

# Оценка на Фешън Съплай ЕАД

---

## 1. Инвестиционна стратегия

Инвестиционната стратегия на Емитента включва 4 главни направления на инвестиции, като всяко от тях носи следния бюджет и допускания:

### 1.1. Разширяване на текущия капацитет с нови производствени мощности и складова база на вече закупен за това терен

Текущият капацитет на производствените мощности е до 150 000 броя облекла месечно при пълна заетост. Преди настъпването на ковид пандемията и капацитет е достиган, като е имало случаи в пиковите на дадени сезони поръчки да бъдат отхвърляни поради липса на допълнителен капацитет.

При закупуване на втори кроячен робот и още 2 маси за кроене и още 4 иновативни настилачни робота, този капацитет може да бъде увеличен с нови 350 000 броя облекла месечно. Това ще даде на Емитента две сериозни конкурентни предимства: ще позволи още по-бързото и ефективно изпълнение на текущите поръчки и посрещане на заявления вече интерес за капацитет от съществуващи и нови клиенти, давайки допълнителна сигурност за изпълнение при планираното разрастване на нови пазари, както и ще позволи текущата продажба на капацитет за кроене на външни контрагенти, при добри пазарни цени.

Очакванията на Емитента, базирани на историческите резултати и заявените намерения на клиенти са за достигане на пълен капацитет на производство през 2025 г.

### 1.2. Система за дигитален печат на органични платове

Тази система ще даде възможност за производства в малки серии при изключително съкратени срокове за доставка. По този начин Емитентът не само ще обслужва по-ефективно и бързо настоящите си и планираните големи бъдещи клиенти, но също така ще може да навлезе в бизнеса с по-малките брандове, интернет-базираните ритейлъри на собствено производство и фешън стартъпите, където маржовете на продажба са значително по-високи (при нормални брутни маржове от 20 % при големите клиенти, нормата в по-малките серии е около и над 45 %). Текущите клиенти на Емитента нееднократно са заявили желание за работа в по-малки серии, основно за техните интернет магазини, където целта е да предлагат повече нови модели само онлайн и да превеждат новите трендове към клиентите си.

В допълнение, производството на отпечатани платове ще остави по-голям брутен марж в Емитента, вместо той да бъде връщан назад във веригата на доставки. Към края на януари 2022 г. себестойността на отпечатан линеен метър плат от вискоза или еластан е 2.91 евро. Цената, която Емитента получава от най-добрия си доставчик е 4.80 евро за големи количества и 5.60 евро за малки серии. Възможността за придобиване на този допълнителен марж е и основата за планирането на тази инвестиция.

### 1.3. Фотоволтаик за собствени нужди

С изграждането на такава система, Емитентът цели да оптимизира подходящото си географско местоположение, правейки изпреварваща инвестиция с оглед на новите политики на ЕС по отношение на Зелената сделка.

Изграждането на собствен възобновяем енергоизточник ще доведе не само до намаляване на заплащаните разходи за използваната електроенергия (основен енергиен разход на Емитента), но и ще предложи оперативен хедж срещу високата волатилност на енергийните пазари. Не на последно място, по-доброто позициониране на Емитента в света на Зелената сделка ще предостави допълнителна сигурност и възможност за по-добра оценка на инвестициите на акционерите в Компанията.

### 1.4. Собствен бранд и собствен онлайн магазин

Създаването на собствен бранд ще позволи на Емитента да направи тест на пазарите с най-висока добавена стойност (краен ритейл), опитвайки се да наложи опита си при производството и веригата на доставки на специфични облекла.

Успешното създаване на собствен бранд би дало уникално конкурентно предимство на компанията, превръщайки я от част на веригата на доставки в напълно интегриран пазарен участник. В допълнение, успешно наложеният собствен бранд винаги дава стойност за инвеститорите в пъти на инвестираните в него средства.

## 2. Оценка на Емитента на база исторически резултати

С оглед на историята на Фешън Съплай ЕАД и реализираните приходи и устойчивост в годините преди Ковид-19, може да се направи оценка на база очакванията за възвръщане и нормализиране на **бизнеса без планираните експанзивни инвестиции**. Тази оценка ще бъде водеща и ще служи за основа за цената на акциите на Емитента, като целта е да се предложи на потенциалните инвеститори възвръщаемост при минимален риск. За целите на оценката се допуска връщането на бизнеса на емитента към нивата от преди Ковид-19 пандемията още към края на 2022 г. и достигането на оптимални приходни равнища към края на 2023 г., при запазване на стабилни маржове на отделните позиции в отчета за приходите и разходите. Допусканията и предвижданията са, както следва:

Година	2022е	2023е
Нетни приходи от продажби	9 000	11 000
COGS	6 930	8 195
Материали	4 811	5 690
Външни услуги	2 119	2 505
Брутен марж	2 070	2 805
БМ %	23.0%	25.5%
Други приходи от дейността	504	616
Амортизации	285	285

<b>Разходи за персонала</b>	787	865
<b>Други разходи</b>	147	180
<b>ЕБИТДА</b>	1 640	2 376
<b>ЕБИТДА %</b>	18.2%	21.6%
<b>ЕБИТ</b>	1 355	2 091
<b>ЕБИТ %</b>	15.1%	19.0%
<b>Финансови приходи</b>	0	0
<b>Финансови разходи</b>	100	100
<b>Печабля от обичайната дейност</b>	1 255	1 991
<b>Данък върху печалбата</b>	126	199
<b>Нетна печалба</b>	1 130	1 792
<b>Нетен марж</b>	12.6%	16.3%

За целта на оценката на компанията ще бъде използван модел на дисконтиране на очакваните нетни печалби на компанията, за определяне на нормата на дисконтиране е взета пред вид възвръщаемостта на широкия измерител на българския фондов пазар – индекса SOFIX. Тъй като Емитентът е среден по размер, не може да се очаква търсената от инвеститорите възвръщаемост да бъде съразмерна с тази по най-големите и основни публични компании, търгувани на Българска фондова борса. В допълнение към това, бизнес моделът, пазарите и икономическият сектор на Емитента не предполагат сериозна дефанзивна функция при икономически флукутации. Поради тази причина ще бъде приложен бета-коригиращ фактор на нормата на възвръщаемост от 4 пъти. На база капитализираното осредняване на ръста на индекса SOFIX за последните 10 години, очакваната номинална възвръщаемост от инвеститорите, изчислена като капитализиран, анюализиран ръст е следната:

<b>SOFIX</b>	
<b>КАР</b>	<b>5.78 %</b>
<b>2021</b>	635.68
<b>2020</b>	447.53
<b>2019</b>	568.14
<b>2018</b>	594.46
<b>2017</b>	677.45
<b>2016</b>	586.43
<b>2015</b>	460.9
<b>2014</b>	522.1
<b>2013</b>	491.52
<b>2012</b>	345.46
<b>2011</b>	322.11
<b>2010</b>	362.35

С цел консервативност на оценката, очаквания след края на 2023 г. ръст ще бъде фиксиран до размера на текущите нива на реална инфлация от около 15 %. По този начин в оценката на компанията ще бъде вграден защитен елемент, като в същото време няма да бъдат залагани агресивни ръстове, които да повлияят положително на оценката.

При така заложените норми на възвръщаемост и очаквания за нормализация на бизнес средата на Емитента, по метода на дисконтираните парични потоци и терминалната стойност, определена в периода след края на 2023 г., както и при допускане на записване на всички акции от Предлагането и достигане на общия брой емитирани акции до 2 851 000 броя, оценката на цената на акциите на емитента е, както следва:

Норма на възвръщаемост	Ръст	Пазарна капитализация (хил. лв.)	Стойност на акция (лева)
23%	15%	19 130	6.701

#### Формиране на крайна цена на предлагането:

Под дискрецията на мениджмънта на Емитента, както и на Съветника по предлагането, целевата цена на Предлагането е определена на 6.50 лв. за акция.

### 3. Сравнителна стойност на оценка в група компании

С цел онагледяване на оценката се представя и сравнителен анализ на стойността на дружеството-емитент със стойностите на основни пазарни множители като P/E (Price/Earnings или цена на акция разделена на доход на една акция), EV/Sales (Enterprise Value / Sales или стойност на компанията разделена на годишните продажби) и EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest, Taxes with Depreciation Added или стойност на компанията разделена на доходи преди лихви, данъци, с добавена амортизация). Използването на трите показателя дава възможност за най-широко разгръщане на сравнителната оценка на компанията спрямо текущото и прогнозирано развитие на пазарите.

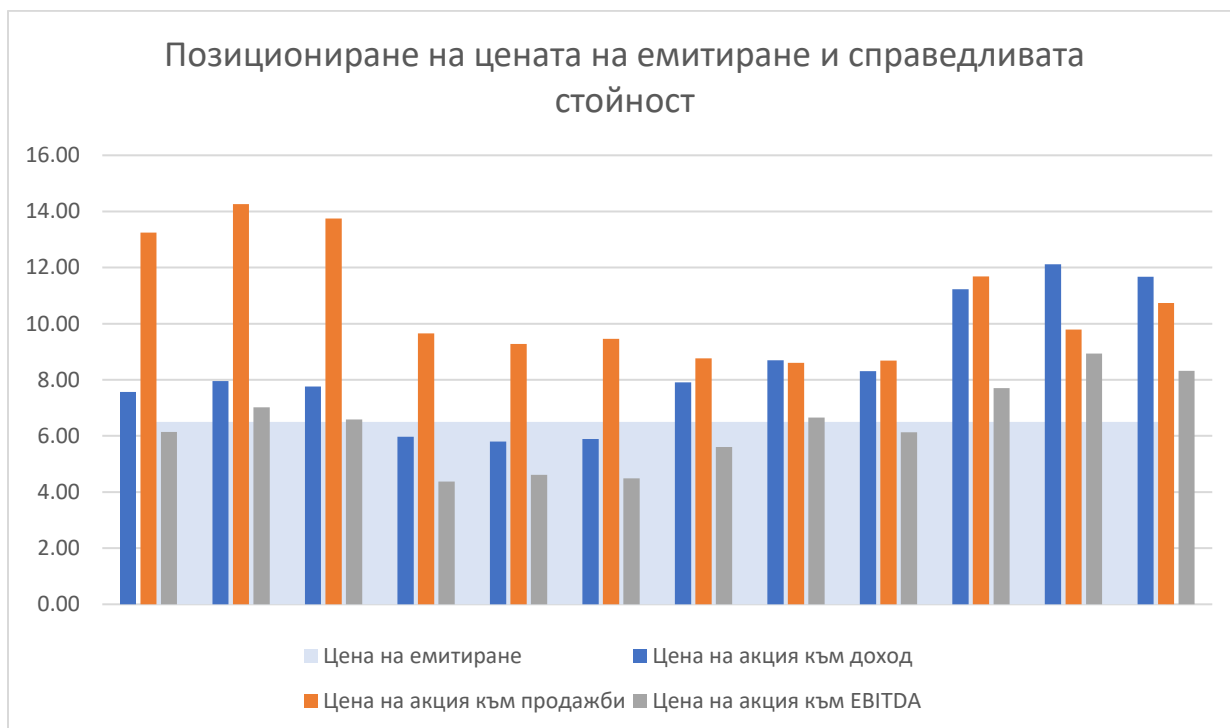
Като се има пред вид дейността на Емитента, както и рисковете за резултатите му, които са пряко свързани както с производството в сектора на текстила и облеклата, така и с крайните ритейл продажби, както и липсата на преки дружества-аналози поради спецификата на бизнес процесите на Емитента, може да се счете, че най-подходящо би било използване на общи индекси, измерващи публичните компании от сектора. Най-подходящи за даденото сравнение са индексите на Morgan Stanley – Capital International (MSCI Europe Textile and Garments (тикер в Bloomberg Professional {MXEU0TA Index} и MSCI World Textile and Garments (тикер в Bloomberg Professional {MXW00TA Index}). Данните към 27.05.2022 г. за тези индекси са както следва:

	2021	PE	EV/Sales	EV/EBITDA
MSCI Europe Textiles and Garments		31.82	4.66	16.87
MSCI World Textiles and Garments		33.48	4.57	18.86
Average		32.65	4.62	17.87
	27-05-22	PE	EV/Sales	EV/EBITDA
MSCI Europe Textiles and Garments		25.12	3.53	13.02
MSCI World Textiles and Garments		24.40	3.41	13.55
Average		24.76	3.47	13.29
	2022	PE	EV/Sales	EV/EBITDA
MSCI Europe Textiles and Garments		19.97	3.11	11.57
MSCI World Textiles and Garments		21.95	3.06	13.39
Average		20.96	3.09	12.48
	2023	PE	EV/Sales	EV/EBITDA
MSCI Europe Textiles and Garments		17.87	3.30	10.51
MSCI World Textiles and Garments		19.28	2.81	11.99
Average		18.58	3.06	11.25

При дадените отчетени и очаквани измерители на множителите, съобразно направените финансови прогнози и очакване за поддържане на нивото на дълг в компанията на около 3 милиона лева, се очакват следните стойности на цената на една акция към разглежданите периоди:

	2021	Стойност на 1 акция PE (лв.)	Стойност на 1 акция EV/Sales (лв.)	Стойност на 1 акция EV/EBITDA (лв.)
MSCI Europe Textiles and Garments		7.56	13.24	6.14
MSCI World Textiles and Garments		7.96	14.26	7.02
Average		7.76	13.75	6.58
				9.37
	27-05-22			
MSCI Europe Textiles and Garments		5.97	9.65	4.38
MSCI World Textiles and Garments		5.80	9.28	4.61
Average		5.89	9.46	4.49
				6.61
	2022			
MSCI Europe Textiles and Garments		7.91	8.77	5.60
MSCI World Textiles and Garments		8.70	8.61	6.65
Average		8.31	8.69	6.13
				7.71

2023				
MSCI Europe Textiles and Garments	11.23	11.68	7.71	
MSCI World Textiles and Garments	12.12	9.79	8.94	
Average	11.68	10.73	8.32	10.24



#### Цена на емитиране, справедлива стойност и очаквана премия и доходност (лева)

	Средна справедлива стойност	Цена на емитиране	Премия/Доходност
2021	9.37	6.50	NA
27-05-22	6.61	6.50	1.8%
2022e	7.71	6.50	18.6%
2023e	10.24	6.50	57.6%

От данните от анализа е видно, че предложената цена на акция на емитента от 6.50 лв. предоставя както премия при текущите пазарни нива, така и достатъчно добра база за реализиране на възвръщаемост, въпреки очакванията за понижаване на пазарните множители в бъдеще. В допълнение цената предлага премия при оценката на компанията при всеки един подход от множители.

## 4. Оперативни и финансови допускания, бюджет и цели

### 4.1. Допускания относно капацитета и приходите

През 2022 г. Емитентът ще достигне капацитет на текущата производствена линия от 150 000 броя облекла месечно. Периодът до средата на 2023 г. ще бъде напълно достатъчен за доставка и въвеждане в експлоатация на новите работи и построяване на новите сградни съоръжения. Достигането на максимален капацитет на планираните мощности се очаква да се случи по следната схема:

Година	2022	2023	2024	2025
Брой произведени облекла месечно	150 000	225 000	325 000	450 000

### 4.2. Допускания относно брутния марж

Нормалният брутен марж на производство на Емитента е около 25 % в годините преди Ковид 19 пандемията. Влошаването му в последните 2 години е пряко следствие на влошената среда в сектора, която в края на 2021 г. показва сериозни признаци на възстановяване.

Очакванията на Емитента са за възстановяване на брутния марж до пред кризисните нива през 2022 г. без извършване на планираните инвестиции. След внедряването на новата система за дигитално отпечатване на платове се очаква маржовете да достигнат до стабилните 30 % в края на 2024 г. и да се задържат там. С оглед консервативността на оценката, не се правят допълнителни допускания за подобряване на маржовете след внедряването на собствен бранд.

### 4.3. Допускания, свързани с другите приходи от дейността

С оглед спецификите на дейността на Емитента се наблюдава известна стабилност на отношението на другите приходи от дейността към нетните приходи от продажба (продажби на остатъчни платове и нереализирани серии), като допускането е, че те ще останат непроменени и за в бъдеще.

### 4.4. Разходи за персонала

Пред вид планираното ново производство и очакваните обеми, се планира разрастване на производствения персонал на Емитента, което ще доведе до 60 % ръст в разходите за персонал през 2023 г. След това се допуска годишно нарастване на доходите на заетите в Емитента с 10 %.

### 4.5. Разходи за амортизации

Пред вид планираните инвестиции, се очаква нарастване на разходите за амортизации с 600 хил. лв. през 2023 г. и запазването им на стабилни нива след това.

## 5. Планирана възвръщаемост

На база посочените в Част 3 допускания, може да се направят следните прогнози за финансовите резултати на Емитента в периода до края на 2024 г.:

Година (хил. лв.)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Нетни приходи от продажби</b>	<b>6 733</b>	<b>9 000</b>	<b>13 500</b>	<b>21 000</b>	<b>28 500</b>
<b>COGS</b>	<b>5 361</b>	<b>6 930</b>	<b>9 450</b>	<b>14 700</b>	<b>19 950</b>
Материали	3 722	4 811	6 561	10 206	13 851
Външни услуги	1 639	2 119	2 889	4 494	6 099
<b>Брутен марж</b>	<b>1 372</b>	<b>2 070</b>	<b>4 050</b>	<b>6 300</b>	<b>8 550</b>
<b>БМ %</b>	<b>20.4%</b>	<b>23.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>30.0%</b>
Други приходи от дейността	377	504	756	1 176	1 596
Амортизации	285	285	885	885	885
Разходи за персонала	715	787	1 258	1 384	1 523
Други разходи	110	147	221	343	466
<b>ЕБИТДА</b>	<b>924</b>	<b>1 640</b>	<b>3 327</b>	<b>5 749</b>	<b>8 158</b>
<b>ЕБИТДА %</b>	<b>13.7%</b>	<b>18.2%</b>	<b>24.6%</b>	<b>27.4%</b>	<b>28.6%</b>
<b>ЕБИТ</b>	<b>639</b>	<b>1 355</b>	<b>2 442</b>	<b>4 864</b>	<b>7 273</b>
<b>ЕБИТ %</b>	<b>9.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>18.1%</b>	<b>23.2%</b>	<b>25.5%</b>
Финансови приходи	42	0	0	0	0
Финансови разходи	100	100	100	100	100
<b>Печалба от обичайната дейност</b>	<b>581</b>	<b>1 255</b>	<b>2 342</b>	<b>4 764</b>	<b>7 173</b>
Данък върху печалбата	58	126	234	476	717
<b>Нетна печалба</b>	<b>523</b>	<b>1 130</b>	<b>2 108</b>	<b>4 287</b>	<b>6 455</b>
<b>Нетен марж</b>	<b>7.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>15.6%</b>	<b>20.4%</b>	<b>22.7%</b>

За изготвяне на оценка на потенциалната стойност на 1 акция на Емитента след провеждане на предлагането и реализиране на планираните инвестиции, ще бъде приложен модела на дисконтиране на свободния паричен поток към капитала на компанията (Free Cash Flow to Equity, FCFE). За достигане до него, при допускане за изцяло касов оперативен марж, към нетната печалба следва да се добави стойността на амортизацията след данъчен ефект. Очакваните стойности на свободния паричен поток за 1 акция на Емитента след Предлагането и при допускане за общ брой акции на Компанията в размер на 2 851 000 акции, данните са, както следва:

Година	2022	2023	2024	2025
<b>EPS (лв.)</b>	0.495	0.924	1.678	2.629
<b>FCFE (хил. лв.)</b>	1 389	2 912	4 633	6 801
<b>FCFE на една акция (лв.)</b>	0.609	1.277	2.031	2.982

За оценката на Емитента също така ще бъде ключова и терминалната стойност, определена след 2025 г., като с цел максимална консервативност на оценката ръст на нетната печалба след този



период не е допуснат. С оглед на всички изразени до тук допускания и калкулации, на база различни норми на възвръщаемост, очакваната оценка на стойността на 1 акция на Емитента е, както следва:

Норма на възвръщаемост	15%	20%	25%	30%
Стойност на 1 акция на емитента (лв.)	15.901	11.197	8.451	6.672

Очакваната норма на възвръщаемост (линейна) при различни ценови равнища е, както следва:

Цена (лв.)	IRR
6.50	30.5%
7.50	27.5%
9.00	24.0%

## Важна информация

Всички потенциални инвеститори са информирани, че ИП МК Брокерс АД е мениджър и инвестиционен посредник по емисията акции на Фешън Съплай ЕАД на пазар ВЕАМ, организиран от Българска фондова борса. В тази си роля, Посредникът им договорена финансова облага от пласирането на акциите на Фешън Съплай ЕАД и това може да породви поводи за конфликт на интереси, който в случая е надлежно разкрит.

Право и задължение на инвеститорите е уверяване в достатъчна степен в представената оценка на Фешън Съплай ЕАД и да създадат собствена представа за оценката на Дружеството.

Предоставените данни и очаквания са пълна отговорност и дискреция на мениджмънта на Фешън Съплай ЕАД и са използвани като входни за определянето на ценовите параметри. Използваните модели и методологии са приложени под дискрецията, знанията и професионалния опит на екипа на ИП МК Брокерс АД.

Май 2022 г.

*Николай М. Ванъов, CFA*

Управляващ директор, Инвестиции и търговия,

ИП МК Брокерс АД