

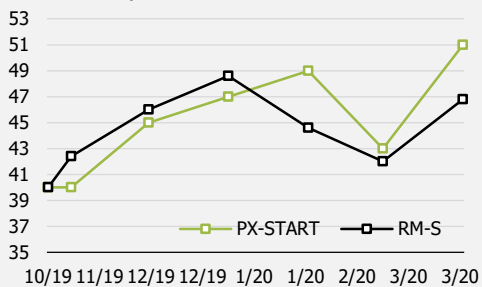
KARO INVEST a.s.

Zpracovatel kůží z Boršova

Cílová cena: **47,50 CZK**
Doporučení: **akumulovat**

Cílová cena vychází z průměru cílové ceny založené na metodě DCF (43,0 CZK) a NTM P/E 15x (51,9 CZK).

Cílová cena již zohledňuje zředění způsobené očekávaným druhým kolem úpisu akcií v 1H/2020 (cílový počet akcií 3,3 mil. ks vs současných 3,002 mil. ks).



Graf 1: Vývoj ceny akcií (IPO – 31. 3. 2020)

ZOBCHODOVANÝ OBJEM (OD IPO):

PX-START: 7 172 tis. CZK / 164 tis. ks

RM-S: 8 352 tis. CZK / 183 tis. ks

VÝVOJ CENY AKCIÍ¹

Posledních 12 měsíců: 40 – 51 CZK

Dividendový výnos: 0,0 %

¹Vztahuje se na cenu na PX-START.

KAPITALIZACE

Tržní kapitalizace: 153,1 mil. CZK

Čistý dluh²: 185,2 mil. CZK

Enterprise value: 338,3 mil. CZK

Počet akcií: 3 002 000 ks

Free float: 1 000 000 ks / 33 %

²k 31. 12. 2019

VÝNOS	1M	YTD	12M
KARO	18,6%	8,5%	27,5%
PX-TR	-19,2%	-31,4%	-24,5%

PROJEKCE	2019	2020	2021
P/E	13,8x	14,7x	8,8x
P/B	1,4x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	11,6x	9,1x	6,0x
EPS (CZK)	3,7	3,5	5,8
BPS (CZK)	35,5	41,8	47,6
EBITDA (mCZK)	29,1	37,0	56,7
Čistý dluh/EBITDA	6,4x	4,2x	4,3x

Pozn.: Údaje k 31. 3. 2020 a vůči ceně 51 CZK na PX-START, není-li uvedeno jinak.

SUMMARY 2019

Plán objemů prodané kůže překonán. Tržby a zisk nicméně pod očekáváními z důvodu poklesu cen kůže na světovém trhu. Současná valuace je přesto atraktivní na 13,5x NTM PE³. Covid-19 dle managementu KARO vnímán spíše jako příležitost.

³ Vůči ceně na RM-S k 31. 3. 2020.

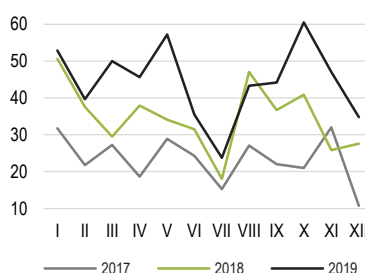
CO SE POVEDLO

PŘEKONÁNÍ PLÁNOVANÉHO OBJEMU PRODEJŮ

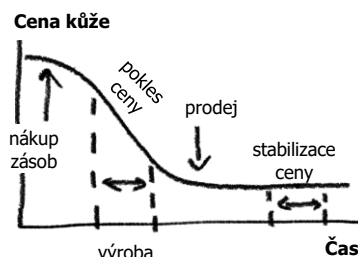
- KARO se podařilo překonat plánovaný objem prodejů m² kůže, který byl investorům prezentován při loňském IPO (10/2019). KARO v roce 2019 celkem prodalo 534 380 m² kůže vs. plánovaných 504 000 m², což je o 6 % více. Meziročně se jedná o nárůst +28 % (417 297 m² v 2018). Dle našeho názoru se jedná o pozitivní signál ze dvou důvodů. (1) Společnost je provozně v pořádku a management dokáže exekuvovat prezentovaný růstový plán. (2) Po produkci KARO je silná poptávka, která aktuálně dokonce převyšuje její výrobní možnosti (viz níže), což již dříve akcentoval management společnosti.

PŘEVIS POPTÁVKY

- Společnosti se v roce 2019 dařilo jak navyšovat spolupráci se stávajícími zákazníky, tak i získávat nové odběratele. V současnosti navíc v 2/2020 dosáhlo KARO rekordních prodejů ve výši 61 227 m². Dle managementu společnosti má KARO aktuálně poptávku až na 80 000 m²/měsíc. Tato poptávka však převyšuje aktuální výrobní a materiálové kapacity KARO.



Graf 2: Měsíční prodeje skupiny KARO (tis. m²)



Graf 3: Schéma výrobního cyklu skupiny KARO vs. pokles ceny kůže.

CO MOHLO BÝT LEPŠÍ

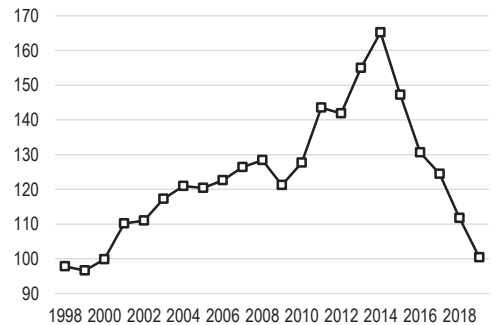
TRŽBY A EBITDA POD ODHADY

- Tržby** – meziročně o +5 % výše, nicméně pod odhady (-23 %). Důvodem je, dle vyjádření managementu, pokles cen kůže na světovém trhu. Ten byl primárně způsoben již dřívějším (2018/2019) propadem poptávky po kůži z automotive. Pokles ceny má dvojí efekt. KARO sice nakupuje levněji vstupy, nicméně i levněji prodává svůj výstup, který společnost vyrobila za dřívější vyšší nákladové ceny (to však platí i naopak; důvodem je dlouhá obrátka zásob; viz schéma na Grafu 3). Tržby však nejsou u KARO tím nejdůležitějším ukazatelem – **tím je absolutní přírůstek na prodané m² kůže.**
- EBITDA** – meziročně vzrostla o +58 %, nicméně nedosáhla na odhady (-22 %). Důvodem je již zmíněný pokles cen kůží, což vedlo k tlaku na realizovanou přírůstek na m² prodané kůže a přeneseně i na EBITDA (negativní efekt cca 6 mil. CZK). Mělo by se však jednat o jednorázový efekt roku 2019; po stabilizaci cenové hladiny na nové (nižší) cenové úrovni se marže / přírůstek vrátila do cílových hodnot a rok 2020 by již neměl být ovlivněn (opět viz Graf 3).

CO ČEKÁME V ROCE 2020

STABILIZACE CEN KŮŽÍ

- Dle indikace managementu z 2/2020 jsou aktuálně ceny kůže na světovém trhu tak nízké, že řada primárních producentů sotva pokryje provozní náklady. Při dalším poklesu by tak byli někteří producenti nuceni přestat vyrábět, což by v střednědobém horizontu vedlo k snížení nabídky a opětovnému zvýšení cen. Pro rok 2020 tedy předpokládáme stabilizaci cen, což by mělo mít stabilizační vliv na realizovanou přírážku na m² (viz bod stabilizace na schématu výše). Tento předpoklad podporuje i vývoj indexu cen výrobců FRED v segmentu nezpracované a zpracované kůže. Ten dosáhl v 7/2019 nejnižší úrovně od 5/1999 (!) a dnes se pohybuje cca o 3 % výše na úrovni 99,5. Zdá se tak, že ceny primárního produktu našly své dno.



Graf 4: Index cen výrobců – zpracovaná a nezpracovaná kůže; FRED

INSTALACE NOVÉ VÝROBNÍ LINKY; NAVÝŠENÍ KAPACITY

- Jak již bylo zmíněno výše, současná výrobní kapacita nestačí pokrýt poptávku. Původní plán počítal s instalací nové výrobní linky v 4/2020 za pomoci italského dodavatele. Vzhledem k současné situaci však vidíme jako reálný termín nejdříve 2H/2020. Pro 1H/2020 tak počítáme s průměrnými prodeji 60 000 m², od 2H/2020 s 70 000 m². Celoroční průměr prodejů tak vidíme na úrovni 65 000 m² namísto původně plánovaných 70 000 m².

NAVÝŠENÍ KAPITÁLU

- Společnost má v plánu v průběhu roku 2020 získat další externí kapitál v celkové výši až 70 mil. CZK. Z toho až 20 mil. CZK úpisem akcií a dalších až 50 mil. CZK ve formě kombinace dluhopisů a akcionářské či jiné formy půjčky. Prostředky budou použity na navýšení zásob (aktuálně největší překážka dalšího růstu), pokračování rozšiřování výrobních kapacit až na úroveň 100 000 m² a rovněž investice do barvírny v rámci strategie vertikální integrace.

RIZIKA / FAKTORY, KTERÉ JE TŘEBA SLEDOVAT

COVID-19

- Management vnímá v dlouhodobém horizontu současnou situaci spíše jako příležitost, a to vzhledem k silně negativní situaci na severu Itálie, kde se nachází velká část přímé konkurence KARO. KARO tak naopak z této situace může výtěžit nové objednávky / klienty; omezením však zůstává nedostatečná výrobní kapacita. Rizika v souvislosti s COVID-19 tak jsou zejména:
 - **Nejasná situace ohledně dalšího vývoje** – primárně riziko omezení provozu továrny v Boršově, dopad na spotřebu a poptávku po koncových výrobcích – v současné situaci těžké kvantifikovat; pozitivním protifaktorem je však výše zmíněný nárůst objednávek na úkor italské konkurence. KARO již navíc historicky prokázalo, že je schopno silně růst i na mírně rostoucím trhu, tj. je schopno zvyšovat tržní podíl na úkor konkurence.
 - **Zachování platební morálky odběratelů** – tlak na minimalizaci či alespoň odklad nákladů ve firmách; zde však KARO drží silnou pozici – bez dodávek kůže nejsou odběratelé – nábytkáři – schopni vyrábět koncový výrobek.
 - **Likviditní situace firmy** – dle vyjádření managementu má firma 3 měsíční rezervu (k 31/12/2019 byl konsolidovaný stav hotovosti 15,5 mil. CZK); financující banky rovněž indikovaly případné odložení splátek.

ZAJIŠTĚNÍ FINANCOVÁNÍ

- Růstový plán KARO je založen na schopnosti zajistit si dostatečné externí financování pro rapidní rozvoj. V případě absence plánovaného externího financování by byl rozvoj společnosti výrazně pomalejší.

PROFIL SPOLEČNOSTI

Skupina KARO (zastřešená společností KARO INVEST a.s.) se zaměřuje na průmyslové zpracování a obchod s kůžemi.

Odběrateli jsou většinou významní evropští výrobci nábytku jejichž závody jsou situovány v Polsku (cca. 80 % tržeb). Tři největší odběratelé tvořili k 30. 6. 2019 38 % tržeb KARO.

Vstupním produktem do výroby je tzv. crust, jež je nakupován v zahraničí (Indie, Latinská Amerika). Tato surovina se zpracovává ve výrobním závodě KARO v Boršově. V současnosti má KARO 56 zaměstnanců (z toho 34 ve výrobě).

V rámci ČR se strojnímu zpracování kůží nevěnuje žádný srovnatelný podnik. Veškerá konkurence pochází primárně z Itálie, jižního Rakouska a Německa. Hlavní konkurenční výhodou KARO je flexibilita, komplexní výrobní a zpracovatelský proces a relativní blízkost ke svým zákazníkům.

Dlouhodobým strategickým záměrem je rozšířit zpracovatelskou činnost a dosahovat objemů v rozmezí 80 - 100 tis. m² zpracované kůže měsíčně (vs. 44,5 tis. m² v roce 2019). Těchto objemů KARO historicky dosahovala jako čistě obchodní společnost.

Zjednodušený VZZ (v tis. CZK)	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025
Výnosy	140 566	147 883	239 159	316 435	362 661	395 056	409 849	418 046
Výkonová spotřeba	123 265	109 646	195 033	244 949	281 034	302 630	308 820	314 996
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-16 122	-8 678	-12 035	-5 261	-6 328	-4 077	-9	9
Aktivace	0	-53	0	0	0	0	0	0
Osobní náklady	14 481	15 915	17 700	18 585	21 467	22 540	23 667	24 851
Odpisy	6 691	9 590	12 517	19 877	27 668	27 668	22 331	22 331
Ostatní provozní výnosy	8 345	3 405	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	8 890	5 369	1 479	1 509	1 539	1 570	1 601	1 633
Provozní výsledek hospodaření	11 706	19 499	24 464	36 776	37 280	44 725	53 439	54 227
EBITDA	18 397	29 089	36 982	56 653	64 948	72 393	75 770	76 557
EBIT marže %	8.3%	13.2%	10.2%	11.6%	10.3%	11.3%	13.0%	13.0%
EBITDA marže %	13.1%	19.7%	15.5%	17.9%	17.9%	18.3%	18.5%	18.3%
Finanční výsledek hospodaření	-8 226	-9 786	-10 370	-13 030	-12 605	-12 261	-12 020	-8 285
Výsledek hospodaření před zdaněním	3 480	9 713	14 094	23 747	24 675	32 465	41 419	45 941
Daň z příjmu	2 864	-1 415	2 678	4 512	4 688	6 168	7 870	8 729
Výsledek hospodaření za účetní období	616	11 128	11 416	19 235	19 986	26 296	33 550	37 212
Čistá marže %	0.4%	7.5%	4.8%	6.1%	5.5%	6.7%	8.2%	8.9%
Zjednodušená rozvaha (v tis. CZK)	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025
AKTIVA	294 184	333 520	350 267	456 446	461 595	477 185	503 447	484 043
Dlouhodobý hmotný majetek	132 081	123 465	110 036	199 513	171 844	144 176	121 845	99 515
PPE	93 335	84 209	110 036	199 513	171 844	144 176	121 845	99 515
Poskytnuté zálohy na DHM	38 746	39 256	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	160 068	209 140	238 195	254 898	287 715	330 973	379 566	382 493
Zásoby	123 036	140 755	144 720	158 597	166 853	174 045	171 770	174 980
Pohledávky z obchodního vztahu	24 966	46 543	47 786	55 237	60 561	62 721	63 834	68 273
Peněžní prostředky	1 900	15 522	34 731	29 867	48 877	82 656	132 371	127 597
PASIVA	294 184	333 520	350 267	456 446	461 595	477 185	503 447	484 043
Vlastní kapitál	52 192	106 672	137 938	157 173	177 159	203 456	237 005	274 218
Cizí zdroje	241 658	226 414	211 995	298 939	284 102	273 395	266 108	209 492
Dlouhodobé závazky	95 595	71 513	117 691	99 403	83 345	70 676	61 760	4 721
Dluhopisy	0	0	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	0
Bankovní úvěry	51 892	46 095	62 970	44 682	28 624	15 955	7 039	0
Jiné závazky ¹	38 982	22 112	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	142 913	152 536	85 905	190 572	191 179	191 462	191 685	191 916
Závazky z obchodního vztahu	17 372	17 034	9 258	9 737	10 344	10 627	10 850	11 081
Bankovní úvěry	83 932	88 537	74 860	179 048	179 048	179 048	179 048	179 048
Jiné závazky ¹	36 440	38 985	0	0	0	0	0	0
Zjednodušený výkaz cashflow (v tis. CZK)	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025
Stav peněžních prostředků na začátku období		1 900	15 098	34 731	29 867	48 877	82 656	132 371
Cashflow z provozní činnosti		-16 325	9 435	18 590	35 068	46 448	58 630	52 265
Cashflow z investiční činnosti		-975	911	-109 354	0	0	0	0
Cashflow z finanční činnosti		30 498	9 287	85 899	-16 058	-12 670	-8 916	-57 039
Zvýšení / snížení peněžních prostředků		13 198	19 633	-4 864	19 010	33 779	49 715	-4 773
Stav peněžních prostředků na konci období	1 900	15 098	34 731	29 867	48 877	82 656	132 371	127 597
Finanční ukazatele	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025
Počet akcií	3 002	3 002	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300
EPS	0.2	3.7	3.5	5.8	6.1	8.0	10.2	11.3
BPS	17.4	35.5	41.8	47.6	53.7	61.7	71.8	83.1
Čistý dluh/EBITDA	11.4x	6.4x	4.2x	4.3x	3.2x	2.3x	1.4x	0.7x

¹ Jiné závazky jsou úročené závazky za privátními dluhovými investory.

DLUHOPISOVÁ EMISE

- KARO plánuje v průběhu roku 2020 upsat dluhopisy ve výši až 50 mil. CZK. Emise má již schválený prospekt ze strany ČNB. Důvodem emise je zmíněný plánovaný růst společnosti a související potřeba investic do nového strojního vybavení a rovněž do navýšení zásob. Tato investice společnosti umožní naplnění jejich růstových předpokladů.
- Společnost generuje pozitivní EBITDA a v roce 2020 očekává i pozitivní provozní cashflow – KARO by tak mělo být schopno v průběhu doby splatnosti dluhopisů pohodlně vygenerovat dostatečné finanční prostředky pro splátku jistiny emise v 2/2025.

UPOZORNĚNÍ

Tato analýza byla vypracována analytickým týmem poradenské společnosti STARTEEPO s.r.o. se sídlem Praha 1, Rybná 682/14 („Společnost“).

Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v analýze uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech Společnosti nebo důvěryhodných zdrojů.

Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Analýza představuje názor Společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn analýzy není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Pokud se v analýze hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, a jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů, a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je Společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Tento dokument není prospektem, nabídkou ani doporučením k nákupu či prodeji cenných papírů, majetku či aktiv, ani znaleckým posudkem.

KONTAKT

STARTEEPO s.r.o.

Office: Plynární 1617/10, 170 00 Praha 7 - Holešovice

František Bostl
Managing Partner
bostl@starteepo.com
+420 604 215 002

Adam Maryniok
Associate
maryniok@starteepo.com
+420 776 004 979