

# Investiční výzkum

## KARO Leather

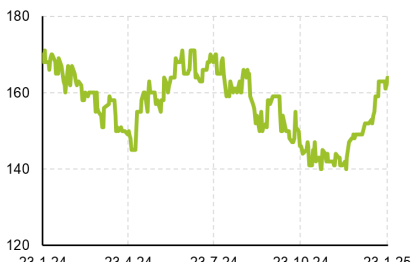


**Doporučení: Akumulovat**  
**Cílová cena: 184 Kč**

KARO Leather	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	184 Kč
Aktuální cena:	164 Kč
Potenciální výnos:	12 %
Datum vydání	24. 1. 2025
Předchozí doporučení: (2. 5. 2024)	200 Kč (Koupit)
Základní informace	
Odvětví:	Zpracování kůží
Počet akcií:	6 900 000
Free float (odhad):	~21 %
Tržní kapitalizace:	1131,6 mil. Kč
Roční minimum: (25. 1. 2024, 16:25)	140 Kč
Roční maximum: (10. 12. 2024, 16:25)	171 Kč
Informace pro investory:	www.karo-leather.com/pro-investory
Indexy:	PX-START, 17,29 %

### Roční vývoj akcie

Karo Leather  
vývoj akcie v Kč



Zdroj: Bloomberg

Společnost KARO Leather považujeme za atraktivní z následujících důvodů:

- Očekávaný nárůst produkce
- Projektovaný růst ziskové marže
- Zkušené vedení společnosti s významným akcionářským podílem
- Potenciál další vertikální integrace
- Atraktivní ocenění akcií

Nová analýza zohledňuje emisi nových akcií, splacení všech nebankovních úvěrů a změnu projekce hospodaření a čistého dluhu.

**Kapitalizace nebankovních úvěrů:** Společnost na konci roku 2024 emitovala 1,9 mil. akcií za 150 Kč holdingovým společností zakladatelů společnosti Karo Leather. Ti ve stejném objemu kapitalizovali jimi poskytnuté úvěry nebo od dalších stran odkoupené nebankovní půjčky. Po transakci má společnost emitováno 6,9 mil. akcií a měla by rok 2024 zakončit pouze s bankovním dluhem ve výši 263 mil. Kč. Společnost předpokládá, že díky poklesu zadlužení bude schopna vyplatit první dividendu již v roce 2026. Vzhledem k motivaci zakladatelů, resp. majoritních akcionářů, vyplatit dividendy, a levnější obsluhu dluhu to považujeme za realistické. Projektujeme v roce 2026 vyplacení dividendy 7 Kč na akcii a její následný růst o 2 Kč v letech 2027 a 2028. Případná výplata dividendy může být ovlivněna dalšími investičními plány managementu. Dle našeho názoru transakce bude z krátkodobého hlediska tlumit růst ceny akcií, avšak dlouhodobě převažují pozitiva, která budou mít příznivý dopad na hospodaření společnosti.

**Hospodaření:** Spuštění brtnického závodu, resp. autonomní výroba kůží crust, kromě navýšení výrobní kapacity zlepšilo jednotkovou ekonomiku a flexibilitu společnosti. Zpracování surovějších kůží umožňuje Karu navyšovat podíl prodeje do prémiovějších segmentů za vyšší ceny. Očekáváme, že společnost za rok 2024 dosáhne tržeb 258,4 mil. Kč a EBITDA 98,9 mil. Kč. Za rok 2025 projektujeme tržby 406,3 mil. Kč a EBITDA 135,4 mil. Kč.

**Valuace:** K ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných volných hotovostních toků (DCF) s náklady na vlastní kapitál v průměrné výši 10,7 %, jehož výsledkem je odhadovaná hodnota 184 Kč na akcii (11% potenciál). Námi stanovená cílová cena implikuje násobek EV/EBITDA 11,1 za rok 2024 a 9,8 za rok 2025.

Klíčové ukazatele	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Tržby (mil. Kč)	316,7	258,38	406,25	561,88	640,0	722,5
EBITDA (mil. Kč)	35,6	98,9	135,4	161,2	198,7	252,9
Čistý zisk (mil. Kč)	-19,3	30,0	62,6	80,4	107,0	146,8
Zisk na akcii (v Kč)	-2,8	4,3	9,1	11,7	15,5	21,3

**Obsah**

SWOT Analýza.....	3
Společnost Karo Leather .....	4
Výroba v Brtnici .....	4
Obuvnictví .....	4
Kapitalizace nebankovních úvěrů .....	5
Zhodnocení transakce.....	5
Výhled čistého dluhu .....	6
Finanční kovenanty .....	7
Výsledky za 3Q a potvrzení výhledu .....	7
Akcionářská struktura.....	8
Ocenění společnosti Karo Leather .....	9
Historické a projektované výkazy .....	11

## SWOT Analýza

### Silné stránky

- Flexibilita spojená s vertikální integrací a geografickou i obchodní blízkostí k odběratelům
- Inovativní přístup k tradičnímu oboru
- Zkušenosti managementu a jeho významný akcionářský podíl
- Schopnost financovat rozvojové plány i prostřednictvím dotací a úpisů akcií
- Participace významného akcionáře Starteepo v dozorčí radě

### Slabé stránky

- Menší finanční síla v porovnání s konkurencí
- Závislost na nábytkářském průmyslu
- Závislost na zahraničních dodavatelích crustu
- Historické zadlužení
- Náročnost na pracovní kapitál
- Nízká likvidita akcií

### Příležitosti

- Pokračování ve vertikální integraci
- Automatizace a digitalizace
- Vyšší popularita kůže jako obnovitelného materiálu
- Vstup na nové trhy prostřednictvím poboček
- Převzetí společnosti konkurencí
- Vstup na trh Prime Market pražské burzy a s tím související zvýšení likvidity akcií

### Hrozby

- Preference spotřebitelů a odběratelů odlišných materiálů, než je kůže
- Fluktuace měnových kurzů a cen kůží
- Misinterpretace výrazu kůže a jeho nedostatečná právní ochrana
- Odchod klíčových osob ze společnosti
- Nedostatek kvalifikovaných pracovníků
- Sřet zájmů klíčových osob

## Společnost Karo Leather

**KARO Leather a.s.** je český zpracovatel kůží, který vytváří produkty primárně pro evropský nábytkářský trh. Od roku 2024 také do nových odvětví, jako je například obuvnictví.

**Příběh společnosti je podrobně zpracovaný na stránkách trhu START:**

<https://www.pxstart.cz/pribeh/karo-unikatni-vyrobce-kuzi-v-evrope/>

Skupina Karo původně vznikla jako obchodní společnost, která obchodovala s kůžemi pro nábytkářský průmysl. V roce 2014 započalo budování výrobního areálu v Boršově u Jihlavy, ve kterém probíhá výroba od listopadu 2015 a který je i dnes dále rozšiřován a rozvíjen. V tomto závodu jsou realizovány konečné úpravy kůže z crustu na useň.

Při IPO Karo původně počítalo pouze s rozvojem svého původního areálu v Boršově a akvizice areálu v Brtnici významně ovlivnila roky 2021 až 2023, které se tak místo původního plánu navyšování prodejních objemů a efektivity zpracování crustu nesly v duchu masivních investic do druhého výrobního areálu a posunu k dalšímu výrobnímu stupni.

V rámci svých dlouhodobých rozvojových plánů společnost zvažuje také další posun v rámci vertikální integrace směrem k přípravě a činění surových kůží.

### Výroba v Brtnici

Karo od srpna 2024 úspěšně spustilo výrobu v areálu Snaha Brtnice, kterou koupilo v roce 2021. Nový výrobní závod s více než 6000 m<sup>2</sup> zastavěné plochy společnosti umožňuje zpracování surovějších kůží ve fázi wet blue a wet white. Společnost si na zbytek roku 2024 stanovila za cíl vyrábět 2 až 2,5 tisíce m<sup>2</sup> kůží typu crust denně. Tyto kůže jsou následně přepraveny do areálu v Boršově, kde probíhá jejich další zpracování a výroba finálních usní. Během následujících dvou let zde chce Karo vyrábět až 140 tis. m<sup>2</sup> kůží měsíčně. Areál je také z jedné strany připraven k rozšíření.

Schopnost zpracovávat wet blue a wet white, s sebou nese několikero pozitivních efektů a vylepšení jednotkové ekonomiky. Vedle vyšší flexibility díky zkrácení dodavatelského řetězce se relativně snižují požadavky na pracovní kapitál.

Kůže ve stavu wet blue a wet white jsou štípatelné na více vrstev a umožňují kvalitativní selekci. S výrobou dále vznikají druhotné produkty, které společnosti otevírají dveře do dalších segmentů kožedělného průmyslu, jako je obuvnictví či segment pracovních pomůcek, a tedy také k atraktivním zakázkám na úrovni marží.

### Obuvnictví

Ke konci října 2024 společnost poskytla první ochutnávku plodů plynoucí z úspěšného spuštění závodu v Brtnici. Společností dosud neobsluhované trhy prémiového nábytku, obuvnictví a galanterie se staly cílovou destinací produkce Kara dříve, než se čekalo. K 29. 10. společnost uvedla, že se jí daří prodávat více než 10 tis. m<sup>2</sup> usní zákazníkům ze segmentu obuvnictví, kteří mají vysoké požadavky na kvalitu. To se zároveň odráží na vyšší prodejní ceně za m<sup>2</sup>.

Karo střednědobě cílí na 30 až 50% podíl tržeb v obuvnictví a v dalších prémiových segmentech, které představují větší část trhu s kůží, než je nábytkářský segment. Díky tomu by se mělo dařit zachovat růstový trend prodeje usní. Zároveň Karo plánuje otevření obchodní pobočky v Polsku, které je centrem kožedělné výroby v Evropě, což by mělo napomoci společnosti k realizaci více prodeje a vyšších marží.

**Vertikální integrace směrem ke zpracování surových kůží otevírá dveře do nových segmentů.**

**Podíl segmentu obuvnictví na tržbách díky spuštění závodu v Brtnici roste. Karo cílí na 30 % až 50 %.**

**Společnost upsala nové akcie v objemu 285 mil. Kč zakladatelům výměnou za splacení nebankovních úvěrů.**

## Kapitalizace nebankovních úvěrů

Valná hromada 16. 12. 2024 rozhodla o navýšení základního kapitálu Karo Leather upsáním nových akcií. Vydáno bylo 1 900 000 kusů akcií za cenu 150 Kč za akcii, což představovalo prémii 7,1 % vůči závěrečné tržní ceně v den oznámení 140 Kč (14. 11. 2024). Základní kapitál byl navýšen v celkovém objemu 285 mil. Kč, přičemž jedinými upisovateli nových akcií byli předem určení zájemci – společnosti K akcie s.r.o., kterou 100% vlastní předseda představenstva Pavel Klvaňa a H akcie s.r.o., kterou 100% vlastní člen představenstva Jakub Hemerka. Tyto holdingové společnosti držely pohledávky vůči společnosti v souhrnné výši 285 mil. Kč z akcionářských půjček, které poskytli v období 2015-2024 pánové Klvaňa a Hemerka. Cílem úpisu bylo úplné splacení nebankovních závazků v odpovídající výši.

Důvodem kapitalizace nebankovních úvěrů byly dle společnosti nedostatečné prostředky na jejich uhrazení. Zároveň vzhledem ke splatnosti v horizontu kratším než 6 měsíců u většiny závazků mělo představenstvo obavu, že získání dodatečných finančních prostředků cestou veřejné nabídky by nebylo časově možné. Další z důvodů je potřeba navýšit pracovní kapitál v souladu s plánem rostoucího hospodaření či investic do nových strojů a rozšiřování závodů v Boršově a Brtnici, což společnost odhaduje na 1 mil. EUR ročně. To vše by dle aktualizovaných hotovostních toků společnosti nebylo na provozní úrovni možné.

**Transakce nařadila akcionáře o 27,5 %. Celkový dopad je však komplexní a splacení nebankovních úvěrů s sebou nese pozitiva.**

Po transakci tak má společnost emitováno 6,9 mil. akcií oproti dřívějším 5,0 mil. kusů. Emise způsobila nařadění stávajících akcionářů o 27,5 %.

Úplné splacení nebankovních úvěrů se odrazí na snížení celkového zadlužení společnosti. Ukazatel Net debt/EBITDA by neměl překročit cílové pásmo 2,5x, když na jedné straně společnost projektuje růst provozního zisku EBITDA na 100 mil. Kč v roce 2024 a pokles čistého dluhu na 233 mil. Kč na straně druhé. Při našem odhadu 98,6 mil. Kč na úrovni zisku EBITDA a čistého dluhu ve výši 233,4 mil. Kč ukazatel dosahuje 2,36násobek. V roce 2025 by se měl dále snížit na 1,28násobek při projekci EBITDA 135,4 mil. Kč a čistého zadlužení ve výši 172,9 mil. Kč.

Pozitivní dopad bude mít splacení nebankovních úvěrů také na obsluhu dluhu a finanční náklady by měly klesnout v roce 2025 o více než polovinu. Společnost uvádí, že díky poklesu zadlužení bude v případě konzervativního investičního plánu schopná vyplatit první dividendu již v roce 2026, což je o rok dříve oproti původním plánům. Výplatu dividendy potenciálně může ovlivnit budoucí rozhodnutí managementu o dalších investicích do rozšíření výroby.

## Zhodnocení transakce

Kapitalizace nebankovních úvěrů do akcií přispívá k finanční stabilitě společnosti Karo a snižuje její rizikový profil. Dalším pozitivním aspektem je pokles nákladů na financování, přičemž tyto úspory společnost plánuje vyplatit prostřednictvím dividend nebo reinvestovat. S emisí na druhou stranu souvisí negativum v podobě ředění stávajících akcionářů o 27,5 %. Dle našeho názoru transakce bude z krátkodobého hlediska tlumit růst ceny akcií, avšak dlouhodobě převažují pozitiva, která budou mít příznivý dopad na hospodaření společnosti.

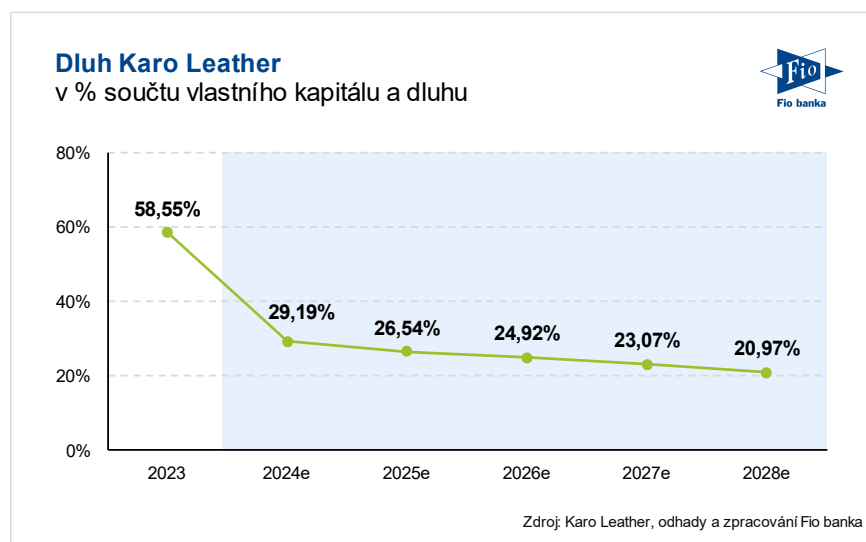
## Výhled čistého dluhu

**Indikovaný dluh přesáhl námi očekávané hodnoty.**

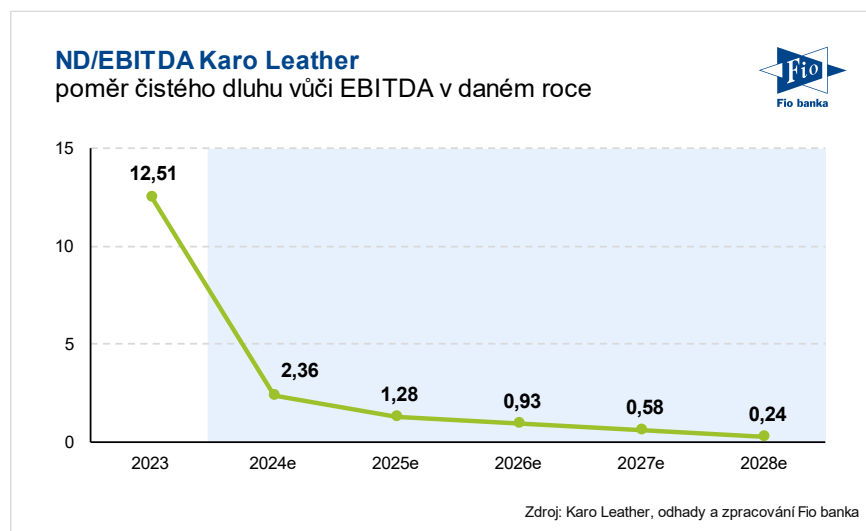
Spolu s oznámením o plánu emise nových akcií společnost indikovala, že čistý dluh na konci roku 2024 cílí v objemu 233 mil. Kč, což by bez uskutečnění transakce znamenalo čistý dluh 518 mil. Kč. Dostavba nového závodu v Brtnici, která byla klíčovým předpokladem předchozí analýzy, si tedy vyžádala větší objem prostředků, než bylo očekáváno. Vyšší kapitálové výdaje v souvislosti s automatizací výrobních procesů by se však měly v dlouhém období projevit na nižším růstu osobních nákladů, resp. počtu zaměstnanců, navzdory rostoucí produkci. Čistý dluh na vyšších úrovních, než jsme předpokládali v předchozí analýze, a ředění akcionářů dle našeho názoru prodlužuje cestu, na které se pozitivní efekty závodu v Brtnici začnou promítat do hodnoty akcií.

Ke konci roku 2024 očekáváme snížení cizích úročených zdrojů z 458,8 mil. Kč v roce 2023 na 263,8 mil. Kč. V následujících letech počítáme se splátkami v průměru 10 mil. Kč ročně. Projektujeme, že se vlastní kapitál v tomto období naopak téměř zdvojnásobí z 324,8 mil. Kč na 639,8 mil. Kč. Z těchto důvodů projektujeme pokles dluhu vůči součtu vlastního kapitálu a dluhu z 58,55 % na 29,19 % mezi roky 2023 a 2024 a následný klesající trend až k 20,97 % ke konci roku 2028.

**Očekáváme, že násobek čistého dluhu vůči EBITDA se v roce 2024 díky splacení nebankovních úvěrů, resp. snížení čistého dluhu, a růstu EBITDA dostane na úroveň 2,36x.**



Očekáváme, že se ND/EBITDA v roce 2024 dostane na úroveň 2,36x a v následujících letech vzhledem k rostoucímu zisku EBITDA a klesajícímu čistému dluhu průměrně o necelých 43 mil. Kč ročně až na 0,24x v roce 2028. Projektujeme v roce 2026 vyplacení dividendy 7 Kč na akcii a její následný růst o 2 Kč v letech 2027 a 2028.



## Finanční kovenanty

Na valné hromadě 16. 12. 2024 se kromě o emisi nových akcií rozhodlo také o přijmutí finančních kovenantů navržených kvalifikovaným akcionářem STARTEEPO Invest. Valná hromada stanovila krajní hodnoty následujících finančních ukazatelů v účetním období roku 2025:

- Ukazatel Net Debt/EBITDA omezen na maximální úroveň 2,5x*
- Celkový nominální dluh (Gross debt) nesmí přesáhnout 290 mil. Kč*
- Kapitálové výdaje (CAPEX) nesmí přesáhnout 1,5 mil. EUR, mimo již realizované kapitálové výdaje*

**Zavedení kovenantů zvyšuje atraktivitu společnosti pro financující banky.**

V případě plánovaného překročení kteréhokoli ze stanovených kovenantů je představenstvo společnosti povinno vyžádat si předchozí souhlas dozorčí rady společnosti.

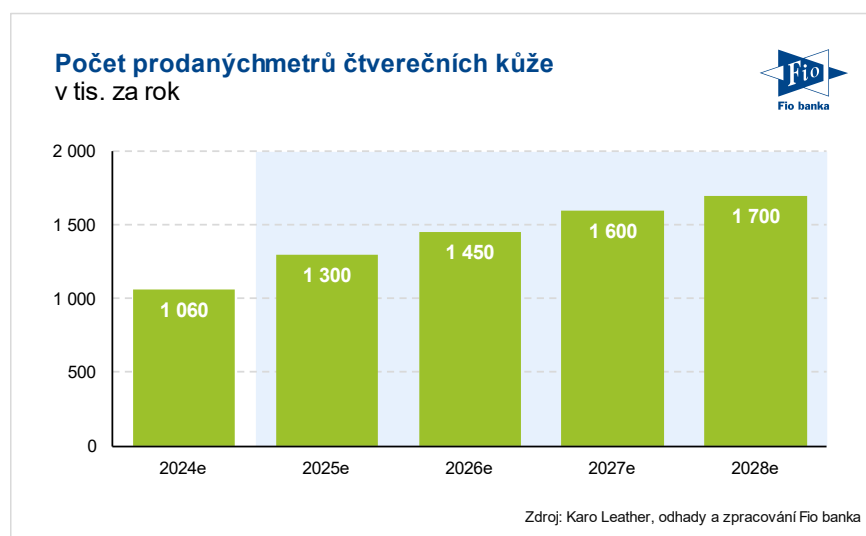
Toto rozhodnutí hodnotíme pozitivně a jako proakcionářské. Představenstvo si tím na sebe upletlo pomyslný bič, který bude profil společnosti udržovat na dlouhodobě financovatelné úrovni a zvyšovat její atraktivitu pro financující banky.

## Výsledky za 3Q a potvrzení výhledu

Ve třetím čtvrtletí, resp. za prvních 9 měsíců tohoto roku Karo prodalo 763 tisíc m<sup>2</sup> zpracované kůže za 168 mil. Kč, což představuje necelých 70 % vytyčeného cíle 1,1 mil. m<sup>2</sup>. Kvůli zvýšené poptávce zákazníků po levnějších produktech Karo upravilo výhled tržeb z 300 mil. Kč na 260 mil. Kč. Přes pokles tržeb byl však potvrzen objem prodaných kůží a také již avizovaný provozní zisk EBITDA 100 mil. Kč při EBITDA marži 38,5 %.

**Potvrzení celoročního výhledu indikuje velmi silný závěrečný kvartál roku 2024.**

Potvrzení cíle dle našeho názoru indikuje očekávání společnosti, že se ve zbytku roku dále projeví pozitivní efekty zmiňovaného spuštění výroby v novém areálu v Brtnici a objem zpracování surovějších kůží, resp. výroba kůží typu crust dosáhne 2 až 2,5 tis. m<sup>2</sup> denně.



Celoroční výhled prodeje 1,1 mil m<sup>2</sup> považujeme za ambiciózní, když indikuje velmi silný závěrečný kvartál roku 2024. V našem odhadu jsme mírně konzervativnější a pracujeme se scénářem, kdy se cíl prodeje nepodaří společnosti o nižší desítky tisíc m<sup>2</sup> dosáhnout. To se odráží na projekci EBITDA ve výši 98,9 mil. Kč při 38,3% EBITDA marži, což jen lehce nenaplnuje výhled společnosti. V následujících letech v souvislosti s efekty spuštění závodu v Brtnici, resp. zpracovávání wet-blue, očekáváme růst průměrně o 12,5 % ročně.

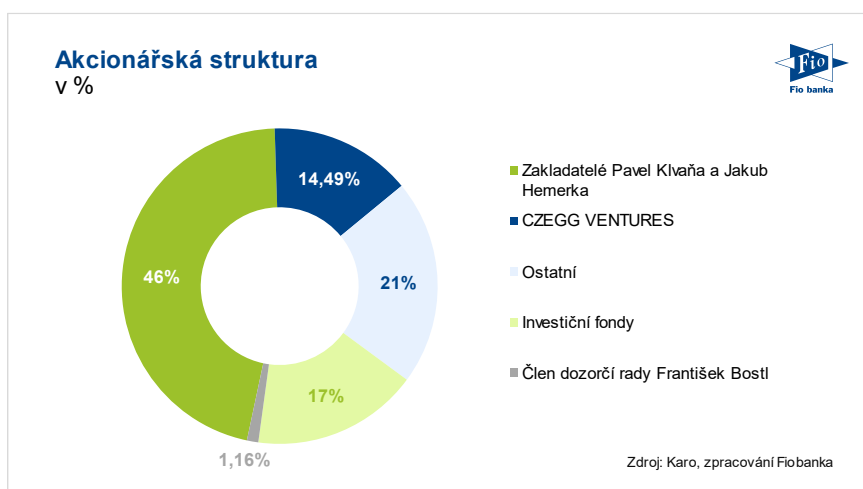
Díky vylepšení jednotkové ekonomiky a navýšení marží by dle našich odhadů měl vzrůst provozní zisk EBITDA na necelých 253 mil. Kč v roce 2028.



**V souvislosti s emisí se změnila akcionářská struktura.**

### Akcionářská struktura

Společnosti se v souvislosti s emisí na přelomu roku změnila struktura akcionářů. Dále společnost oznámila, že pánové Klvaňa a Hemerka uplatnili call opci na 500 tisíc ks akcií za jednotkovou cenu 208 Kč vůči akcionáři Bonaf Finance a.s. pana Jiřího Lupače, který tak v Karu ukončil působení jakožto akcionář.





## Ocenění společnosti Karo Leather

K ocenění společnosti jsme použili model dvoufázový DCF (diskontovaných volných hotovostních toků) ve variantě FCFF (free cash flow to firm), kdy je nejdříve spočítána hodnota celého podniku, respektive enterprise value, a po odečtení hodnoty čistého dluhu získána hodnota vlastního kapitálu společnosti.

Ocenění vychází z vlastní projekce hospodaření Karo Leather v letech 2024 až 2028 a Gordonova vzorce v druhé fázi, do které jsou uvažovány normalizované volné hotovostní toky. Ty vychází z roku 2028, ovšem kapitálové výdaje se rovnají odpisům. V druhé fázi je konzervativně uvažován růst 2,0 % ročně s ohledem na stabilizovaný kožedělný trh.

**K ocenění společnosti jsme použili DCF model s průměrnými náklady na vlastní kapitál 10,7 % a dlouhodobým tempem růstu 2 %.**

Volné hotovostní toky jsou diskontovány průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC), kdy váhy kapitálu jsou v jednotlivých letech vypočítány pomocí iterační metody. Náklady cizího kapitálu vychází z námi odhadovaných nákladů na cizí kapitál společnosti. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého dluhopisu ČR) a rizikové prémie. Základem pro určení rizikové prémie je součet rizikové prémie USA, rizikové přírážky ČR dle údajů prof. Damodarana. Riziková prémie je upravena koeficientem beta, měřítkem volatility a systematického rizika. S ohledem na obtížné zařazení společnosti do konkrétního sektoru a absence srovnatelných společností jsme použili koeficient beta na úrovni trhu, což nám připadá dostatečně konzervativní i s ohledem na zvažovanou možnou nižší alternativu v podobě výpočtu zadlužené bety z nezadlužené bety na základě statistik prof. Damodarana.

K získaným nákladům vlastního kapitálu také přičítáme specifickou rizikovou prémii ve výši 2 p. b., která zohledňuje rizika spojená s obchodováním akcií společnosti na neregulovaném trhu (nižší požadavky na reportování, likvidita), její velikostí i vertikální integrací. Proti analýze z května 2024 jsme specifickou rizikovou prémii snížili o 1,5 procentního bodu, a to z důvodu snížení zadluženosti a odpadnutí rizika souvisejícího s dokončením závodu a spuštěním výroby v Brtnici. Celkový rizikový profil společnosti se tak zlepšil. Výsledkem je požadovaná míra výnosu vlastního kapitálu, která v průměru dosahuje 10,7 %. Vzhledem k očekávanému poklesu dluhu ve vážených průměrných nákladech na kapitál převažují náklady na vlastní kapitál.

Ocenění	2025E	2026E	2027E	2028E
Bezriziková úroková míra (10letý státní dluhopis)	4,0 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Akciová riziková prémie (Damodaran)	4,33 %	4,33 %	4,33 %	4,33 %
Riziková prémie ČR (Damodaran)	0,73 %	0,73 %	0,73 %	0,73 %
Náklady vlastního kapitálu před prémie	9,06 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %
Specifická riziková prémie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>11,06 %</b>	<b>10,56 %</b>	<b>10,56 %</b>	<b>10,56 %</b>
Náklady cizího kapitálu před zdaněním	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Daňová sazba	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Náklady cizího kapitálu po zdanění	4,7 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %
Vlastní kapitál	84,5 %	89,1 %	91,0 %	93,3 %
Cizí kapitál	11,3 %	9,8 %	8,3 %	6,2 %
<b>Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)</b>	<b>9,9 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,1 %</b>

Na základě našeho DCF modelu odhadujeme, že k 1. 1. 2025 činila hodnota celého podniku Karo Leather 1,5 mld. Kč, což vzhledem k našemu odhadu čistého dluhu k tomuto datu ve výši 233,4 mil. Kč implikuje hodnotu vlastního kapitálu ve výši 1,267 mld. Kč, resp. 184 Kč na akcii.

**Vůči poslední závěrečné ceně akcií Karo Leather na Burze cenných papírů Praha ve výši 164 Kč naše cílová cena 184 Kč nabízí 12% potenciál, a tak stanovujeme doporučení na stupni „Akumulovat“.**

(v tis. Kč)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	64 779	91 394	113 320	146 252	195 666
Daň (21 %) (-)	-13 604	-19 193	-23 797	-30 713	-41 090
NOPAT	51 175	72 201	89 523	115 539	154 576
Odpisy (+)	31 169	41 053	44 911	49 491	54 312
Kapitálové výdaje (-)	-59 159	-35 000	-45 000	-50 000	-50 000
Změna čistého pracovního kapitálu (nárůst je -)	-78 860	-11 188	-12 094	-13 413	-16 814
Vyplacení dotace (+)	110 841				
Volné hotovostní toky	-55 675	67 067	77 340	101 617	142 074

(v tis. Kč)	
FCFF (t+1)	137 762
Terminální hodnota (k 1. 1. 2029)	1 724 758
Hodnota podniku (EV, k 1. 1. 2025)	1 500 206
Čistý dluh (k 1. 1. 2025)	233 353
Hodnota vlastního kapitálu (k 1.1. 2025)	1 266 854
Počet akcií (v ks)	6 900 000
<b>Cílová cena (v Kč na akcii)</b>	<b>184</b>
Současná cena (v Kč)	164
<b>Potenciál</b>	<b>12 %</b>

**Historické a projektované výkazy**

v tis. Kč	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Aktiva celkem</b>	<b>814 415</b>	<b>940 578</b>	<b>993 896</b>	<b>1 020 508</b>	<b>1 055 870</b>	<b>1 112 227</b>
<b>Stálá aktiva</b>	<b>468 032</b>	<b>603 913</b>	<b>594 907</b>	<b>592 045</b>	<b>589 602</b>	<b>582 338</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	7 722	7 344	6 966	6 588	6 210	5 832
Dlouhodobý majetek	414 018	553 227	547 551	548 019	548 906	544 972
Dlouhodobý finanční majetek	1	3	3	3	3	3
Konsolidační rozdíl	46 291	43 339	40 387	37 435	34 483	31 531
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>346 264</b>	<b>336 547</b>	<b>398 870</b>	<b>428 344</b>	<b>466 149</b>	<b>529 771</b>
Zásoby	107 970	188 150	192 969	200 281	212 075	224 427
Pohledávky	223 970	117 961	125 030	134 286	136 330	143 130
Peněžní prostředky	14 324	30 435	80 871	93 776	117 744	162 214
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>814 415</b>	<b>940 578</b>	<b>993 896</b>	<b>1 020 508</b>	<b>1 055 870</b>	<b>1 112 227</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>324 809</b>	<b>639 819</b>	<b>702 437</b>	<b>734 574</b>	<b>779 511</b>	<b>843 531</b>
Základní kapitál	5 000	6 900	6 900	6 900	6 900	6 900
Ážio a kapitálové fondy	339 111	622 211	622 211	622 211	622 211	622 211
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0	-19 301	10 708	25 026	43 363	67 600
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-19 301	30 009	62 618	80 437	107 037	146 820
<b>Cizí zdroje</b>	<b>488 451</b>	<b>299 604</b>	<b>290 304</b>	<b>284 779</b>	<b>275 204</b>	<b>267 542</b>
Rezervy	4 016	4 016	4 016	4 016	4 016	4 016
Závazky	484 436	295 588	286 288	280 763	271 188	263 526
Dlouhodobé závazky	57 214	147 214	147 214	147 214	147 214	147 214
Krátkodobé závazky	427 222	148 374	139 074	133 549	123 974	116 312
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 155</b>	<b>1 155</b>	<b>1 155</b>	<b>1 155</b>	<b>1 155</b>	<b>1 155</b>
<b>Výkaz zisku a ztrát</b>						
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	<b>306 207</b>	<b>258 375</b>	<b>406 250</b>	<b>561 875</b>	<b>640 000</b>	<b>722 500</b>
Výkonová spotřeba	225 155	125 875	235 625	362 500	400 000	425 000
Spotřeba materiálu a energie	202 726	106 000	203 125	308 125	340 000	361 250
Služby	18 857	19 875	32 500	54 375	60 000	63 750
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	32 616	0	0	0	0	0
Osobní náklady	20 054	33 600	35 226	38 192	41 305	44 570
Úpravy hodnot v provozní oblasti	26 242	34 121	44 005	47 863	52 443	57 264
Ostatní provozní výnosy	1 301	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	4 540	0	0	0	0	0
<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>9 385</b>	<b>64 779</b>	<b>91 394</b>	<b>113 320</b>	<b>146 252</b>	<b>195 666</b>
Výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	0	0	0	0
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	304	809	938	1 177	1 622
Nákladové úroky a podobné náklady	24 374	27 097	12 939	12 439	11 939	11 439
Ostatní finanční výnosy	5 498	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	12 772	0	0	0	0	0
<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>-31 648</b>	<b>-26 792</b>	<b>-12 131</b>	<b>-11 502</b>	<b>-10 762</b>	<b>-9 817</b>
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-22 263	37 986	79 263	101 818	135 490	185 848
Daň z příjmů	-2 962	7 977	16 645	21 382	28 453	39 028
<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)</b>	<b>-19 301</b>	<b>30 009</b>	<b>62 618</b>	<b>80 437</b>	<b>107 037</b>	<b>146 820</b>

Karel Nedvěd, Marek Chudoba

[karel.nedved@fio.cz](mailto:karel.nedved@fio.cz), [marek.chudoba@fio.cz](mailto:marek.chudoba@fio.cz)

Fio banka, a.s.

**Dokument je za úplaty vytvořen na základě smluvního vztahu pro zadavatele investičního výzkumu Burza cenných papírů Praha, a.s. Investiční doporučení je nezávislé.**

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a Primoco.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovaly její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědučím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

**Koupit** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

**Akumulovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5 % až -5 %

**Redukovat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Karo Leather naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/105608-karo-leather>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)