

ANALYTICKÁ ZPRÁVA 2022



KARO Leather a.s. (dále jen „Společnost“ či „Skupina“) je českou holdingovou společností zabývající se strojním zpracováním a obchodem s kůží. Jedná se o jedinou výrobu svého druhu na sever od Alp. V roce 2022 bylo společností zpracováno a prodáno celkem 670 tisíc m² kůží, což je přibližně stejná plocha jako má 94 fotbalových hřišť. Drtivá většina produkce míří do zahraničí primárně do nábytkářského průmyslu. Společnost nyní dokončuje významné investice a stavbu svého druhého výrobního závodu, díky kterému výrazně zvýší produkci i ziskovost, a rozšíří tak své portfolio odběratelů i do obuvnictví či automotive.

ZÁKLADNÍ INFORMACE

Společnost	KARO Leather a.s.
Ticker	KARIN.PR
ISIN	CZ0009008819
Počet akcií	5.000.000 ks
Free float	1.669.750 ks / 33,40 %
Cena akcie (16.6.2023)	START: 170 CZK RMS: 177 CZK
Velikost lotu	250 ks / 42.500 CZK
Zhodnocení (od 22.10.2019)	START: +325,00 % RMS: +342,50 %
Objem obchodů (od 22.10.2019)	START: 24.593 tis. CZK RMS: 27.383 tis. CZK

POMĚROVÉ UKAZATELE

(tis. CZK)	FY2022	FY2023
Market cap	850 000	
Net debt	256 065	231 054
Enterprise value	1 106 065	1 081 054
Tržby	190 792	338 334
EBITDA	22 568	47 722
EPS	-2,69	-2,09
EV / sales	5,80	3,20
EV / EBITDA	49,01	22,65
P / EBITDA	37,66	17,81
EV / EBIT	323,69	76,95
P / E	-63,20	-81,20
Net debt / EBITDA	11,35	4,84
Net debt / equity	0,74	0,66
FCF yield	0,54%	0,82%

HOSPODAŘENÍ A JEHO VÝHLED

- Skupina KARO Leather v roce 2022 prodala celkový objem 670 tis. m² kůží, což představuje meziroční nárůst 27 %. Průměrné měsíční prodeje tak činily zhruba 56 tis. m². Nejvýkonnějším měsícem v novodobé výrobní historii skupiny byl v loňském roce červen, kdy měsíční prodeje dosáhly 88 tis. m².
- Tržby skupiny v roce 2022 vzrostly v CZK vyjádření meziročně o 32 % na 190.776 tis. CZK. V EUR vyjádření se jedná o meziroční růst tržeb z 5.823 tis EUR na 7.911 tis EUR, tzn. o 36 %.
- Provozní zisk EBITDA vzrostl v korunovém vyjádření o 30 % na 22.982 tis. CZK. V EUR vyjádření se jedná o meziroční růst EBITDA z 713 tis. EUR na 953 tis. EUR, tzn. o 34 %.
- V roce 2023 očekává KARO Leather růst tržeb o 77 % na 338 mio. CZK.
- Letos také skupina očekává růst EBITDA významně přes 40 mio. CZK a v roce 2024 by již provozní zisk EBITDA měl vzrůst na více než 100 mio. CZK, jelikož v roce 2024 dojde k plnému zapojení nového výrobního zázemí v Brtnici.

PROJEKT BRTNICE JDE DO FINÁLE

- Výstavba nového závodu v areálu bývalého kožedělného družstva Snaha v Brtnici, která probíhá od roku 2021, bude dokončena během léta 2023.
- Očekává se v průběhu roku 2023 postupný náběh výroby a její plné vytížení v roce 2024.

OBCHODNÍ ROZVOJ RUKU V RUCE S ROZVOJEM VÝROBNÍ KAPACITY

- KARO v současnosti jedná o dodávkách kůží pro několik výrobců ze sektoru obuvnictví a automotive nejen v Česku, ale také v zahraničí.
- Společnost se zároveň poohlíží v rámci diverzifikace tržeb i mimo Evropu. Rýsovat se začínají významnější dodávky kůží do USA a Kanady nebo Turecka.
- KARO také letos analyzujeme jednotlivé regiony, kde budou otevřeny vlastní pobočky včetně showroomu. Ve hře jsou tak pobočky v Polsku a Německu, regiony s aktuálně největším růstovým potenciálem.

KARO Leather a.s. dokončuje časově i finančně náročný projekt výrobního závodu v Brtnici, který znásobuje produkční i výrobní potenciál skupiny. S ohledem na finanční plán vnímáme akcie jako dlouhodobě atraktivní s cílovou cenou akcie 206 CZK pro rok 2023.

PŘEDSTAVENÍ EMITENTA

PROFIL SPOLEČNOSTI

Historie skupiny KARO, kterou zastřešuje holdingová společnost KARO Leather a.s., sahá do poloviny 90. let a původně se věnovala obchodu s kůžemi pro nábytkářský průmysl. Čistě obchodní skupina se v roce 2015 začala postupně transformovat na komplexní obchodně-výrobní skupinu.

Vlastní výroba začala v listopadu roku 2015 v Boršově u Jihlavy a v současnosti stále dochází k intenzivní investiční aktivitě. Největší investice nyní probíhají na brownfieldu v Brtnici, kde roste druhý závod skupiny, který významně rozšíří výrobní možnosti i kapacity.

KARO je jedinou výrobou svého druhu v celém regionu střední a východní Evropy a zavádí na evropský trh disruptivní systém výroby ve formátu blízkému just-in-time. Ten je v oboru zpracování kůží významnou inovací, jelikož současná konkurence KARO, která operuje převážně v jižní či západní Evropě, je svázána cechovními tradicemi, neflexibilní kooperací menších manufaktur, vyššími náklady na pracovní sílu, dražšími energiemi, i méně výhodnou logistickou polohou. Skupina KARO zároveň vytváří v Česku nový ekosystém cirkulární ekonomiky využití hovězích kůží, kterým by jinak hrozil konec v kafilérii jako nezpracovatelnému organickému odpadu.

TOP MANAGEMENT

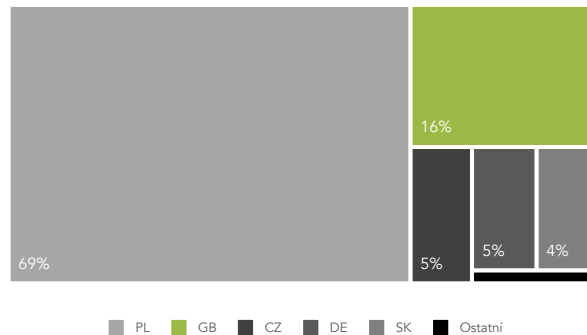
Směr firmy udávají CEO Pavel Klvaňa a CFO Jakub Hemerka, kteří působí v představenstvu, a COO Libor Gulykáš. V dozorčí radě dále působí také František Bostl jakožto zástupce v současnosti největšího akcionáře společnosti - CZECC VENTURES, podfondu STARTEEPO Invest. Společnost aktuálně zaměstnává celkem 35 pracovníků ve výrobě i administrativě.

AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Předseda představenstva a zakladatel Pavel Klvaňa (23,75 %), člen představenstva a CFO Jakub Hemerka (12,14 %) a skupina STARTEEPO (30,72 %) jsou nejvýznamnějšími akcionáři. Celkem drží 66,60 %. Free float na trhu START tak činí 33,40 %.

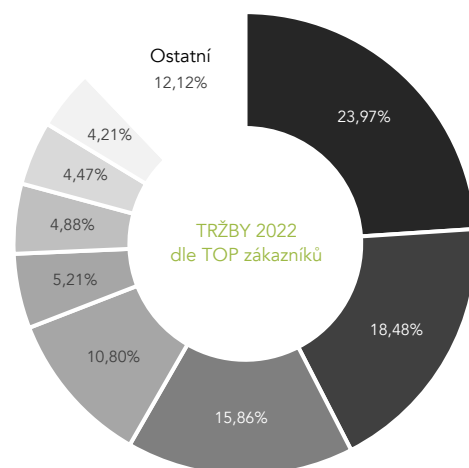
TRŽBY DLE GEOGRAFIE A MĚN

Skupina KARO Leather generuje stále 100 % svých tržeb z výroby a prodeje nábytkářské usně. Z toho 68,9 % v Polsku (v roce 2021 dělalo Polsko více než 80 % tržeb). 96,08 % tržeb je v měně EUR a 3,90 % tržeb v CZK.



PORTFOLIO ZÁKAZNÍKŮ

V roce 2022 dosáhl největší zákazník podílu 23,97 % na celkových tržbách, TOP 3 zákazníci realizovali 58,31 % tržeb a TOP 5 zákazníků 74,32 %. TOP 8 zákazníků mělo podíl na tržbách 87,88 %. Zbýlí odběratelé tvořili 12,12 % tržeb. Společnost je tak z pohledu odběratelů relativně dobře diverzifikována.



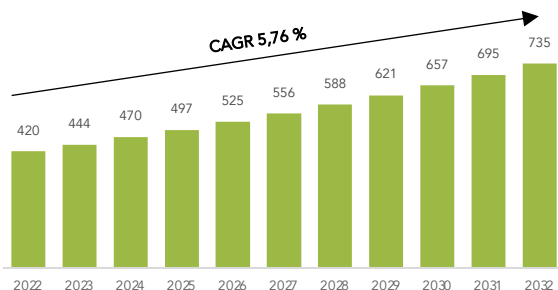
KARO Leather hodlá díky projektu v Brtnici obsluhovat od roku 2024 i zákazníky z nových odvětví jako je obuvnictví či automotive a segment prémiového nábytku.

ANALÝZA TRŽNÍHO PROSTŘEDÍ

GLOBÁLNÍ TRH S KOŽENÝM ZBOŽÍM

Velikost globálního trhu s koženým zbožím byla v roce 2022 ohodnocena na 420 mld. USD a očekává se, že do roku 2032 dosáhne přibližně 735 mld. USD s CAGR ve výši 5,76 % v letech 2023 až 2032.

Predikce vývoje globálního trhu s koženým zbožím (mld. USD)



Zdroj dat: [Precedence Research](#)

Největší podíl na globálním trhu s kůží má Severní Amerika. Trh v oblasti APAC (Asie a Tichomoří) je však nejvíce dynamický. Rostoucí poptávka po kožených výrobcích je tažena především módním odvětvím v čele s luxusním zbožím. Rostoucí zájem o životní prostředí a dobré životní podmínky zvířat pak vede k významu alternativních materiálů (především ropných derivátů), kde je však velice diskutabilní jejich udržitelnost a kvalita.

Koželužský trh má pak mnoho malých, velkých a středně velkých hráčů. Mezi klíčové hráče na globálním trhu patří Leather Chemical, Zhejiang Conch Group, Hengsheng Group a Super Tannery. KARO Leather je však malý regionální prémiový výrobce a s danou konkurencí se u svých zákazníků nepotkává.

SWOT ANALÝZA EMITENTA

Silné stránky	Slabé stránky	Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Unikátní výrobní program just-in-time, který v oboru nenabízí žádný jiný subjekt Vertikální rozvoj směrem k surovějším výrobním vstupům zajišťuje vyšší rentabilitu. Flexibilita výrobního programu, který umožní dodávky napříč všemi odbytími kůže. Zkušený management. 	<ul style="list-style-type: none"> Vysoký dluh, jehož obsluha při aktuální výši úrokových sazeb je finančně náročná. Problematické finanční plánování s ohledem na dynamický a měnný rozvoj v důsledku nových projektů. Aktuální závislost na evropském sektoru nábytkářství. 	<ul style="list-style-type: none"> Růst poptávky po kvalitnějších výrobcích s vyšší přidanou hodnotou. Orientace trhu po udržitelných přírodních materiálech a odklon od alternativních ropných derivátů. Vyšší zaměření na produkty s vyšší marží. Využití automatizace, digitalizace a AI ve výrobě. 	<ul style="list-style-type: none"> Náhlé změny cen surovin a energií a změny úrokových sazeb. Změny a vývoj hospodářských a jiných faktorů na trzích, kde společnost působí. Riziko ztráty klíčových osob.

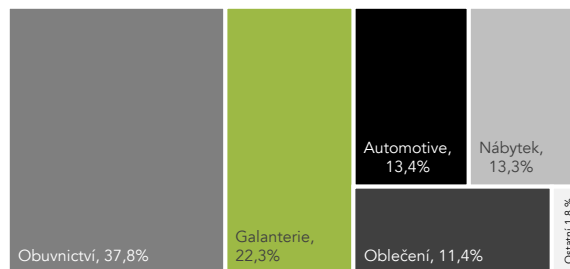
EVROPSKÝ TRH ZPRACOVÁNÍ KŮŽÍ

Hlavním trhem společnosti je evropský trh zpracování kůží a usní. Pro Evropu představuje koželužský průmysl strategický výrobní segment, a to díky kombinaci více než dvoutisícileté tradice a neustálých inovací. Evropská kůže pak celosvětově vede z hlediska kvality, technologie, inovací, produktivity zpracovatelského cyklu, environmentální odpovědnosti a udržitelnosti, designu a stylu.

Sektor je v Evropě tradičně tvořen převážně malými a středními podniky. Průměrná velikost koželužské společnosti v EU je v současnosti 21 zaměstnanců. V oblasti jižní Evropy (Itálie, Španělsko, Francie a Portugalsko) operují převážně malé a střední podniky, které se specializují hlavně na výrobu kůží pro módní průmysl, obuvnictví a nábytek. Naopak v západní a severní Evropě (Rakousko, Nizozemsko, Německo, Švédsko, Spojené království) operují větší společnosti, které dodávají kůže převážně pro automotive.

Hlavním kožedělným produktem Evropy je hovězí kůže, která tvoří více než 80 % trhu a de facto 99 % kožené produkce EU je recyklací vedlejších živočišných produktů - zbytků masného průmyslu. Jedná se tak o příklad efektivní a udržitelné cirkulární ekonomiky.

Cílová odbytí evropské kůže dle jednotlivých sektorů



Zdroj dat: [Euroleather.com](#)

ROZVOJOVÉ FÁZE SKUPINY KARO LEATHER

KARO LEATHER A PROCES ZPRACOVÁNÍ KŮŽÍ

KARO Leather a.s. se zabývá oborem zpracování kůží, který se může na první pohled zdát jako nezajímavý. Avšak opak je pravdou. Díky firmám jako je KARO dostává kůže jako nezpracovaný odpad nový smysl. Krávy se totiž nechovají na kůži, ale na maso a mléko. Kravská kůže se pak stává odpadem / vedlejším produktem masného a mléčného průmyslu a tvoří pouhých 2-3 % hodnoty zvířete.

Odhaduje se, že celosvětově není zpracováno až 16 % kravských kůží, které nenachází další využití. V Česku dle odhadů násobně více. Jedním z důvodů je i nedostatečná infrastruktura na zpracování této suroviny. KARO tak pomáhá neplytvat přírodními zdroji a naplňuje tak poslání udržitelnosti a principy cirkulární ekonomiky.

Jak vypadá takový proces zpracování kůží i s ohledem na rentabilitu a celkové rozvojové plány KARO Leather a.s.?

ROZVOJOVÉ FÁZE V NÁVAZNOSTI NA VÝROBNÍ PROCESY

Výrobní proces	I. Činění	II. Barvení	III. Finishing
Vstup do výroby	Surová kůže	Wet blue / wet white	Crust
Výstup výroby	Wet blue / wet white	Crust	Useň (finální produkt)
Popis výrobního procesu	Surová kůže vzniká jako vedlejší produkt / odpad masného a mléčného průmyslu. Kůže se následně zpracovává mokrymi procesy v tzv. činírnách kůží.	Wet blue / wet je vyčíněný polotovár, který se tzv. mokrymi procesy zbavil ostatních živočišných odpadů, které se dále zpracovávají např. v potravinovém průmyslu. Výsledkem procesu tzv. barvení a kultivace je pak crust.	Kůže ve formě crustu díky tzv. finishingu získává jedinečné vlastnosti podle přání zákazníků. Stává se z ní tzv. useň. Finální produkt, který používají výrobci různého zboží. Používá se především pro výrobu nábytku, obuvi, aut a galanterie.
Rozvojová fáze KARO Leather	Projekt KARO – Brtnice II V Brtnici je v příštích letech plánován další rozvoj. KARO má ambice vykupovat lokální středo-evropskou surovinu, a to jako jediný lokální zpracovatel. Zásadním krokem je modernizace a rozšíření stávající čistíčky odpadních vod.	Projekt KARO – Brtnice I KARO se hodlá od roku 2023 posunout ve zpracování blíže k surové kůži. Ve svém novém závodu v Brtnici bude zpracovávat wet blue / wet white.	Projekt KARO – Boršov Zpracování crustu realizuje KARO od roku 2015 ve svém výrobním závodě Boršově. V roce 2021 zde došlo ke zdvojnásobení produkčních kapacit.

CÍLOVÁ FINANČNÍ VÝKONNOST

Tržby	1.700 mio. CZK	800 mio. CZK	500 mio. CZK
EBITDA	765 mio. CZK	300 mio. CZK	90 mio. CZK
EBITDA marže	45,0 %	37,5 %	18,0 %
Čistý zisk	510 mio. CZK	192 mio. CZK	44,5 mio. CZK
Čistá marže	30,0 %	24,0 %	8,9 %
Komentář k cílové finanční výkonnosti	Rozvoj směrem k surové kůži je součástí strategického rozvoje KARO. Finanční plán prezentovaný během SPO v roce 2022 počítal s tímto rozvojem již od roku 2024. KARO nyní na základě výsledků vodního auditu vyhodnocuje konečnou rentabilitu činírny v Brtnici a hledá i případné alternativní lokality s potenciálně atraktivnějším poměrem kapitál / výkon. Zároveň se čeká na vypsání vhodných dotačních titulů. KARO pak plánuje tento rozvoj realizovat dle svých možností až po roce 2025. Investiční náklady jsou odhadovány (bez dotací) na více než 400 mio. CZK.	Tento finanční plán je skupina KARO Leather schopna realizovat již bez významnějších investičních celků a nutnosti jejich financování. Zároveň již od 2H 2023 bude skupina schopna začít s výrobním procesem „barvení“ v Brtnici, kdy kombinace obou stávajících závodů je schopna generovat v budoucnu EBITDA až 300 mio. CZK. Tato analytická zpráva tak počítá s projektem Brtnice I. jako s finálním rozvojovým stupněm, a to z důvodu větší přehlednosti a lepší orientace v současné hodnotě skupiny KARO. Brtnice II. však zůstává dle slov managementu KARO hlavním rozvojovým projektem pro další období.	Tento stupeň výroby byl spuštěn od roku 2015 a je stále rozvíjen. Významným milníkem byly investice do druhé výrobní linky, které proběhly v návaznosti na IPO vstup KARO Leather na trh START pražské burzy. Plány na rozvoj KARO – Boršov jsou nyní ve znamení digitalizace a maximální automatizace. Samotný závod v Boršově má v současné době potenciál generovat EBITDA marži 18 % při maximálním obratu 500 mio. CZK, což odpovídá produkční kapacitě závodu 100 až 120 tis. m ² kůží měsíčně.

HOSPODAŘENÍ A JEHO VÝHLED 1/2

v tis. CZK	2021	2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
Tržby	144 760	190 792	338 334	485 594	558 552	589 619	627 766	739 746
YoY růst tržeb	-6,22%	31,80%	77,33%	43,52%	15,02%	5,56%	6,47%	17,84%
EBITDA	20 686	22 568	47 722	103 154	136 897	166 964	199 665	269 741
YoY růst EBITDA	289,59%	10,61%	143,28%	116,16%	32,71%	21,96%	19,59%	35,10%
EBITDA marže	12,25%	10,28%	14,10%	21,24%	24,51%	28,32%	31,81%	36,46%
Úprava hodnot v provozní oblasti	17 435	19 151	33 672	51 806	49 441	47 076	44 711	42 346
Provozní výsledek hospodaření	3 251	3 417	14 050	51 348	87 456	119 888	154 954	227 395
Finanční výsledek hospodaření	- 4 809	- 16 866	- 24 518	- 16 293	- 14 225	- 12 445	- 10 665	- 9 620
Výsledek hospodaření po zdanění	- 1 702	- 13 449	- 10 468	35 055	58 588	84 880	113 988	172 043
EPS	- 0,34	- 2,69	- 2,09	7,01	11,72	16,98	22,80	34,41
Čistá marže	-3,21%	-7,64%	-3,09%	7,22%	10,49%	14,40%	18,16%	23,26%

v tis. CZK	2021	2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
AKTIVA	708 334	812 015	650 102	650 168	672 597	725 328	807 760	978 312
B. Stálá aktiva	326 670	349 242	406 043	367 493	329 410	291 681	258 254	228 030
C. Oběžná aktiva	381 514	462 600	244 059	282 675	343 187	433 647	549 506	750 282
C.I. Zásoby	152 945	178 620	138 741	138 741	159 586	168 463	179 362	211 356
C.II. Pohledávky	204 608	128 537	81 507	105 699	117 512	122 348	128 368	146 699
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	37 885	77 921	56 389	80 932	93 092	98 270	104 628	123 291
Ostatní krátkodobé pohledávky	166 723	50 616	25 118	24 766	24 420	24 078	23 741	23 408
C.IV. Peněžní prostředky	23 961	12 409	23 811	38 235	66 089	142 837	241 776	392 226
D. Časové rozlišení	150	173	-	-	-	-	-	-

v tis. CZK	2021	2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
PASIVA	708 334	812 015	650 102	650 168	672 597	725 328	807 760	978 312
A. Vlastní kapitál	218 378	344 297	351 829	386 884	445 472	530 352	644 341	816 383
A.I. Základní kapitál	3 900	5 000	5 000	351 829	351 829	351 829	351 829	351 829
A.IV. Výsledek hosp. minulých let	-11 059	-10 741	-25 322	-35 790	-735	57 853	142 733	256 722
A.V. Výsledek hosp. běžného úč. období	-4 654	-14 581	-10 468	35 055	58 588	84 880	113 988	172 043
B.+C. Cizí zdroje	489 027	467 660	298 274	263 284	227 125	194 976	163 419	161 929
C. Závazky	486 178	464 539	298 274	263 284	227 125	194 976	163 419	161 929
C.I. Dlouhodobé závazky	87 718	86 750	84 865	66 365	47 865	29 365	10 865	0
Úročené dlouhodobé závazky	87 718	86 750	84 865	66 365	47 865	29 365	10 865	0
C.II. Krátkodobé závazky	398 460	377 789	213 409	196 919	179 260	165 611	152 554	161 929
Úročené krátkodobé závazky	230 520	202 836	170 000	151 750	132 500	116 250	100 000	100 000
Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	21 351	19 583	43 409	45 169	46 760	49 361	52 554	61 929
D. Časové rozlišení	929	58	-	-	-	-	-	-

HOSPODAŘENÍ A JEHO VÝHLED 2/2

KOMENTÁŘ K VÝSLEDOVCE

- Tržby skupiny v roce 2022 vzrostly v CZK vyjádření meziročně o 32 % na 190.776 tis. CZK. V roce 2023 se očekává nárůst tržeb o 77 % na 338 mio. CZK.
- Provozní zisk EBITDA vzrostl v korunovém vyjádření o 30 % na 22.982 tis. CZK. Letos skupina očekává růst EBITDA významně přes 40 mio. CZK.
- V případě optimálního náběhu nových výrobních programů v Brtnici by pak měl v roce 2024 provozní zisk EBITDA vzrůst na více než 100 mio. CZK.
- Pokud se podaří skupině KARO rozšířit své obchodní aktivity dle plánu, rozšíří se produktový mix skupiny o produkty s vyšší marží a plánovaná EBITDA tak může dosáhnout v roce 2028 výše téměř 270 mio. CZK při EBITDA marži 36,46 %.

- Do úrovně čistého zisku budou promlouvat vysoké odpisy, které i v roce 2028 budou činit více než 42 mio. CZK.
- Významný vliv na výsledek hospodaření mají také finanční náklady na úročené dluhy. V roce 2022 byl finanční výsledek hospodaření silně v záporu -16.866 tis. CZK a očekávají se vysoké náklady na dluh i v letošním roce, a to až -24.518 tis. CZK. Tyto vysoké náklady souvisejí s financováním investic před čerpáním dotačních titulů. Postupnou optimalizací čistého dluhu se očekává výrazný propad nákladů na dluh a při dostatečné kumulaci hotovosti i jejich předčasné splacení a tím i jejich další optimalizace.
- Čistý zisk po zdanění by tak v roce 2028 mohl dosáhnout očekávaných 172 mio. CZK. V případě větší optimalizace dluhu by mohl čistý zisk dosáhnout výše až 180 mio. CZK díky nulovým finančním nákladům.

VÝKAZ CASH FLOW

v tis. CZK	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	133 938	64 430	76 961	120 845	144 973	173 437
Peněžní tok z provozní činnosti před změnami prac. kapitálu	23 204	86 861	108 029	131 956	158 699	214 388
Změny zásob	- 39 879	-	20 845	8 876	10 899	31 994
Změny obch.pohledávek	- 47 030	24 192	11 813	4 836	6 021	18 331
Změny obch.závazků	23 826	1 760	1 591	2 601	3 194	9 375
Čisté peněžní toky z investiční činnosti (očištěno o dotace)	- 126 927	- 13 256	- 11 358	- 9 346	- 11 284	- 12 122
Free CF	7 011	51 174	65 603	111 499	133 689	161 315
Čisté peněžní toky z finanční činnosti	4 391	- 36 750	- 37 750	- 34 750	- 34 750	- 10 865
Změna vlastního kapitálu	18 000	-	-	-	-	-
Změna bankovních závazků	- 13 609	- 36 750	- 37 750	- 34 750	- 34 750	- 10 865
Změna stavu peněžních prostředků (YoY)	11 402	14 424	27 853	76 749	98 939	150 450
Peněžní prostředky a ekvivalenty na konci peněžního období	23 811	38 235	66 089	142 837	241 776	392 226

KOMENTÁŘ K ROZVAZE A CASH FLOW

- V současné době se dokončují rozvojové investice, které jsou financovány z významné části bankovními úvěry a dotačními tituly.
- V roce 2022 proběhlo úspěšné navýšení vlastních zdrojů skrze SPO na pražské burze o +132 mio. CZK. Zároveň byla změněna struktura bankovních úvěrů, kdy došlo k načerpání investičního úvěrového rámce od ČSOB ve výši 105 mio. CZK. Na konci roku se očekává jeho čerpání ve výši pouze 55 mio. CZK. 50 mio. CZK bude profinancováno načerpáním dotací.

- Skupina v roce 2023 očekává čerpání dotačních titulů v souhrnné výši 141,6 mio. CZK a je zažádáno o další dotační programy.
- S ohledem na objemné dotační tituly, které promlouvají do pasiv, aktiv i cash flow, je finanční a investiční cash flow za období 2021-2022 nepřehledné a není tak uvažováno v této analýze.
- Skupina v roce 2021 i v roce 2022 zaznamenala pozitivní provozní cash flow. V roce 2022 +54,3 mio. CZK. V roce 2023 se očekává jeho růst až na +133 mio. CZK vzhledem ke změně výrobního programu, kdy díky nákupu wet blue a nikoliv crustu jakožto hlavní výrobní suroviny se zoptimalizuje celkový pracovní kapitál skupiny.

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

v tis. CZK	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
NAV (Hodnota čistých aktiv)	351 829	386 884	445 472	530 352	644 341	816 383
Gross debt	254 865	218 115	180 365	145 615	110 865	100 000
Gross debt change	-13 609	-36 750	-37 750	-34 750	-34 750	-10 865
Net cash	23 811	38 235	66 089	142 837	241 776	392 226
Net debt	231 054	179 880	114 276	2 778	- 130 911	- 292 226
Net debt / EBITDA	4,84	1,74	0,83	0,02	- 0,66	- 1,08
Net debt / Equity	0,66	0,46	0,26	0,01	- 0,20	- 0,36

- Růst hodnoty společnosti se nyní projevuje především na rozvaze, kdy hodnota čistých aktiv (NAV) dosáhla v předešlém roce 344.355 tis. CZK. Od roku 2019 tak čistá aktiva vzrostla ze 167.936 tis. CZK tj. o více než 105 %. V roce 2028 se očekává nárůst NAV až na 816.383 tis. CZK, tj. o dalších 137 %.

- V současné době dochází k významnému efektu deleveragingu, tzn. významným způsobem klesá skupině tzv. finanční páka. Z jedné strany se očekává dynamický růst EBITDA a ze strany druhé splacení jednotlivých úročených závazků. Ukazatel zadluženosti Net debt / EBITDA se tak v roce 2024 dostává do atraktivního pásma 1,74x.

STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI

POMĚROVÉ UKAZATELE / MULTIPLES

v tis. CZK	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027	F2028
Enterprise value (EV)	1 081 054	1 029 880	964 276	852 778	719 089	557 774
Price-to-Sales	2,51	1,75	1,52	1,44	1,35	1,15
Price-to-Book	2,42	2,20	1,91	1,60	1,32	1,04
Price-to-EBITDA	17,81	8,24	6,21	5,09	4,26	3,15
EV/EBITDA	22,65	9,98	7,04	5,11	3,60	2,07
EV/EBIT	76,95	20,06	11,03	7,11	4,64	2,45
Price-to-Earnings	- 81,20	24,25	14,51	10,01	7,46	4,94
FCF yield	0,82%	6,02%	7,72%	13,12%	15,73%	18,98%

Z pohledu budoucí výkonnosti akcií společnosti budou stěžejním obdobím roky 2024-2025, kdy se v případě naplnění finančního plánu dostávají poměrové ukazatele na velice atraktivní hodnotové úrovně.

Pokud bychom rok 2028 brali jako mezní milník růstu a stanovili pak v daný okamžik konečnou hodnotu společnosti při běžných násobcích EV/EBITDA 10x a P/EBITDA 7x, lze předpokládat cílovou hodnotu společnosti na úrovni 1,9 až 3,0 mld. CZK, tj. až o 253 % vyšší než je její současná tržní hodnota.

Poznámka: Peer group analýza není u společnosti proveditelná s ohledem na neexistenci veřejně kótovaných firem s obdobným či příbuzným zaměřením. Analytická zpráva se tak zaměřuje pouze na stanovení hodnoty akcie metodou DCF.

STANOVENÍ HODNOTY AKCIE METODOU DCF

Projekce PV FCF	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA	47 722	103 154	136 897	166 964	199 665	269 741
FCF	7 011	51 174	65 603	111 499	133 689	161 315
WACC		14,67%	14,49%	14,10%	13,82%	13,46%
FCF PV		44 627	50 051	75 062	79 644	85 806

Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF) nám pomáhá určit hodnotu investice na základě budoucích peněžních toků. Pro účely výpočtu byl zvolen náklad na vlastní kapitál 14,00 %. Náklad na cizí zdroje je uvažován 9,62 % a riziková přírážka 2,25 %. Průměrný náklad na kapitál firmy (WACC) se tak v čase mění v závislosti na podílu cizích a vlastních zdrojů a dosahuje hodnoty 14,67-13,46%.

Terminal value - growth in perpetuity approach

Stage 1: Sum of present values	335 189
Long term growth rate	3,00%
2027 FCF x (1+g)	166 155
Terminal value (TV) in 2028	1 588 918
Stage 2: PV of TV	845 168
Enterprise value (stage 1 + 2)	1 180 357
Net debt 2023	231 054
Equity value	949 304

Terminal value - EBITDA multiple approach

EBITDA multiple	7,0x
Terminal value (TV) in 2028	1 888 187
Stage 2: PV of TV	743 433
Enterprise value (stage 1 + 2)	1 339 543
Net debt 2023	231 054
Equity value	1 108 489

Resulting equity value & valuation

Average equity value	1 028 896
Enterprise value	1 259 950
Shares outstanding	5 000 000
Equity value per share	206 CZK
EV/EBITDA 2023	26,40
P/EBITDA 2023	21,56

Metodou DCF jsme dospěli k výsledné cílové valuaci KARO Leather a.s. pro rok 2023 na úrovni equity value 1.029 mio. CZK a enterprise value 1.260 mio. CZK. Cílová hodnota společnosti vychází z dostupného dlouhodobého finančního plánu a je s ním tak silně korelována.

Cílovou cenu akcie pro rok 2023 tímto stanovujeme na 206 CZK.

S ohledem na současnou cenu 170 CZK (16.6.2023) se tak jedná o atraktivní cílový výnos 21,12 %. Celkový výnos akcie by tak mohl v případě dosažení cílové ceny v letošním roce dosáhnout 62,20 % (vs. cena 127 CZK k 31.12.2022).

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ A KONTAKTY

DŮLEŽITÉ UPOZORNĚNÍ

Tato analýza („Analýza“ nebo „Dokument“) byla vypracována analytickým týmem poradenské společnosti STARTEEPO s.r.o. se sídlem Praha 7, Plynární 1617/10 („Společnost“). Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů (veřejné zdroje a informace od emitenta) 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.**

KONFLIKTY ZÁJMŮ

STARTEEPO s.r.o. a její dceřiné společnosti mohou mít obchodní pozice v investičních nástrojích uvedených v Analýze, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v Analýze nebo mohou emitentům těchto investičních nástrojů poskytovat za úplatu služby různého rozsahu. Analytický tým Společnosti není organizačně oddělen od aktivit a zájmů Společnosti, ze kterých by plynul případný střet zájmů vůči analyzovaným investičním nástrojům. Střety zájmů Společnosti ve vztahu k Analýze jsou následující:

- CZEKG VENTURES, podfond STARTEEPO Invest, investičního fondu s proměnným základním kapitálem a.s., který patří do skupiny STARTEEPO, držel ke dni vypracování Analýzy (16.6.2023) celkem 1.456.000 ks akcií společnosti KARO Leather a.s. (29,12 % všech akcií KARO Leather a.s.).
- František Bostl je jakožto zástupce CZEKG VENTURES, podfondu STARTEEPO Invest, členem dozorčí rady společnosti KARO Leather a.s. František Bostl držel ke dni vyhotovení Analýzy (16.6.2023) celkem 80.000 ks akcií společnosti KARO Leather a.s. (1,60 % všech akcií KARO Leather a.s.).
- STARTEEPO s.r.o. tuto Analýzu vytvořila pro potřeby plnění informačních povinností trhu START za úplatu, a to pro zadavatele KARO Leather a.s. na základě smluvního vztahu.

KONTAKTY

ANALYTIK

STARTEEPO s.r.o.
Plynární 1617/10
170 00, Praha 7

EMITENT

KARO Leather a.s.
Rohanské nábřeží 642/35
186 00, Praha 8