

**3 Mayıs 2018****1. Amaç**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından İş Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Beymen Mağazacılık A.Ş. (Beymen, Şirket) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

**2. Şirket hakkında özet bilgi**

Beymen çoklu perakende formatlarından oluşan portföyü ile kişisel lüks eşya pazarında faaliyet göstermektedir. Hazır giyim üreticisi olarak 1969 yılında faaliyetine başlayan Beymen, 1971 yılında ilk mağazasını açarak perakende sektörüne adım atmıştır. 1990'lı yıllarda uluslararası moda markalarının Türkiye'ye tanıtılması şirketin faaliyetleri açısından dönüm noktası olmuştur. 1994'te Akmerkez, 2003'te Nişantaşı, 2007 yılında İstinye Park mağazasını açmıştır. 2007 yılından itibaren seçili uluslararası moda markaları için mono-brand mağazalar açmaya başlamıştır. İlk mono-brand mağazalar "Bottega Venetta", "Saint Laurent", "Celine", "Dolce&Gabbana", "Etro", "Tod's" gibi markalar ile Nişantaşı'nda ve İstinye Park alışveriş merkezinde açılmıştır. Şirket 2000'li yıllarda özel markalarına yatırım yapmış, Beymen markalı çantalar ve küçük deri aksesuarlar, Beymen Çikolata, Beymen Eşarplar, Beymen Hediye Koleksiyonları sunmaya başlamıştır. 2010 yılında Beymen.com ile e-ticaret operasyonlarını başlatmıştır. 2013'te şirketin en büyük mağazası olan Beymen Zorlu Center'ı ve altı adet mono-brand mağaza açmıştır. Eylül 2017'de Suadiye Beymen mağazası faaliyete geçmiştir. Beymen Club mağazalarının sayısı 2010-2017 döneminde 21'den 44'e yükselmiştir. Şirketin 2017 sonu itibarıyla toplam çalışan sayısı merkez ofisinde 344, satışta 1506, Nişantaşı Turistik Tesislerde 46 ve Christian Loubutin Mağazacılık'ta 10 olmak üzere toplam 1906'dır.

**Ortaklık Yapısı**

	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası		Halka arz sonrası (Ek satışla)	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Boyner Perakende	156,225,000	100.00	89,048,250	57.0	79,674,750	51.0
Halka Arz	0	0.0	67,176,750	43.0	76,550,250	49.0
Ortak Satış	0	0.0	67,176,750	43.0	67,176,750	43.0
Ek satış	0	0.0	0	0.0	9,373,500	6.0
<b>Toplam</b>	<b>156,225,000</b>	<b>100.0</b>	<b>156,225,000</b>	<b>100.0</b>	<b>156,225,000</b>	<b>100.0</b>

Kaynak: İzahname

Şirket hisselerinin %100'ü Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.'ye (BOYP) aittir. BOYP hisselerinin %14,52'si halka açık olup, %42,80'i Boyner Holding'e, %42,68'i ise Mayhoola For Investments LLC'ye (Mayhoola) aittir. Şirketin dolaylı ortakları Boyner Holding ve Mayhoola Beymen'in yönetim hakimiyetine dolaylı yoldan sahiptir. Boyner Holding'in ortakları Boyner ailesidir. Mayhoola sermayesinin %100'ü H.H. Sheikh Hamad Bin Khalifah Al Thani'ye aittir.

**Boyner Perakende Ortaklık Yapısı**

	Sermaye (TL)	Pay (%)
Boyner Holding	110,293,939	42.8
Mayhoola For Investments LLC	109,975,819	42.7
Halka açıklık	37,430,240	14.5
<b>Toplam</b>	<b>257,699,998</b>	<b>100.0</b>

Kaynak: Matriks

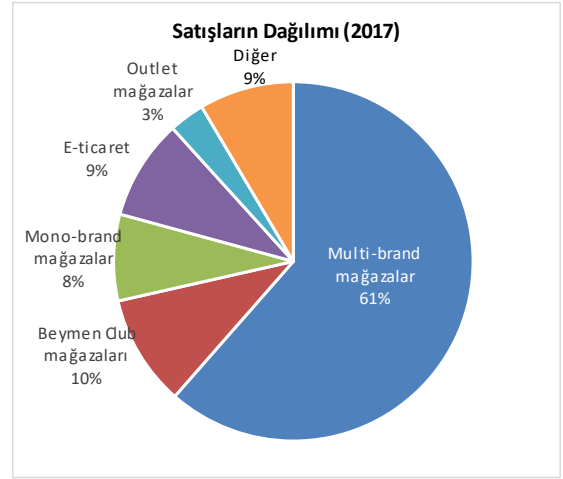
Şirket hisselerinin %43'ü (ek satışla %49'u) ortak satışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Halka arz sonucunda şirkete doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Boyner Perakende 67,17mn lira (ek satışla 76,55mn lira) nominal değerli hisse satışı yapacaktır. Toplanan kesin talebin satışa sunulan payların nominal değerinden fazla olması halinde sermayesinin %6'sına denk gelen 9,37mn lira nominal değerli hissenin ek satışa konu edilmesi planlanmaktadır. Halka arzdan elde

**3 Mayıs 2018**

edilecek gelirin kullanımı tamamen halka arzda ortak satışı gerçekleştirecek Boyner Perakende'nin tasarrufunda olacaktır. Boyner Perakende 20 Nisan 2018 tarihinde aldığı Yönetim Kurulu kararı gereğince halka arzdan elde edeceği gelirin bir kısmını şirkete olan net ticari olmayan borçlarının tamamının kapatılması için kullanacaktır. Şirket ise BOYP'tan olan alacağının kapatılması vasıtasıyla elde edeceği nakdin tamamını Kredi Genel Hükümler Sözleşmesi kapsamındaki borcunu kapatmak amacıyla kullanacaktır.

### 3. Finansal Bilgiler

Şirket faaliyetlerini doğrudan işletilen perakende satış kanalları ve toptan satış kanalları vasıtasıyla yürütmektedir. Şirketin faaliyetlerinin çoğunluğu olan multi-brand mağazalar, mono-brand mağazalar, Beymen Club mağazaları, e-ticaret kanalı ve outlet mağazalardan oluşan doğrudan işletilen perakende mağazalar vasıtasıyla yürütülmektedir. Faaliyetlerinin küçük bir kısmı ise bayiler tarafından işletilen mağazalar ile toptan satışlar kanalıyla yapılmaktadır. 31 Aralık 2017 itibarıyla şirketin portföyünde (bayiler tarafından işletilen mağazalar ve ortak girişim Christian Louboutin Mağazacılık tarafından işletilen iki adet monobrand butik ve Wepublic mağazası dahil olmak üzere) 86 adet mağaza bulunmaktadır ve toplam satış alanı 56.699 metrekaredir. Şirket toplam 15 şehirde yer alan mağazaları ile Türkiye'deki yüksek gelirli şehirleri hedefleyen seçici bir perakende ağı ile sürdürmektedir.



31 Aralık 2017'de sona eren yılda şirket gelirinin %91,5'i doğrudan işletilen perakende satış kanalından elde edilmiş, yaklaşık %8,5'i ise toptan satış kanalı ve diğerlerinden elde edilmiştir. Şirketin stratejisi marka ve müşteri deneyimini daha iyi kontrol etmek amacıyla doğrudan işletilen perakende mağazalar yoluyla faaliyet göstermek yönündedir. Bu nedenle bayiler tarafından işletilen mağazaların sayısı yıllar içinde düşüş göstermiştir. Her sezon sonunda şirketin elinde genellikle ilgili sezon sevkiyatının %10'u kadar satılabilir ürün kalmaktadır. Bu ürünler outlet mağazalara gönderilmektedir.

#### Net satışlar (TL)

	2015	2016	2017
Multi-brand mağazalar	596,357,966	652,450,398	808,413,318
Beymen Club mağazaları	73,647,832	88,202,412	131,419,298
Mono-brand mağazalar	82,225,339	81,285,206	102,341,593
E-ticaret	46,753,780	82,302,225	118,914,675
Outlet mağazalar	2,498,863	18,485,099	42,170,643
Diğer	132,350,823	103,378,142	111,954,581
Toplam	933,834,603	1,026,103,482	1,315,214,108

Kaynak: İzahname

Şirket 2017'de portföyündeki ürünlerin %66,9'unu ithal etmiştir. İthalatın büyük çoğunluğu AB Gümrük birliği ülkelerinden oluşmaktadır. 2017'de net perakende satışlarının %21,4'ü Beymen özel markalarından gerçekleşmiş, satışların kalan %78,6'lık kısmını global markalar oluşturmuştur. Dolayısıyla döviz kuru net perakende satışın %78,6'sı üzerinde etkiye sahiptir. Bu nedenle şirket tarafından sezon sırasında gerekli hallerde ürünlerin fiyatlarını Avrupa emsallerine uygun hale getirmek ve bütçelendirilmiş brüt marjlarını sürdürülebilmek için fiyat ayarlamaları yapılmaktadır. Şirket multi-brand multi-brand mağazaları ve mono-brand mağazalarındaki bire bir fiyatlandırma büyümesi bakımından fiyatların orta vadede

**3 Mayıs 2018**

kurda meydana gelen artışa ek olarak %2-3'lük oranda eklenecek bir kar yüzdesi oranında artmasını beklemektedir. Şirket Beymen Club mağazalarındaki bire bir fiyatlandırma büyümesi bakımından fiyatların TÜFE oranında artmasını beklemektedir.

Lüks moda pazarı 2011-2017 döneminde yıllık %19 bileşik büyüme oranıyla 3,6 milyar liraya ulaşmıştır. Sektörün 2017-2020 arasında %15'lik büyüme ile 5,5 milyar lira büyüklüğe ulaşması beklenmektedir. Şirket 2011-2017 döneminde %24'lük yıllık bileşik büyüme oranına ulaşmıştır. Gelecek üç yıllık dönemde şirket pazardan daha hızlı büyümeyi hedeflemektedir. Şirketin yönetim kurulu tarafından onaylanan yeni projeleri mevcuttur. 2019 yılı ilk çeyreğinde Adana'da 1700 metrekarelik satış alanında, 2020 yılında İzmir'de 3000 metrekare satış alanında planlanan 2 yeni multi-brand mağaza, 2018 yılında 5 yeni Beymen Club mağazası açmayı planlamaktadır.

Şirketin net satışları 2015, 2016 ve 2017'de sırasıyla %23,2, %10,9 ve %22,8 artış kaydetmiştir. Bu yıllarda düzeltilmiş FVAÖK (şirket birleşmesinden kaynaklanan tek seferlik giderler hariç) ise 139mn lira, 154mn lira ve 207mn lira olarak gerçekleşmiştir. FVAÖK marjı ise 2016'da %14,9'dan %15'e, 2017'de de %15,8'e yükselmiştir.

Şirket herhangi bir gayrimenkule sahip değildir ve kullanmakta olduğu tüm gayrimenkuller üçüncü şahıslardan kiralanmaktadır. 31 Aralık 2017 itibarıyla kira sözleşmelerinin %69,5'i döviz cinsinden ifade edilen kira ücretlerine dayanmaktadır. Şirket lüks alışveriş merkezlerinde önemli kiracı olduğundan, taşınmaz sahipleri ile iyi ilişkilere sahip olduğundan ve döviz cinsinden ifade edilen kira ücretleri nedeniyle kurdan etkilenme riskini yönetebilmekte ve optimize edebilmekte olduğuna inanmaktadır. Şirketin sahip olduğu maddi duran varlıkları demirbaşları, özel maliyetleri ve yapılmakta olan yatırımlarıdır.

Şirketin 2016 yılında dönen varlıkları 495mn lira artmıştır. Bu artışın en büyük kaynağı 2016 yılında kullandığı Merrill Lynch kredisinin %57,78'lik kısmını Boyner Perakende'ye plasman olarak verilmesiyle diğer alacakların 387mn lira artmasıdır. 2017 yılında ise dönen varlıklar 498mn lira azalmıştır. Bunun başlıca sebebi 2016 sonunda 555mn lira olan grup içi diğer alacakların 69mn liraya düşmesidir. 2017 yılında kısa vadeli yükümlülüklerde izlenen 167mn liralık artışın sebebi satışların büyümesinden dolayı ticari borçlardaki 77mn lira ve sipariş avanslarındaki artıştan kaynaklanan ertelenmiş gelirlerdeki 61mn liralık artıştır. 2017 yılında ise kısa vadeli yükümlülükler borçlanmalardaki düşüş nedeniyle 144mn lira azalmıştır. Uzun vadeli yükümlülüklerde 2017 yılında izlenen artış 2016 yılında alınan Merrill Lynch kredisinden, 2017 yılında izlenen düşüş ise bu kredinin azalmasından kaynaklanmıştır.

<b>Beymen Gelir Tablosu (bin TL)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>SATIŞ GELİRLERİ</b>	<b>933,834,602</b>	<b>1,026,103,481</b>	<b>1,315,214,108</b>
Satışların Maliyeti (-)	-516,961,637	-563,680,553	-732,872,121
<b>Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>416,872,965</b>	<b>462,422,928</b>	<b>582,341,987</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-313,062,640	-347,894,353	-437,459,348
Pazarlama Giderleri	-239,430,602	-265,558,554	-340,026,693
Genel Yönetim Giderleri	-73,632,038	-82,335,799	-97,432,655
<b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>103,810,325</b>	<b>114,528,575</b>	<b>144,882,639</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri	471,300	-1,689,521	-6,482,033
<b>Faaliyet Karı veya Zararı</b>	<b>104,281,625</b>	<b>112,839,054</b>	<b>138,400,606</b>
Yatırım Faaliyetlerinden K/Z	1,607,041	-837,711	-263,855
Finansman Gelirleri	-39,589,261	-49,005,529	-28,349,563
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>66,299,405</b>	<b>62,995,814</b>	<b>109,787,188</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-10,102,190	-13,602,099	-21,642,915
<b>Dönem Karı</b>	<b>56,197,215</b>	<b>49,393,715</b>	<b>88,144,273</b>
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	473,348	466,408	937,197
<b>Ana Ortaklık Karı</b>	<b>55,723,867</b>	<b>48,927,307</b>	<b>87,207,076</b>
Kaynak: İzahname			

3 Mayıs 2018

Beymen Bilanço (bin TL)	31 Aralık 2015	31 Aralık 2016	31 Aralık 2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>594,693,026</b>	<b>1,089,376,744</b>	<b>791,360,399</b>
Nakit vb	17,898,483	41,844,444	163,180,331
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	84,439,194	86,359,999	130,693,706
Diğer Alacaklar	185,165,382	571,838,124	73,645,268
Stoklar	278,022,807	325,102,185	384,140,925
Türev Araçlar	5,282,804	1,163,557	4,403,542
Peşin Ödenmiş Giderler	23,884,356	63,068,435	31,619,412
Satış Amaçlı Varlıklar			3,677,215
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>441,270,166</b>	<b>399,756,653</b>	<b>365,589,005</b>
Diğer Alacaklar	241,323,086	201,977,633	166,909,048
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	5,640,975	5,653,801	2,001,302
Maddi Duran Varlıklar	93,921,301	102,924,503	102,107,015
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	66,807,975	68,235,696	66,973,031
Peşin Ödenmiş Giderler	5,444,095	10,696,837	15,073,175
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7,003,260	5,976,146	12,476,702
Diğer Duran Varlıklar	21,129,474	4,292,037	48,732
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>1,035,963,192</b>	<b>1,489,133,397</b>	<b>1,156,949,404</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>613,256,579</b>	<b>780,287,954</b>	<b>636,547,168</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	179,959,622	153,788,676	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	137,262,244	149,798,094	120,860,264
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	34,236,959	0
Ticari Borçlar	213,248,781	290,386,956	307,324,908
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps.Borçlar	2,373,312	6,493,570	10,397,753
Diğer Borçlar	1,874,071	2,155,923	17,811,564
Ertelenmiş Gelirler	53,057,778	114,459,725	123,219,124
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,845,574	6,325,032	4,166,711
KV Karşılıklar	20,241,487	15,116,951	42,578,253
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3,393,710	7,526,068	10,188,591
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>239,149,669</b>	<b>459,049,920</b>	<b>315,575,703</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	219,859,305	439,221,582	290,301,598
Diğer Borçlar	105,057	127,156	136,286
UV Karşılıklar	3,614,412	6,992,999	9,498,648
Ertelenmiş Gelirler	15,570,895	12,708,183	13,112,992
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	2,526,179
<b>ÖZ SERMAYE</b>	<b>183,556,944</b>	<b>249,795,523</b>	<b>204,826,533</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özsermaye</b>	<b>182,288,521</b>	<b>248,321,743</b>	<b>202,645,097</b>
Ödenmiş Sermaye	86,275,000	106,225,000	156,225,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	5,323,094	5,323,094	5,323,094
Diğer Kapsamlı Gelir veya Gider	-4,181,419	-7,025,504	-8,336,660
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşme etkisi	-6,855,259	-6,855,259	-6,855,259
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,017,668	1,017,668	25,607,481
Ödenen Kar Payı Avansları	0	0	-28,975,675
Geçmiş Yıllar Karları	44,985,570	100,709,437	-27,549,960
Net Dönem Karı	55,723,867	48,927,307	87,207,076
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>1,268,423</b>	<b>1,473,780</b>	<b>2,181,436</b>
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>1,035,963,192</b>	<b>1,489,133,397</b>	<b>1,156,949,404</b>
Kaynak: İzahname			

**3 Mayıs 2018****4. Halka arz bilgileri**

<b>Halka Arz Tarihi</b>	: 3 – 4 Mayıs 2018
<b>Halka Arz Şekli</b>	: Ortak Satışı
<b>Yöntem</b>	: Fiyat aralığı ile talep toplama
<b>Fiyat Aralığı</b>	: 12,80 TL – 15,36 TL
<b>Aracılık Şekli</b>	: En iyi gayret aracılığı
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	: 156.225.000 TL
<b>Halka Arz</b>	: 67.176.750 TL
<b>Ek Satış</b>	: 9.373.500 TL
<b>Halka Arz (Ek satışla)</b>	: 76.550.250 TL
<b>Halka Arz Oranı</b>	: %43
<b>Halka Arz Oranı (ek satışla)</b>	: %49
<b>Piyasa Değeri</b>	:

	<b>Fiyat Aralığıyla</b>	
<b>Fiyat (TL)</b>	<b>12.80</b>	<b>15.36</b>
Piyasa Değeri (mn TL)	1,999.7	2,399.6
Piyasa Değeri (mn \$)	493.3	592.0
Halka Arz Büyüklüğü (mn TL)	859.9	1,031.8
Halka Arz Büyüklüğü (mn \$)	212.1	254.6
Halka Arz Büyüklüğü (ek satışla, mn TL)	979.8	1,175.8
Halka Arz Büyüklüğü (ek satışla, mn \$)	241.7	290.1

**Fiyat istikrarı** : 30 gün süreyle planlanmaktadır. (BOYP portföyünden halka arz edilecek paylardan 9.373.500 lira nominal değerdeki kısmın satışından elde edilecek olan taban fiyattan 120mn lira, tavan fiyattan 144mn lira hasılat kullanılacaktır)

**Satmama Taahhüdü** : 180 gün (Payların işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün süreyle sermaye artırımını yapılmaması, yeni bir satış veya halka arz yapılmamasına karar verilmiştir. Fiyat istikrarı neticesinden elde edilebilecek paylar bu taahhüt dışındadır. Ayrıca BOYP şirket hisselerinin işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle eline bulunduracağı Beymen paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını açıklamıştır.)

**BIST kodu** : BEYMN

**İşlem Göreceği Pazar** : Yıldız Pazar

	<b>Halka arz</b>	
<b>Tahsisatlar</b>	<b>Tahsisat (TL)</b>	<b>İçindeki payı</b>
<b>Yatırımcı Grubu</b>		
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	6,717,675	10%
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	10,076,513	15%
Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	49,710,795	74%
Boyner Grup Çalışanları*	671,767	1%
<b>Toplam</b>	<b>67,176,750</b>	<b>100%</b>

Kaynak: İzahname

**3 Mayıs 2018**

\*Boyner Grup çalışanlarına nihai fiyat üzerinden %5 indirim yapılacaktır. Boyner Grup çalışanları grubundan talep giren yatırımcılar en fazla 7800 adet pay talep girebilirler.

**5. Değerleme çalışması hakkında**

Beymen halka arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı için 12,80 TL – 15,36 TL aralığı belirlenmiştir. Fiyat tespitinde Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmıştır.

- FD/Net Satış (firma değeri/net satış) çarpanı
- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı
- F/K (fiyat/kazanç) çarpanı

Türkiye’de toptan ve perakende moda alanındaki faaliyetleri ile Beymen ile benzeşen Vakko ve Mavi dikkate alınmıştır. Uluslararası olarak, bulunduğu pazarlar itibarıyla moda perakende firmaları, lüks giyim ve perakende firmalarına ilave olarak, lüks çok katlı mağazacılık faaliyeti gösteren benzer firmalar değerlendirilmiştir.

Şirket yönetimi Anka tarafından işletilmiş ve 30 Kasım 2017 tarihinde Beymen Mağazacılık tarafından devralınmış bir multi-brand mağaza olan Wepublic’i kapatma kararı almıştır. Bu doğrultuda Akmerkez GYO ile şirket arasında 13 Nisan 2018 tarihinde fesih protokolü imzalanmıştır. Fesih protokolünde Wepublic mağazasına ilişkin kira sözleşmesinin 31 Aralık 2018 tarihine kadar feshedilmesi öngörülmüştür. Bu sebeple yakın gelecekte kapatılacak olan Wepublic’in performansını içeren geçmiş yıl mali verilerinin değerlendirilmesinde olduğu gibi kullanılması uygun görülmüştür.

**Beymen Değerleri (mn TL)**

	2017	Wepublic etkisi	Wepublic etkisinden arındırılmış 2017
Net Satışlar	1,315.2	-19.1	1,296.1
Brüt kar	582.3	-14.5	567.8
Net kar	88.1	30.8	118.9
Esas Faaliyet k/z	138.4	34.8	173.2
Amortisman	32.7	-2.8	29.9
FVAÖK	171.1	32.0	203.1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

<b>FVAÖK Düzeltmesi (mn TL)</b>	<b>2017</b>	<b>Değerlemede Esas Alınan Değerler (mn TL)</b>	<b>2017</b>
Wepublic etkisinden arındırılmış FVAÖK	203.1	Net satış	1296.1
Kur farkı geliri/gideri	3.9	Düzeltilmiş FVAÖK	207.1
Reeskont geliri/gideri	0.1	Net Kar	118.9
Düzeltilmiş FVAÖK	207.1	Ana ortaklığa ait özkaynaklar	202.6

Şirketin net finansal borç pozisyonu halka arz sonrasında BOYP tarafından şirkete olan borçlarının ödenmesi ve şirketin buradan sağlayacağı nakitle Kredi Genel Hükümler Sözleşmesi kapsamındaki borçlarını kapatacağı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Buna göre 231mn lira olan net borcundan 217mn lira düşülerek net borcu 13,7mn lira olarak dikkate alınmıştır.

**3 Mayıs 2018**

Şirket değeri hesaplamasında Türkiye’den Mavi ve Vakko’ya ilave olarak uluslararası halka açık benzer şirketlerin son 12 aylık net satış, FVAÖK ve F/K çarpanlarının medyanları eşit ağırlıklandırılarak esas alınmıştır. Buna göre FD/N. Satış çarpanı ortalama olarak 2,44x, FD/FVAÖK çarpanı ortalama olarak 13,52x, F/K çarpanı ortalama olarak 27,51x olarak hesaplanmıştır.

**Çarpan Analizi**

	FD/N. Satış	FD/FVAÖK	FD/FK
Mavi Giyim	1.44	10.17	28.56
Vakko Tekstil	1.15	8.23	17.24
Hennes&Mauritz AB	1.14	8.30	14.87
Industria de Diseno Textil SA	3.09	14.81	25.26
CCC SA	3.17	25.23	45.82
LPP SA	2.68	21.58	43.45
Burberry Group PLC	2.60	13.33	26.47
PRADA SpA	3.34	14.93	35.02
Tod's SpA	2.28	13.72	31.05
LVMH Moet Hennesy Louis Vuitton SE	3.87	15.74	30.39
HUGO BOSS AG	2.15	10.36	25.48
Nordstorn Inc	0.61	5.95	18.06
<b>Minimum</b>	<b>0.61</b>	<b>5.95</b>	<b>14.87</b>
<b>Medyan</b>	<b>2.44</b>	<b>13.52</b>	<b>27.51</b>
<b>Aritmetik Ortalama</b>	<b>2.29</b>	<b>13.53</b>	<b>28.47</b>
<b>Maksimum</b>	<b>3.87</b>	<b>25.23</b>	<b>45.82</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**Beymen Birim Pay Değeri Hesaplaması (mn TL)**

	FD/N. Satış	FD/FVAÖK	F/K
Çarpan	2.44	13.52	27.51
İlgili Beymen Değeri	1,296.1	207.2	118.9
<b>Beymen Firma/Piyasa Değeri</b>	<b>3,162.5</b>	<b>2,801.3</b>	<b>3,270.9</b>
Beymen Net Borç Pozisyonu	13.7		
<b>Beymen Özsermaye Değeri</b>	<b>3,148.8</b>	<b>2,787.6</b>	<b>3,270.9</b>
<b>Kontrol Edilmeyen Paylar</b>	<b>-2.2</b>		
<b>Kontrol Edilmeyen Paylar sonrası Özsermaye Değeri</b>	<b>3,146.6</b>	<b>2,785.4</b>	<b>3,268.7</b>
<b>Ortalama Özsermaye Değeri</b>	<b>3,066.9</b>		
Beymen Ödenmiş Sermayesi	156,225,000		
<b>Hisse Başı Değer (TL)</b>	<b>19.63</b>		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Nihai değerlere eşit ağırlık verilerek yapılan değerlendirme sonucunda özsermaye değeri 3066,9mn lira, hisse başına birim fiyatı 19,63 lira olarak hesaplanmıştır. Halka arz fiyat aralığı ise 12,80 lira – 15,36 lira olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığının taban ve tavanına göre halka arz iskontosu sırasıyla %34,8 ve %21,8 olarak hesaplanmaktadır.

## **6. Değerlendirme**

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Beymen hisse fiyatının belirlenmesinde çarpan analizi yönteminin kullanılmış olmasını yerinde görmekteyiz. Şirketin finansal sonuçlarının Wepublic'in kapatılacak olması nedeniyle düzeltmeye tabi tutulmasını halka arz değerlemesinde şirketin operasyonel sonuçlarının dikkate alınması açısından uygun bulmaktayız.

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler ile uluslararası şirketler çarpanları arasında yüksek fark görülmektedir. Bunun iç piyasa koşulları ile ve yurtdışı şirketlerin faaliyetleri arasındaki farklılıklarla açıklanabileceğini düşünmekteyiz. BIST-100'ün F/K oranı 8,10 ile Fransa'nın 16,88x, S&P500'ün 21,18x, İtalya'nın 11,32x (Kaynak: Reuters) ile karşılaştırıldığında yaklaşık %28 - %62 iskontolu görünmektedir. Ayrıca karşılaştırılan şirketler kendi ürünlerini dünya çapında satmakta olup, Beymen cirosunun 2017'de %78,6'sını global markalarının satışından elde etmiştir. Kendi markalarının satışları içindeki payı %21,4'tür. Bu nedenlerden dolayı piyasa çarpanları analizinin yurtiçi ve yurtdışı çarpanlar olarak iki bölümde incelenmesi ve yurtdışı çarpanların nihai değerlemede daha düşük ağırlıkla alınmasının yerinde olacağını düşünmekteyiz.

## **7. Sonuç**

Sonuçta fiyat tespit raporunda kullanılan emsal karşılaştırmasına dayanan piyasa çarpanları yöntemini şirket değeri açısından kabul edilebilir bir sonuca ulaşılmasında isabetli bir seçim olarak görmekteyiz. Halka arz fiyatının makul sınırlarda olduğunu düşünmekteyiz.