın müşterilerin %34'ü 25 yaşın altındadır.

4. Yurtdışı Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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 ABD 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 Almanya şirketi ve Hollanda'da sadece toptan satış faaliyeti ile iştigal eden Mavi Hollanda şirketi ile Avrupa Piyasasında faaliyetlerine devam etmektedir. Diğer ülkelere ise toptan satış kanalı ile satışlarını gerçekleştirmektedir.

31 Ocak 2017 itibarı ile sona eren mali yılda, dünya çapındaki 7,5 milyon adetlik Jean satışının 1,6 milyonu ABD, Kanada, Avrupa ve diğer yurt dışı pazarlarda gerçekleştirilmiştir. Uluslararası dağıtım platformu kapsamında 61 monobrand mağazasının yanı sıra Bloomingdale's, Nordstrom, Zappos.com, Simons, David Jones, P&C ve Zalando.com gibi iş ortakları yer almaktadır.

5. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ödenmiş sermayesi 49.657.000 TL olup ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

31.01.2017 itibari ile Ortaklık Yapısı		
	Ödenmiş Sermaye (TL)	Oran(%)
Blue International	49.657.000	99,99%
MYN Ventures Ltd.	...	0,0025%
Lifestyle Brands N.V	...	0,0025%
Blue International Holding N.V	...	0,0025%
Cooperative U.A	...	0,0024%

6. Halka Arz Verileri

Halka Arz Verileri	
İhracı	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Satan Ortak	Blue International Holding B.V
	Çıkarılmış Sermaye:49.657.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	Ortak Satış:23.749.000 TL Nominal Değerli Pay Ek Satış: 3.562.350 TL Nominal Değerli Pay
Halka Açıklık Oranı	%47,83 (Ek Satış Olması Durumunda %55)
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Tahsis Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%70) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%10) ve Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%20)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortak için 180 Gün
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır
Fiyat İstikrarı Fonu	Blue International Holding B.V'nin portföyünden halka arz edilecek paylardan toplam 3.562.350 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilecek hasılat

7. Değerleme

Şirket'in değer tespiti iki aşamada gerçekleştirilmiştir;

- Birinci aşamada şirketin son 3 yıldaki ciro ve FAVÖK gelişimleri göz önünde bulundurularak 2018 yılı ciro ve FAVÖK tutarları tahmin edilmiştir.
- İkinci aşamada ise Çarpan Yöntemi kullanılarak Halka Arz Öncesi Firma ve Piyasa değerine ulaşılmıştır.

7.1. 2018 Yılı ciro ve FAVÖK Tahminine İlişkin Bilgiler

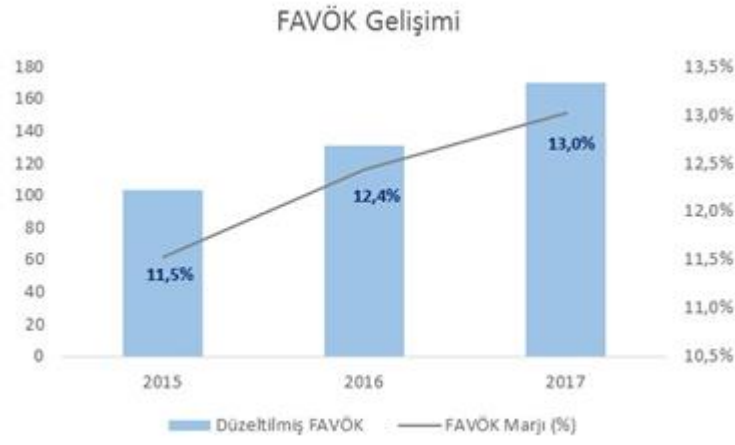
Şirketin 31.01.2017 tarihli verilerine göre satışlarının %65,6'sı Perakende %32,7'si Toptan ve geri kalan %1,8'lik kısmı ise e-ticaretten kaynaklanmaktadır. Geçmiş yıl verilerine göre şirket'in perakende, toptan ve e-ticaret segment satışlarında görülen son 3 yıllık ortalama büyüme sırası ile %25,1 , %20 ve %46 seviyelerindedir. 2018 projeksiyonunda ise perakende, toptan ve e-ticaret satış hacmi tahmin edilirken geçmiş 3 yıllık ortalama büyümenin devam edeceği varsayıldığı ifade edilmiştir (Mağaza genişlemelerinden kaynaklan satış artışları dâhil). Bu bağlamda perakende, toptan ve e-ticaret satışlarının 2018 yılı için sırası ile %25,7 , %7,6 ve %18,3 oranında büyüyeceğinin öngörüldüğü ifade edilmiştir. Şirket'in son üç yıldaki finansal performansı, markanın tanınırlığı, son 3 yılda görülen nispeten düşük GDP oranları ve toplumsal olaylar göz önünde

bulundurulduğunda iyileşen ekonomik beklentiler ve sosyal stabilite'nin de katkısı ile 2018 yılında belirtilen segmentlerdeki büyüme tahminlerinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Mavi Segmentel Ciro (Milyon TL)		2015	2016	2017	YBBO (%)	2018T	Beklenen Yıllık Büyüme (%)
Perakende	Türkiye	550,7	703,6	856,7	24,7%	1.078,3	25,9%
	Yurtdışı	22,5	25,7	40,6	34,3%	49,8	22,7%
	Perakende Toplam	573,2	729,3	897,3	25,1%	1.128,1	25,7%
	Ciraya Oranı (%)	64,0%	69,3%	65,6%		68,9%	
Toptan	Türkiye	191,9	209,7	247,9	13,7%	281,7	13,6%
	Yurtdışı	118,6	99,6	199,1	29,6%	199,1	0,0%
	Toptan Toplam	310,5	309,3	447,0	20,0%	480,8	7,6%
	Ciraya Oranı (%)	34,7%	29,4%	32,7%		29,4%	
E-ticaret	Türkiye	9,7	12,4	15,8	27,6%	20,2	27,8%
	Yurtdışı	1,6	1,8	8,3	127,8%	8,3	0,0%
	E-Ticaret Toplam	11,3	14,2	24,1	46,0%	28,5	18,3%
	Ciraya Oranı (%)	1,3%	1,3%	1,8%		1,7%	
Toplam Ciro*		895,0	1.052,8	1.368,4		1.637,4	

(*) : Proforma Finansal Bilgiler

Şirketin son üç mali yıla ait FAVÖK marjları sırası ile %11,5 , %12,4 ve %13 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporunda 2018 yılı FAVÖK tahmininin %13,74 olarak kabul edildiği ifade edilmiştir. %13,74 FAVÖK marjına 2017 yılı FAVÖK marjı olan %13 oranına son iki yılda FAVÖK marjlarında gerçekleşen ortalama artışın oranının $((\%12,4-\%11,5)+(\%13-\%12,4))/2$ eklenmesi ile ulaşıldığı belirtilmiştir. Son yılda FAVÖK marjında görülen %0,6 artış oranının bir önceki yıl görülen %0,9 artış oranından daha düşük olması azalan bir trendin habercisi olarak kabul edilebileceği için 2018 yılı FAVÖK marjı tahmininde %0,74 marj artışı yerine %0,6 oranından daha düşük bir artış oranının kullanılmasının muhafazakar tarafta kalınması açısından daha doğru olacağını düşünmekle birlikte %13,74 FAVÖK marjının da değer tespitinde makul olduğunu düşünüyoruz.



Fiyat Tespit Raporunda belirtilen kabuller ışığında şirketin 2018 yılı tahmini cirosu ve FAVÖK rakamı aşağıdaki gibidir;

	2015	2016	2017	2018T
Ciro (Milyon TL)	895,0	1.052,8	1.368,4	1.637,4
FAVÖK Marjı	11,5%	12,44%	13,0%	13,74%
FAVÖK (Milyon TL)	103,2	131,0	178,2	225,0

7.2. Çarpan Yöntemine İlişkin Tespitler

2018 yılına ait Ciro ve FAVÖK tahmini sonrası nihai değere ulaşabilmek adına emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan Yöntemi ile değer tespitinde aşağıda yer alan çarpanlar kullanılmıştır;

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

Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Mavi ABD, Mavi Kanada ve Eflatun Giyim'in 2016 Eylül'den itibaren tam konsolidasyona tabi tutulduğu belirtilmiş olmakla birlikte çarpanlardan nihai değere ulaşılırken azınlık paylarının değerinin çarpanlardan gelen değerden çıkarıldığı ve özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan gelen değer ise çarpanlardan gelen değere eklendiği ifade edilmiştir.

Çarpan yöntemi ile değer tespit edilirken dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan biri emsal şirketlerin nasıl belirlendiği ve hangi çarpanların değer tespitinde kullanıldığıdır.

Nihai değere ulaşırken çarpan yönteminin yanı sıra indirgenmiş nakit akımı yönteminden gelen değer de göz önünde bulundurulmasının tespit edilen değer yatırımçı tarafından benimsenmesi ve kabul görmesi açısından daha doğru olduğunu düşünmekle beraber indirgenmiş nakit akımı kullanılmadan sadece çarpan yöntemi ile nihai değere ulaşılmasını da makul görmekteyiz. Yurtiçinde Şirket ile aynı alanda faaliyet gösteren halka açık bir şirketin olmaması nedeni ile emsal şirketlerin tespitinde yurtdışı şirketlerin ve BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.'nin baz alındığı belirtilmiştir.

Yurtdışı benzer şirketlerin bulunduğu ekonomik koşulların önemli bir bölümünde faiz oranlarının Türkiye'ye oranla daha düşük olması söz konusu ülkelerdeki çarpanların Türkiye'ye oranla daha yüksek olmasına sebebiyet verebilmektedir. Bununla birlikte her ne kadar Türkiye'deki faiz oranları daha yüksek olsa da tüketim dinamikleri açısından düşünüldüğünde Türkiye'nin daha avantajlı olduğu söylenebilir. Diğer bir ifade ile iç tüketimdeki büyüme avantajının düşük faiz oranından kaynaklanan yüksek çarpan etkisini dengelediği düşünülebilir. Bu nedenlerden dolayı yurtdışı firmaların emsal firmalar olarak kullanılmasını doğru bulmakla beraber benzer şirketlerin tespitinde Mavi ile yakın büyüklüğe ve karakteristiğe (Ciro, FAVÖK, Firma Değeri, FAVÖK Marjı, Ciro&FAVÖK büyümesi vb.) sahip şirketlerin daha fazla kullanılmasının büyüklük fiyatlamasını yatırımcıların görmesi adına daha uygun olduğunu düşünüyoruz. Industria de Diseno Textil SA gibi hem FD/FAVÖK hem de FD/Satış çarpanları yukarı yönlü sektörden ayrılmış durumda olan şirketlerin emsal çarpan tespitinde kullanılmamasının muhafazakâr tarafta kalmak adına daha uygun olduğu kanaatindeyiz. Söz konusu şirketin çarpan olarak sektörden ayrışması riskinin çok düşük olması, sektörden daha hızlı büyüme beklentisi ya da FAVÖK'üne katkısı olmayan değerli bir varlığının bulunması ise bu durumun Mavi ile kıyaslamasının yapılmasını daha sağlıklı bulmaktayız.

Yurtiçi sektör tarafında sadece BİM'in tercih edilmesinin nedeni raporda belirtilmemiştir. Hem Mavi hem de BİM perakende sektöründe faaliyet göstermesine rağmen hem hitap ettiği kesim hem de satılan ürün karakteristiği noktasında birbirinden ayrılmaktadırlar. Sadece BİM yerine perakende sektöründe faaliyet gösteren diğer firmaların da çarpan analizinde kullanılmasının ortalama perakende sektör fiyatlamasını göstermesi açısından daha uygun olduğu kanaatindeyiz.

	Firma Değeri (Milyon USD)	FD/Satış x18T	FD/FAVÖK x18T
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş	5.309	0,8	15,5
Hennes & Mauritz AB	43.068	1,8	10,8
Industria de Diseno Textil SA	125.748	4,8	21,8
Burberry Group PLC	9.932	2,5	11,9
OVS SPA	1.613	1,4	9,8
Fast Retailing Co Ltd.	35.288	2	17,3
Mr Price Co Ltd.	3.111	2,1	11,8
Lojas Renner SA	5.944	2,9	14,1
LLP SA	3.103	1,8	15,6
Minimum	1.613	0,8	9,8
Medyan	5.944	2,0	14,1
Aritmetik Ortalama	25.902	2,2	14,3
Maksimum	125.748	4,8	21,8

7.3. Nihai Değer Tespiti

Nihai değere ulaşılırken FD/Satış çarpanı ise FD/FAVÖK çarpanından gelen firma değerlerine eşit ağırlık verilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanına eşit ağırlık verilmesi ile şirketin firma değeri **3.207 milyon TL** olarak tespit edilmiştir. Firma değerinden azınlık paylarının da eklendiği net borcun düşülmesi ile Şirket'in piyasa değerinin **3.008 milyon TL** olarak tespit edildiği ifade edilmiştir. Söz konusu piyasa değeri **60,6 TL** hisse fiyatına denk gelmektedir. Bununla birlikte halka arz fiyat aralığı **43,0 TL – 51,6 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu aralık taban fiyattan **%29**, tavan fiyattan ise **%14,9** halka arz iskontosuna işaret etmektedir.

	Çarpan	Firma Değeri (Milyon TL)	Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (Milyon TL)
Emsal Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (Medyan)	14,1	3.172	50%	1.472
Emsal Şirketler FD/Satış Çarpanı (Medyan)	2,0	3.302	50%	1.536
FAVÖK 18T (Milyon TL)	225			
Ciro 18T (Milyon TL)	1.637			
Net Borç	230			
Piyasa Değeri (Milyon TL)	3.008			
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)	60,6			
Taban Fiyattan Halka Arz İskontosu	29,0%			
Tavan Fiyattan Halka Arz İskontosu	14,9%			

8. Sonuç

Nihai piyasa değerine ulaşılırken tahmin edilen 2018 cirosu ve FAVÖK rakamının makul olduğu kanaatindeyiz. Aynı zamanda her ne kadar indirgenmiş nakit akımı analizinden gelen değer ile çarpan yönteminden gelen değer harmanlanıp nihai değere ulaşmanın yatırımcıya fiyatı benimsetebilme adına daha doğru olabileceğini düşünüyor olsak da nihai değer indirgenmiş nakit akımı analizi yöntemi kullanılmadan sadece çarpan yöntemi ile tespit edilmesini de makul bulduğumuzu belirtmek isteriz.

Nihai çarpanların tespitinde Mavi ile yakın büyüklüğe ve karakteristiğe (Ciro, FAVÖK, Firma Değeri, FAVÖK Marjı, Ciro&FAVÖK büyümesi vb.) sahip şirketlerin daha fazla kullanılmasının büyüklük fiyatlamasını yatırımcıların görmesi adına daha uygun olduğunu düşünüyoruz.

FD/Satış ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak değer tespit edilmiştir. Fiyat/Kazanç çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

Sonuç olarak şirketin bilinen marka yapısı, geçmiş yıllarda görülen olumlu ve iyileşen kar marjları ile ciro rakamlarını göz önünde bulundurduğumuzda 43,0 TL – 51,6 TL halka arz fiyat aralığını makul bulmakla beraber çarpanlarda yapılan seçimlerin değişmesi durumunda halka arz iskontosu olan %14,9 ve %29,0 bandının değişmesi riski bulunmaktadır.

9. Bilançolar ve Gelir Tabloları

Bilançolar (Bin TL)			
	2015	2016	2017
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	371.819	411.943	625.379
Nakit ve Nakit Benzerleri	92.176	111.374	158.056
Ticari Alacaklar	78.415	74.660	109.381
Diğer Alacaklar	14.129	13.116	21.491
Türev Araçlar	334	2.943	7.336
Stoklar	154.724	177.346	287.844
Peşin Ödenmiş Giderler	16.021	15.655	20.388
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	6.378	3.873	5.286
Diğer Dönen Varlıklar	9.642	12.976	15.597
Duran Varlıklar	123.582	139.524	268.588
Diğer Alacaklar	1.249	1.342	2.013
Maddi Duran Varlıklar	100.218	114.808	136.579
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17.185	18.090	123.182
Peşin Ödenmiş Giderler	478	248	68
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.452	5.036	6.746
Toplam Varlıklar	495.401	551.467	893.967
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	380.170	402.265	631.594
Kısa Vadeli Borçlanmalar	103.860	76.767	151.687
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	42.741	70.155	79.128
Ticari Borçlar	199.977	213.723	299.516
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	12.335	15.025	14.849
Diğer Borçlar	4.385	3.404	53.850
Ertelenmiş Gelirler	8.734	10.738	11.985
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.252	6.882	10.630
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.276	283	203
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.610	5.288	9.746
Uzun Vadeli Yükümlülükler	53.580	53.579	121.877
Uzun Vadeli Borçlanmalar	44.556	42.475	105.209
Ertelenmiş Gelirler	0	0	119
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.949	2.977	3.151
Diğer Borçlar	6.849	8.073	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	226	54	13.398
Özkaynaklar	61.650	95.625	140.500
Ödenmiş Sermaye	49.657	49.657	49.657
Ortak Kontrole Tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	-35.757	-35.757	-35.757
Kar veya Zararda Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-3.399	-4.211	-4.461
Diğer Kazanç/Kayıplar	-4.080	-4.080	-4.080
Kar veya Zararda Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	5.520	6.855	10.152
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	14.695	14.819	17.427
Geçmiş Yıllar Karları	16.129	34.889	65.733
Net Dönem Karı	18.885	33.453	50.064
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	-8.235
Toplam Yükümlülükler	495.400	551.469	893.971

Gelir Tabloları (Bin TL)			
	2015	2016	2017
Gelir	895.071	1.052.807	1.307.934
Satışların Maliyeti	-460.226	-528.395	-640.915
Brüt Kar	434.845	524.412	667.019
Genel Yönetim Giderleri	-47.657	-55.615	-76.670
Pazarlama Giderleri	-294.614	-357.951	-448.336
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-14.555	-15.662	-18.657
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.198	4.705	6.145
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-22.101	-2.869	-911
Esas Faaliyet Karı	57.116	97.020	128.590
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	73	63	104
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-3.118	-4.530	-747
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	54.071	92.553	127.947
Finansman Gelirleri	7.518	9.175	13.362
Finansman Giderleri (-)	-32.834	-55.669	-72.848
Finansman Giderleri,Net	-25.316	-46.494	-59.486
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	28.755	46.059	68.460
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-9.869	-12.607	-16.647
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	18.886	33.452	51.813
Dönem Karı	18.886	33.452	51.813