

Investiční výzkum

KARO Leather



Start Brtnice otevírá cestu
k vyšším objemům i maržím

Doporučení: „Koupit“
Cílová cena: 200 Kč

KARO Leather	
Souhrn doporučení	
Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	200 Kč
Aktuální cena: (30. 4. 2024, 16:25)	145 Kč
Potenciální výnos:	38 %
Datum vydání	2. 5. 2024

Zahajujeme pokrývání akcií zpracovatele kůží KARO Leather s úvodní cílovou cenou 200 Kč a doporučením na stupni „Koupit“.

Akcie Karo Leather považujeme za atraktivní z následujících důvodů:

- Očekávaný nárůst produkce o 60 % do roku 2028
- Projektovaný růst ziskové marže díky zpracování surovějších kůží
- Zkušené vedení společnosti s významným akcionářským podílem
- Nízké ocenění akcií
- Potenciál další vertikální integrace

Základní informace	
Odvětví:	Zpracování kůží
Počet akcií:	5 000 000
Free float (odhad):	~26 %
Tržní kapitalizace:	725 mil. Kč
Roční minimum: (30. 4. 2024, 16:25)	145 Kč
Roční maximum: (20. 6. 2023, 16:25)	190 Kč
Informace pro investory:	www.karo-leather.com/ pro-investory
Indexy:	PX-START (17 %)

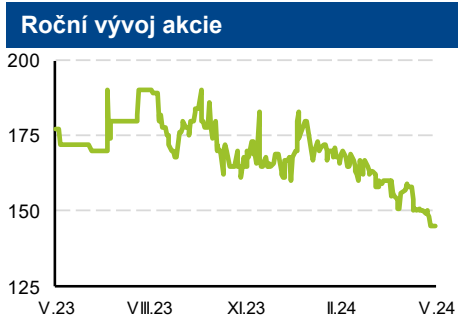
Na základě našeho valuačního modelu oceňujeme hodnotu podniku Karo Leather (EV) na 1,457 mld. Kč a vlastního kapitálu společnosti na 998 mil. Kč, respektive na 200 Kč na akcii.

Hospodaření: Klíčovým předpokladem je spuštění nové barvírny v Brtnici, která dle našich odhadů oproti roku 2023 navýší výrobní kapacity o 60 %, ale především umožní zpracování surovějších kůží ve fázi wet blue a wet white. Díky tomu by se měla výrazně zlepšit jednotková ekonomika společnosti a snížit požadavky na pracovní kapitál. Tržby společnosti by měly do roku 2028 vzrůst na více než dvojnásobek a hrubý provozní zisk EBITDA na více než čtyřnásobek díky poklesu nákladů na vstupní materiál.

Valuace: K ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných volných hotovostních toků (DCF) s náklady na vlastní kapitál v průměrné výši 11,9 %, jehož výsledkem je odhadovaná hodnota 200 Kč na akcii (38% potenciál). Akcie se obchodují při 11,7násobku EV/EBITDA 2024, respektive 7,1násobku námi odhadovaného zisku EBITDA za rok 2025.

Rizika: Spuštění barvírny v Brtnici s dopadem na marže, závislost na klíčových osobách, zadlužení, spotřebitelská poptávka po sedačkách v eurozóně a USA jako produktech odběratelů.

Katalyzátory: Informace o produkci závodu v Brtnici, prezentace na START day (4. a 5. června), zveřejnění výroční zprávy za rok 2023 (polovina června), pololetní výsledky (září).



Klíčové ukazatele (očistěno)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Tržby (mil. Kč)	154,4	144,8	190,8	317,0	420,8	510,5	565,7	622,7	657,1
EBITDA (mil. Kč)	5,1	17,3	20,5	57,6	101,3	167,3	194,4	223,7	246,1
Čistý zisk (mil. Kč)	-14,4	-4,7	-14,6	-8,9	24,8	80,0	105,9	129,3	146,7
Zisk na akcii (v Kč)	-2,9	-0,9	-2,9	-1,8	5,0	16,0	21,2	25,9	29,3

Obsah

Odvětví zpracování kůží	3
Kůže jako materiál a její obraz ve společnosti	3
Proces zpracování kůže	4
Evropský kožedělný trh	5
Představení společnosti Karo Leather	7
Historie a vize společnosti	7
Koncové trhy společnosti	10
Organizační struktura skupiny a orgány společnosti	12
Vedení společnosti a vztahy se spřízněnými osobami	13
Akciová společnost	14
Akciová struktura společnosti	15
Historické a očekávané hospodaření Karo Leather	16
Vývoj ziskovosti a produkovaných objemů	16
Dosavadní obchodní model	18
Vertikální integrace a nová jednotková ekonomika	20
Dlouhodobý majetek a kapitálové výdaje	22
Vliv dotací na účetnictví	23
Pracovní kapitál	24
Vlastní kapitál a dluh	24
Dividendová politika a zvažovaný budoucí úpis akcií	26
Ocenění společnosti Karo Leather	27
Ocenění pomocí diskontování očekávaných volných hotovostních toků	27
Citlivostní analýza	28
Valuační násobky	29
G.M. Leather, Conceria Pasubio a Desa jako porovnatelné společnosti	29
SWOT Analýza	31
Historické a projektované výkazy	33
Výkaz zisků a ztrát	33
Rozvaha	34
Zdroje	35

Odvětví zpracování kůží

Kůže jako materiál a její obraz ve společnosti

Kůže provází lidstvo již tisíce let a nachází široké využití při výrobě oděvů, obuvi, doplňků, nábytku, nástrojů a doplňků. Samotná surová kůže je nestabilní surovina, a tak je prostřednictvím mechanických a chemických operací v rámci kožedělné výroby proměňována v trvanlivou useň.

Hovězí kůže je z pohledu vlastností unikátní materiál, který vzniká jako vedlejší produkt masného a mlékárenského průmyslu.

Kůže je vedlejším, resp. odpadním produktem masného a mlékárenského průmyslu. Krávy se podle Karo Leather a kožedělných asociací nechovají na kůži, ale na maso s mlékem a kůže činí přibližně pouhá 2-3 % hodnoty zvířete. Kožedělný průmysl tak zpracovává odpad, který proměňuje na materiál s dalším využitím, a zapojuje se do cirkulární ekonomiky, jejímž je, jak ukazují archeologická naleziště, vlastně prvním příkladem.

Alternativa v podobě „koženek“ z polyuretanu, polyvinylchloridu a dalších plastových materiálů přitom pochází z ropy jako neobnovitelného zdroje a na rozdíl od kůže téměř nejsou biologicky rozložitelné a mohou končit v oceánech a rozpadat se na mikročástice. Napodobeniny kůže z dalších rostlinných materiálů, respektive např. odpadů ovoce, pro dosažení vlastností porovnatelných s pravou kůží vyžadují vrstvu polyuretanu (Blanchard, 2023) a (G. M. Leather, 2023), která znemožňuje jejich následnou recyklaci. Na druhou stranu k získání těchto materiálů nedochází k porážce zvířete, i když jejím důvodem je spotřeba masa a mléka, ne přímo kůže, což může odrazovat část spotřebitelů.

Tyto materiály jsou často označovány jako veganská, syntetická nebo eko kůže, což kožedělné asociace a společnosti vnímají jako problém, protože spotřebitelé tato označení mohou považovat za matoucí, nevědomovat si, že kůže je vedlejším produktem a spojit si slabiny těchto materiálů s pravou kůží (COTANCE, 2020) a (Leather UK, 2022). Usilují tak o větší ochranu tohoto výrazu v EU (Evropská komise, 2021). Podle Leather and Hide Council of America také index enviromentálních dopadů materiálů Higg, který používá módní sektor, výrazně nadhodnocuje dopady kůže (L&HCA, 2024), a tak pracuje na nové studii (RealLeather, 2024).

Na vnímání obrazu kůže ve společnosti mohou mít také vliv velké společnosti udávající trendy. Např. Tesla od používání kůže v interiérech vozů začala ustupovat v roce 2019 (Hawkins, 2019) a Apple v roce 2023 přestal s odkazem na uhlíkovou stopu nabízet kožené obaly ke svým telefonům, ačkoliv náhrada kůže v podobě materiálu FineWoven podle recenzentů vykazuje menší odolnost. Tento krok Applu si vyžádal ostrou reakci Mezinárodní rady kožedělníků (International Council Tanners), která ho kritizovala, že své výroky nepodložil (Kerry, 2023).

Při chovu skotu nebo při pěstování kukuřice nebo sóji pro jeho zkrmování dochází k odlesňování, kdy vzhledem k dovozu těchto komodit k deforestaci může vést i při chovu skotu v Evropě, uvádí v reportu Světový fond na ochranu přírody (WWF, 2022).

Ačkoliv moderní tkaniny a materiály často mohou nabízet lepší výkon v individuální vlastnosti, výhodou kůže je její univerzálnost, uvádí studie (Meyer, Dietrich, Schulz, & Mondschein, 2021) institutu FILK Freiberg, který se zabývá testováním materiálů. Při dobré údržbě kůže nabízí také dlouholetost a potenciál pro další využití, tzv. upcyklaci (Braw, 2014).

Alternativou ke zpracování surových kůží na usně je výroba želatiny, případně likvidace kůží jako odpadu. Podle odhadu L&HCA bylo v roce 2019 přibližně 17 % kůží v USA spáleno nebo skončilo na skládce, kde při rozkladu vzniká methan (WWF, 2022). Podle Karo Leather k tomu dochází také v ČR, i pro nedostatek infrastruktury pro jejich zpracování.

Proces zpracování kůže

Proměna **surové kůže** na výslednou useň zahrnuje řadu na sebe navazujících operací, které lze rozdělit na výrobu holiny a činění, prováděné v tzv. mokré dílně, a další činnosti, které jsou prováděné v tzv. suché dílně (Textilní zkušební ústav).

Encyklopedie Britannica zpracování kůží popisuje jako proces, při kterém dochází k využití kyselin, zásad, solí a enzymů k rozpuštění tuků a nevláknitých proteinů a naopak posílení vazeb mezi vlákny kolagenu, který činí 85 % proteinů v kůži.

V první fázi je ze surové kůže odstraněný živočišný odpad a jejím výsledkem je tzv. **holina**. Již v této fázi může být kůže štípána, tedy řezána na více vrstev.

Následně dochází k **činění kůže**, což je chemický proces, během kterého je kůže stabilizována z pohledu odolnosti vůči mikroorganismům, hydrotermální stálosti, chemické stability a zachování požadovaných vlastností – měkkosti, ohebnosti a pevnosti.

Podrobně popsany kompletní proces činění a zpracování kůží včetně ilustrací má na svých stránkách např. Pasubio (www.pasubio.com/en/products/production-cycle/), Gruppo Mastrotto (www.mastrotto.com/tanning-process/) nebo Dani ve videu (www.youtube.com/watch?v=fplRfYd-uFU).



K činění mohou být používány anorganické látky (nejčastěji je používáno **chromočinění**, podle nizozemské společnosti Royal Smit & Zoon je 80 % kůží činěno právě chromem), organické látky (např. při třísločinění), případně moderní syntetické alternativy, které každá dávají kůži různou sestavu vlastností (Smit & Zoon).

Např. historicky prvně používané **rostlinné činění**, které trvá týdny až měsíce, dává vzniknout pevným a voděodolným usním. Naopak výsledkem relativně moderního činění minerálními látkami, ať už solemi chromu, hliníku nebo zirkonia, které zkracují namáčení na dny až hodiny, jsou měkké a poddajné usně. Jelenice jsou oproti tomu činěné rybími tuky (Britannica).

Stabilizace kůží činidly zabraňuje jejímu rozkladu, což však znemožňuje její biologickou rozložitelnost, poznamenává producent rostlinných extraktů a činidel Silvateam (Ecotan).

Tato italská společnost tak přišla na trh s **alternativně zpracovanou** kůží Ecotan, která je činěná směsí rostlinných tříslovin a podle jejího tvrzení dosahuje stejných kvalitativních parametrů jako kůže činěná chromem nebo glutaraldehydem. Na konci svého životního cyklu tak může být rozložena na hnojivo, čímž je dosaženo plné cirkularity.

Další možnou **inovací** je např. produkt Hydroil distribuovaný italskou společností Dermochimica, který využívá odpadní vodu při lisování olivového oleje, nebo činění pomocí zeolitů, hlinítkofemičitých materiálů (Wise, a další, 2023), např. činidlem Zeology od nizozemské společnosti Nera ze skupiny Royal Smit & Zoon (Smit & Zoon).

Česká automobilka Škoda Auto pro své vozy Enyaq pod názvem EcoSuite nabízí kůži činěnou produktem Olivenleder od německé společnosti Wetgreen, který používá listy olivovníku, které jsou odpadem po sběru oliv a byly by jinak spáleny (Škoda Auto, 2023).

Výsledkem činění je **stabilizovaná základní surovina** nazývaná tzv. **wet blue** nebo **wet white** (v závislosti na činidlu), která je univerzálně světově obchodovaná.

Výsledkem barvení a dalších úprav jsou kůže nazývané **crust**, které již mají konkrétní vrchní a vnitřní barvu zvolenou dle konečného použití. Jedná se tedy o přizpůsobený polotovar. V rámci konečných úprav je upravován povrch crustu tak, aby odpovídal požadavkům na výslednou **useň**. Je mu tedy dán pro kůži typický dezén, tedy vzor, a vrchní barva.

Společnost Karo Leather uvádí, že konečné úpravy zahrnují: měkčení, štukování, broušení, nanesení první vrstvy barvy, dezénování, koulení, finální barvení, žehlení, testování, selekce a uskladnění včetně podrobného vysvětlení jednotlivých kroků.

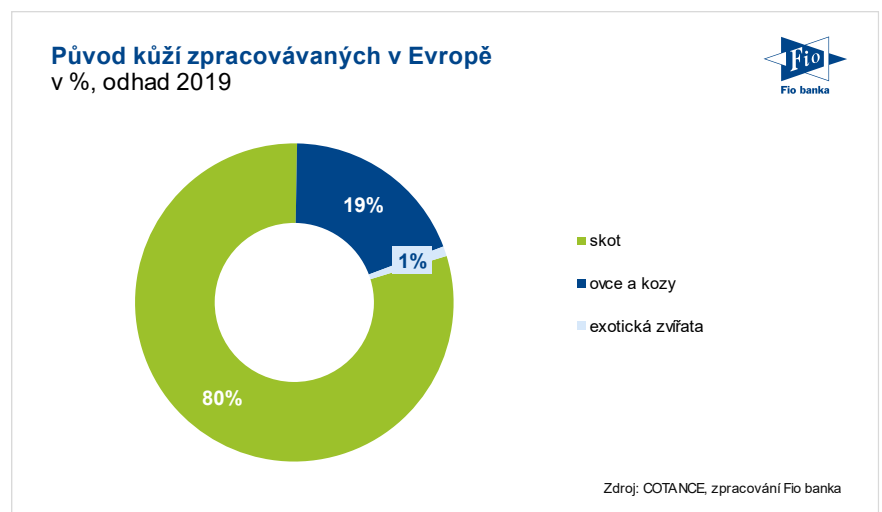
Evropský kožedělný trh

Evropská odvětvová konfederace Confederation of National Associations of Tanners and Dressers of the European Community odhaduje, že Evropa se na světové produkci kůží podílí přibližně z 30 %, na čelní pozici před Čínou, Brazílií, Indií a dalšími producenty (COTANCE, 2020).

Evropská unie (EU 28) podle předběžných dat COTANCE v roce 2019 měla téměř 1,6 tis. společností zabývajících se zpracováním kůže, které zaměstnávaly přes 34 tis. pracovníků.

Dominantní pozici měla Itálie s více než 1,2 tis. společnostmi a téměř 18 tis. pracovníky, následovaná Španělskem (2,3 tis. pracovníků) a Portugalskem (2,1 tis.). V jižní Evropě se jedná obvykle o malé a střední společnosti, které se zaměřují na módu a řemeslné zpracování. Oproti tomu v severních zemích Evropy jsou to větší společnosti zaměřené na automobilový sektor, nábytek a interiérový design, uvádí COTANCE.

Podle odhadů konfederace je v Evropě z 80 % zpracovávána kůže skotu, z 19 % ovčí a koží a pouze z 1 % kůže z exotických zvířat. Drtivá většina kůží tak pochází od zvířat chovaných kvůli masu a mléku.



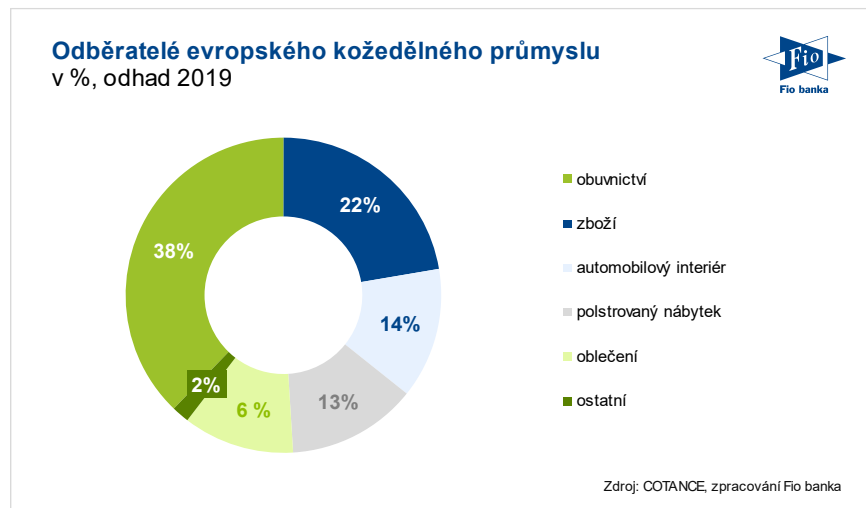
Podle údajů Organizace pro výživu a zemědělství Spojených národů (FAO, 2016) bylo v roce 2014 podle předběžných údajů na světě vyprodukováno 14,54 mld. čtverečních stop štípaných kůží ze skotu, v Evropě 3,71 mld. (což odpovídá 25 % světové produkce dle FAO), v ČR 33,5 mil. čtverečních stop (0,9 % evropské produkce, v přepočtu 3,11 mil. m²).

Popis postupu výroby v rámci konečných úprav je popsán na stránkách Karo Leather:
www.karo-leather.com/produkty

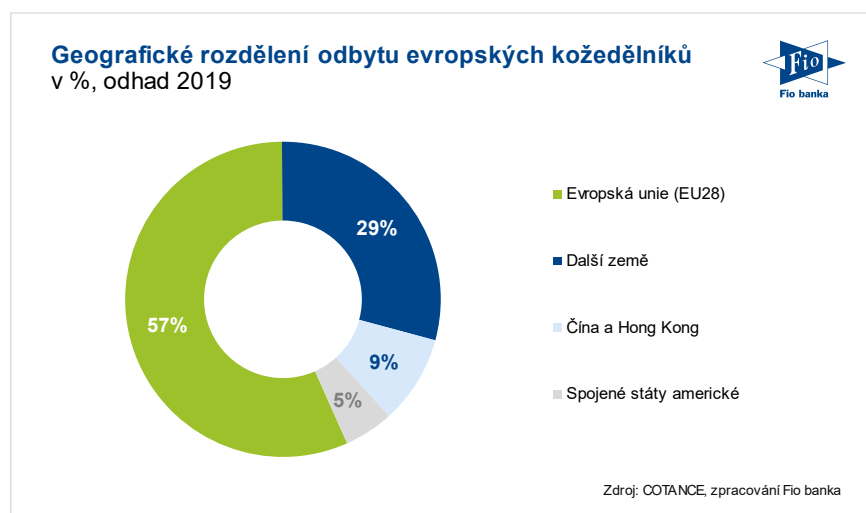
Společnost zpracovala také řadu videí s jednotlivými kroky výroby, např.:
www.youtube.com/watch?v=J0m2NScN3WE

Společně se Slovenskem dosahovala česká produkce dle údajů FAO v roce 2014 jen 25 % průměru Československa za roky 1986-88, respektive 32 % průměru za roky 1989-91, kdy dramatický pokles nastal mezi roky 1990 a 1991 a od té doby je součet produkce obou zemí stabilní.

Evropská kůže nachází využití především v obuvnictví (38 % evropské produkce). Pro společnost Karo je klíčový nábytkářský průmysl, kde do polstrovaného nábytku míří 13,3 % produkce, uvádí COTANCE.



Většina evropské kůže podle údajů COTANCE nachází využití opět v evropských zemích.



Evropská kůže nachází využití především v obuvnictví. Z většiny je následně zpracována opět v Evropě.

Především mokré procesy jsou při zpracování náročné z hlediska použití vody a chemických látek. Náročnost se liší v závislosti na stupni vertikální integrace, tj. zda dochází ke zpracování surové kůže nebo dalších stupňů.

Odvětví dle COTANCE naopak není energeticky náročné. Tepelná energie je využívána na ohřívání vody a sušení kůží, elektrická energie na provoz bubnů a dalších strojů. Zdrojem energie pro odvětví je v Evropě dle COTANCE ze 2/3 zemní plyn. Karo ho využívá na sušení, ovšem v případě jeho výpadku je připraveno ho nahradit lehkými topnými oleji.

Společnosti v odvětví zpracování kůže mohou získat certifikaci od několika autorit: např. standardy ISO od italského institutu Istituto di Certificazione della Qualità per l'Area Pelle (ICEC), v oblasti životního prostředí, kvality a společnosti, certifikaci ECO₂L německého FILK Freiberg Institute z hlediska energetické efektivity a emisí, nebo švýcarské certifikáty OEKO-TEX® z hlediska obsahu škodlivin, produkčních procesů atd.

Představení společnosti Karo Leather

Historie a vize společnosti

„V Karo sdílíme nadšení pro kůži a věnujeme se zachování jejího přírodního charakteru a jedinečných vlastností,“ říká zakladatel společnosti Pavel Klvaňa.

Historie skupiny Karo sahá do 90. let, kdy se Pavel Klvaňa začal zabývat obchodováním s kůžemi pro nábytkářský průmysl. Skupina Karo pak následně vznikla jako čistě obchodní společnost.

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 používanou především v nábytkářském odvětví. Společnost zároveň realizuje závoz svých produktů zákazníkům pro zajištění jejich kvality.

V říjnu 2019 společnost realizovala primární úpis akcií (IPO) na trhu START Burzy cenných papírů Praha. S akciemi se obchoduje od listopadu 2019, kdy byly přijaté také na RM-SYSTÉM. V dalších letech společnost realizovala další úpisy akcií a zvažovala také úpis dluhopisů.



V roce 2021 společnost koupila výrobní areál v **Brtnici** od „Snahy, kožedělného družstva Brtnice“, který od té doby renovuje a rozšířila ho o barvírnu. Ta byla spuštěna v dubnu 2024 a zpracovává mokré polotovary wet blue a wet white na crust, který je následně převezen do Boršova na finální zpracování. Již v roce 2021 společnost do starých budov v areálu přesunula tzv. prašné procesy (broušení, selekci a štukování).

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 efektivitu zpracování crustu nesly v duchu masivních investic do druhého výrobního areálu a posunu k dalšímu výrobnímu stupni. Rozvoj společnosti byl také ovlivněn pandemií koronaviru, která vedla k uzavírkám maloobchodu (při prodeji produktů zákazníkům Karo hraje významnou roli) a zpožďovala dodávky strojů a technologií při budování závodu v Brtnici.

Zpracování ranějšího polotovaru by vedle finančního benefitu v podobě vyšší marže mělo také zvýšit flexibilitu výroby společnosti. Kůže ve stupni crust totiž musí být nakupovány již s ohledem na výsledné použití, když větší změny vlastností takových kůží by již byly náročné a nákladné (např. přebarvení vnitřní barvy kůže). Rozšiřování výsledného sortimentu (ať už z hlediska kvality, barev nebo dalších vlastností) tak klade vysoké nároky také na skladové zásoby crustu, i s ohledem na dlouhou dobu přepravy z Brazílie a Indie.

Příběh Karo Leather je podrobně zpracovaný na stránkách trhu START:

www.pxstart.cz/pribehy/karo-unikatni-vyrobce-kuzi-v-evrope/,

Medailonek zpracovala také investiční společnost Národní rozvojové banky:

www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/karo/

Závod společnosti Karo Leather v Boršově se díky prostředkům z IPO rozrostl o další trakty. Na fotografii vpravo vzadu.

Zdroj: Karo Leather

<https://www.youtube.com/watch?v=0V5kFqi6fvQ>

Závod v Brtnici v průběhu výstavby, zřejmě v roce 2022. Vepředu je nově stavěná budova barvírny, vzadu staré budovy družstva Snaha a vlevo čistička odpadních vod. Zdroj: Starteepo



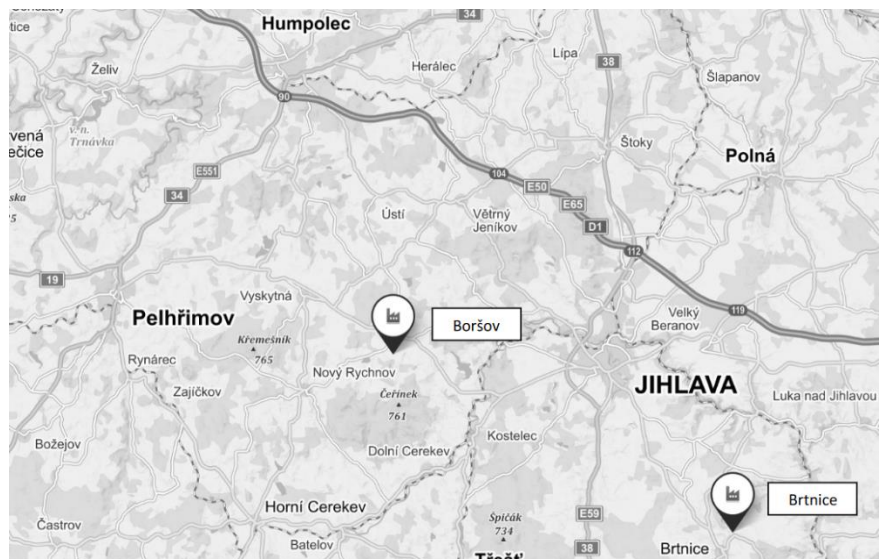
Oproti tomu kůže ve stavu wet blue a wet white jsou levnější, široce zpracovatelné a štípatelné na více vrstev: líčovou vrstvu nazývanou grain a spodní vrstvu, která se nazývá štípenka, neboli split.

Ze zpracování ranějšího polotovaru by tak měly plynout benefity nižších požadavků na skladovou zásobu dalších mezistupňů, kvalitativní selekci (kdy nejkvalitnější část získaného crustu by společnost měla být schopna prodat jako obuvnickou kůži s výrazně vyšší prodejní cenou oproti nábytkářské kůži) a druhé vrstvy štípenky, která je využitelná např. na spodní stranu gaučů nebo u osobních ochranných pracovních oděvů (např. kalhoty nebo rukavice).

V říjnu 2023 tak společnost oznámila (Karo Leather, 2023) navázání pilotní spolupráce s obuvnickou společností Vasky. Zvažuje spolupráci také se společností Prabos, jejíž akcie jsou také obchodované na pražské burze a RM-SYSTÉMu. Jedná i s několika zahraničními výrobci.

Podle finančního ředitele Jakuba Hemerky by obuvnictví mohlo brzy činit až čtvrtinu odbytu společnosti (Voženílek, 2023). Vyhodnocuje také otevření poboček v Polsku, kde by sklad zvýšil operabilitu společnosti a zlevnil závoz, nebo pobočky v USA, Kanadě, Brazílii či Německu.

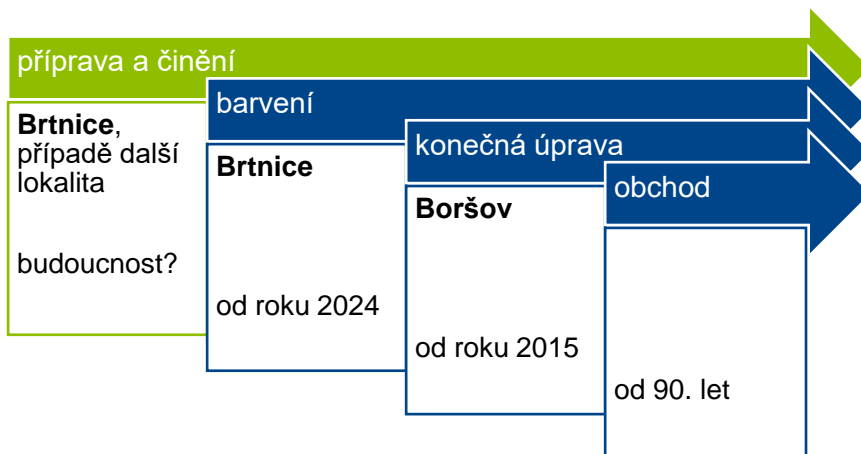
Závody v Boršově a Brtnici jsou v krátké dojezdové vzdálenosti od Jihlavy. Zdroj: Starteepo



V rámci svých dlouhodobých rozvojových plánů společnost zvažuje také další posun v rámci vertikální integrace směrem i k **přípravě a činění surových kůží**. To by umožnilo zpracování lokálních, českých a evropských kůží, které jsou kvalitnější, protože díky chladnému klimatu jsou silnější a zároveň je na nich méně štípanců od hmyzu než v teplejších oblastech. Posun k činění by v závislosti na kapacitě čističky odpadních vod a dostupnosti vody mohl být realizován v Brtnici, případně jinde.

„Jdeme vlastně od konce k tomu začátku, kterým je prvozpracování kůže. To je zároveň náš cíl,“ uvádí Pavel Klvaňa v medalionku (Národní rozvojová investiční).

Karo Leather usiluje o vertikální integraci směrem ke zpracování surových kůží. Zvažuje také posun ke koncovému produktu.

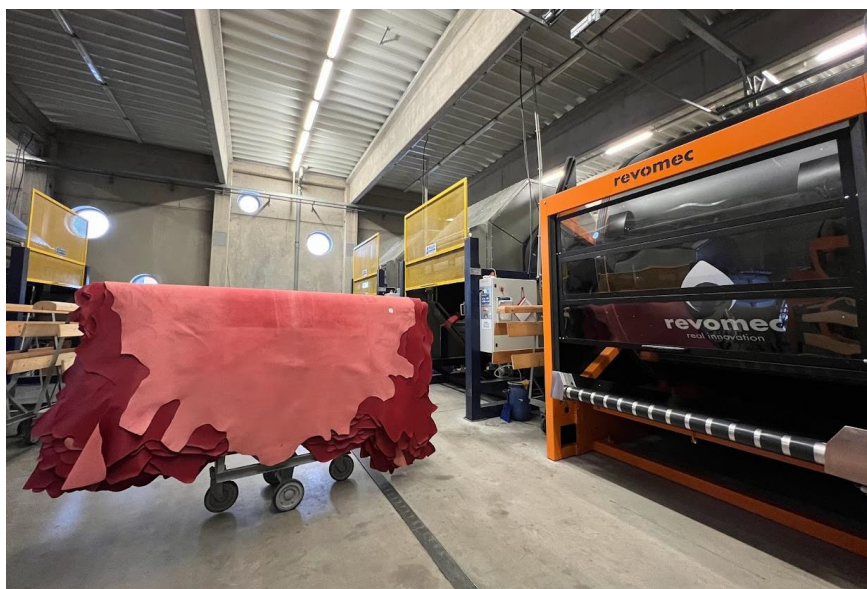


V dlouhém období společnost potenciálně zvažuje také posun v rámci vertikální integrace k výrobkům z kůží pro koncové spotřebitele. To je model například turecké společnosti Desa, které se podařilo integrovat celý řetězec včetně maloobchodního prodeje.

„Ultimátní vizí Kara je z čistého odpadu, který by jinak skončil na kafilerii, udělat hotový produkt,“ naznačil dlouhodobé vize finanční ředitel Jakub Hemerka na START day v květnu 2023 (BCPP, 2023).

Průměrný počet pracovníků v roce 2022 činil 34 zaměstnanců. Společnost zaměstnává také několik specialistů původem z Brazílie. V dalších letech by měl počet zaměstnanců růst s ohledem na otevření nového závodu v Brtnici a plánované zvyšování produkce, i když se zároveň společnost zaměřuje na automatizaci a zvyšování produktivity na zaměstnance.

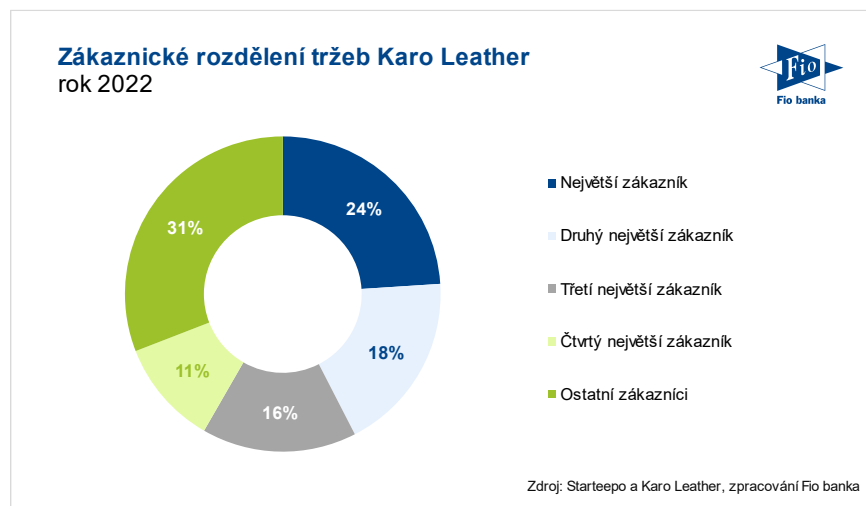
Kůže se v závodu přepravují na tzv. kozách, aby se zachovala jejich kvalita. V pozadí bubny pro měkčení kůží.



Koncové trhy společnosti

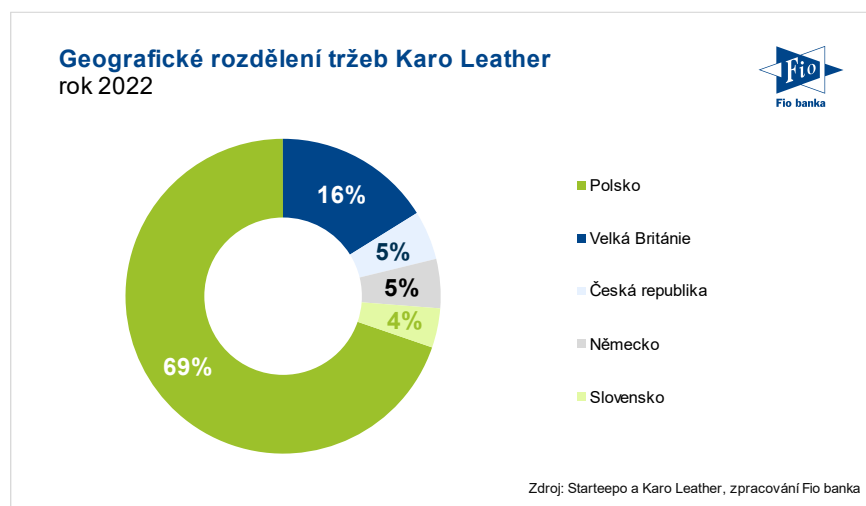
Společnost vyrábí useň, která nachází využití především v nábytkářském průmyslu. Vertikální integrace výroby by společnosti měla umožnit vyrábět širší spektrum usní, které bude dodávat i do oborů s vyššími kvalitativními požadavky, jako je např. automobilový a především obuvnický průmysl, což bude mít pozitivní vliv i na průměrnou prodejní cenu usní. Do těchto segmentů však bude směřovat jen menší část produkce, a tak se dále budeme zabývat odběrateli z řad nábytkářských společností.

Největší zákazník společnosti v roce 2022 představoval 24 % produkce Karo Leather. První čtyři zákazníci se potom na tržbách podíleli dohromady z 69 %.



Zákazníky Karo Leather jsou především polské nábytkářské společnosti, které usně používají v sedačkách.

Hlavními zákazníky jsou polské nábytkářské společnosti, které useň využívají především do luxusních kožených sedaček, které míří na trhy západní Evropy, především do Německa. V roce 2022 do Polska směřovalo 69 % produkce společnosti, uvádí analytická zpráva (Starteepo, 2023).



Sedačky jsou nábytek, který je často dominantním prvkem místnosti a prostředkem uspokojení nejen potřeby sedět, ale dávají možnost vyjádřit vlastní vkus a identitu. Zákazníci ho pořizují na dlouhou dobu a často na něm tráví i poměrně vysoké množství času. Také koronavirus a rozmach práce z domova zvyšuje důležitost domácího nábytku včetně sedaček jako jednoho z centrálních prvků.

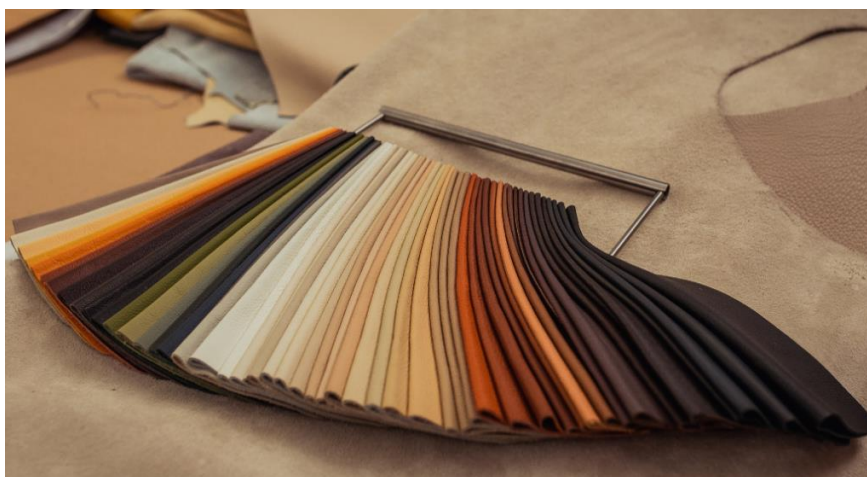
Tyto charakteristiky sedaček tak ovlivňují také chování spotřebitelů při jejich výběru i nákupu. Sedačky mají charakter ne úplně nahraditelného zboží, ovšem s odložitelnou, zbytnou spotřebou.

Francouzský výrobce nábytku a domácího vybavení Maisons du Monde uvádí (Maisons du Monde, 2021), že sedačky jsou zboží, k jehož nákupu je potřeba vysoké odhodlání, klíčovou roli při nákupu hraje možnost si ho vyzkoušet a nechat si poradit, a tak má z nábytku nejvyšší podíl prodeje přes internet.

Poptávky po usních Karo tak byla během koronaviru dočasně negativně ovlivněna, když ukázkové prodejny prodejců nábytku v západní Evropě byly během této doby uzavřené.

Klíčový koncový trh pro Karo je německý trh s nábytkem, kam směřuje většina produkce polských odběratelů společnosti, respektive eurozóna. V posledních letech polské nábytkářské společnosti obecně výrazně navyšují export nábytku do Spojených států amerických, které se snaží snížit svou závislost na zboží z Číny s ohledem na ochlazování vzájemných ekonomických a politických vztahů.

Vzorník kůží Karo Leather.
Zdroj: Starteepo



Polsko je druhým největším světovým exportérem nábytku. V současné době usiluje o posílení pozice např. na americkém trhu.

Polsko je dle údajů odvětvové asociace Ogólnopolska Izba Gospodarcza Producentów Mebli (OIGPM) šestým největším světovým producentem nábytku a po Číně druhým největším exportérem, uvádí ve svém posledním dostupném exportním katalogu z března 2023 (OIGPM, 2023). Nábytkářství hraje také významnou roli v rámci polského hospodářství, když v něm působí více než 30 tis. společností zaměstnávajících téměř 200 tis. pracovníků s více než 2% podílem na polském hrubém domácím produktu.

Prodaná produkce polských nábytkářských společností v roce 2021 podle asociace dosáhla 59,9 mld. PLN a v roce 2022 měla vzrůst na 64,7 mld. PLN (meziročně +8 %), uvádí OIGPM odhad konzultantské společnosti B+R Studio z března 2023.

Polský export nábytku podle dat Eurostatu v roce 2021 dosáhl 12,7 mld. EUR (v přepočtu dnešním kurzem přibližně 55 mld. PLN) a v roce 2022 měl dle odhadů B+R Studio vzrůst na 13,4 mld. EUR.

Drtivá většina polské produkce nábytku tak jde na export. Export je zároveň růstovým motorem, když vyjma roku 2020 rostl v každém roce od roku 2013, kdy dosáhl 7,1 mld. EUR, uvádí OIGPM s tím, že export do Spojených států amerických v roce 2022 vzrostl přibližně o pětinu. Největší podíl na exportu měl dle asociace v roce 2018 polstrovaný nábytek s 28 % (OIGPM, 2020).

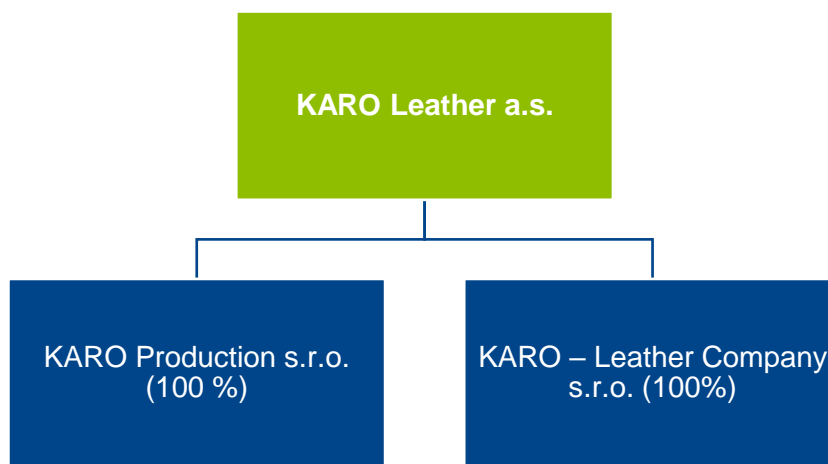
Organizační struktura skupiny a orgány společnosti

Skupina Karo se skládá ze tří společností: mateřské společnosti **KARO Leather a.s.** (do srpna 2022 používající jméno KARO INVEST a.s.), která vznikla v červnu 2018, a ze dvou 100% vlastněných dceřiných společností **KARO Production s.r.o.** a **KARO - Leather Company s.r.o.**, které mateřská společnost koupila v září 2019.

Hlavní činností mateřské společnosti je správa podílů v dceřiných společnostech. Dceřiná společnost Karo – Leather Company je vlastníkem výrobních aktiv skupiny a obchoduje s buvolími kůžemi, Karo Production obchoduje s hovězími kůžemi, které si nechává v režimu vnitroskupinových operací zpracovávat u druhé dceřiné společnosti.

Mateřská společnost od roku 2020 konsoliduje své účetnictví. Za roky 2016 až 2019 poskytla pro forma konsolidované výkazy.

Mateřskou společností skupiny je **KARO Leather a.s.**



Společnost uplatňuje dualistický systém struktury společnosti s představenstvem a dozorčí radou. Oba tyto orgány volí valná hromada jako nejvyšší orgán společnosti, a to na pět let.

Představenstvo společnosti má dva členy, a to předsedu Pavla Klvaňu a člena Jakuba Hemerku. Dozorčí rada má dva členy, Jiřího Zemánka v pozici předsedy a Františka Bostla jako člena.

Skupina Karo má dlouhodobě stabilní a zkušené vedení s jasně rozdělenými kompetencemi mezi jednotlivé členy.

Při hodnocení korporátní správy společností je potřeba vzít v potaz velikost společnosti, kdy menší společnosti obchodované na neregulovaných trzích mají oproti velkým společnostem z regulovaného trhu často menší počet členů statutárních orgánů, kteří zároveň často nejsou nezávislí na společnosti. Na druhou stranu vedení menších společností v nich často vlastní významné podíly, což je materiálně motivuje.

Společnost Karo Leather má pouze dvoučlennou dozorčí radu, kdy Jiří Zemánek je zároveň zaměstnancem společnosti a František Bostl je zároveň ředitelem skupiny Starteepo, která je analytickým poradcem společnosti a jejíž fond je významným akcionářem společnosti.

Pozitivně vnímáme jasně definovanou pozici finančního ředitele, který je zároveň zodpovědný za komunikaci s investory, a aktivní účast externího investora v dozorčí radě.

Vedení společnosti a vztahy se spřízněnými osobami

Následující část představuje vedení skupiny Karo a dalších společností, ve kterých působí a které jsou pro Karo důležité. Vzájemný vztah se skupinou Karo je popsán vždy u první zmínky společnosti a vychází z informací uvedených v prospektu z roku 2022 (Karo Leather, 2022).

Představenstvo

Karo Leather má dlouhodobě stabilní a zkušené vedení.

Pavel Klvaňa je vyučený čalouník, který se od roku 1995 věnuje obchodu a zpracování čalounických kůží. Je zakladatelem skupiny a jejím hlavním hybatelem, předsedou představenstva mateřské společnosti, statutárním orgánem všech společností skupiny a zastává pozici obchodního ředitele.

Členství v orgánech dalších společností významných pro Karo zahrnuje:

- KARO – Leather Company s.r.o. – jednatel
- KARO Production s.r.o. – jednatel
- Snaha, kožedělné družstvo Brtnice – předseda představenstva
 - Družstvo v roce 2021 provedlo úpravy kůže pro Karo v objemu 7,1 mil. Kč a prodalo skupině výrobní areál v Brtnici za 16,6 mil. Kč.
- Karlínská stavební a.s. – člen představenstva
 - Společnost Karu v roce 2021 poskytla stavební práce za 43,7 mil. Kč v areálu Brtnice. Celkový objem dodávky do roku 2023 činí 85 mil. Kč.
- Convala a.s. – člen představenstva
 - Společnost pronajímá prostory a sídlo společností ze skupiny Karo. V roce 2021 činilo plnění 60 tis. Kč.

Jakub Hemerka vystudoval finance v České republice a Velké Británii. ve skupině Karo původně působil jako externí konzultant společnosti, v roce 2016 vstoupil do jejího vedení a stal se akcionářem společnosti. Zastává pozici finančního ředitele skupiny a člena představenstva mateřské společnosti. Mj. spoluvlastní účetní a daňovou kancelář ARDECON.

Členství v orgánech dalších společností významných pro Karo zahrnuje:

- KARO Production s.r.o. – jednatel
- Snaha, kožedělné družstvo Brtnice – člen představenstva
- ARDECON Accounting s.r.o.
 - Společnost Karu poskytuje účetní a daňové poradenství, v roce 2021 v objemu 170 tis. Kč.
- ARDECON Financial Management s.r.o.
 - Společnost poskytuje skupině finanční řízení a informační systém. V roce 2021 plnění činilo 2 mil. Kč.
- Convala a.s. – člen dozorčí rady

Jiří Zemánek nastoupil do skupiny v roce 2004 jako technolog a od té doby prošel různými pozicemi. Dnes má na starosti pražskou pobočku, celní agendu a zastupování skupiny při jednání s pojišťovnami a některými dodavateli.

Členství v orgánech dalších společností významných pro Karo:

- Snaha, kožedělné družstvo Brtnice – člen představenstva

Dozorčí rada

František Bostl je v dozorčí radě zástupcem fondu Czegg Ventures, největšího individuálního akcionáře společnosti Karo Leather. Je generálním ředitelem a majitelem finanční skupiny Starteepo. Od roku 2010 působí na českém kapitálovém trhu jako makléř, akciový analytik, poradce a investor.

Členství v orgánech dalších společností významných pro Karo:

- Starteepo s.r.o. – jednatel a jediný společník společnosti
 - Společnost v roce 2021 poskytla Karu analytickou a poradenskou činnost za 1,9 mil. Kč.
- STARTEEPO Invest, investiční fond s proměnným základním kapitálem, a.s. – předseda představenstva.

Libor Gulykáš je provozním ředitelem společnosti, dříve působil jako key account manager. Má 20 let zkušeností se zahraničním obchodem v textilním a strojírenském průmyslu.

Zleva: Finanční ředitel
Jakub Hemerka, zakladatel
Pavel Klvaňa a člen dozorčí rady
František Bostl. Zdroj: Starteepo



Akcie společnosti

Společnost postupně emitovala jednu třídu 5 000 000 kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě.

Akcíím společnosti byl přidělen ISIN CZ0009008819 a ticker KARIN, respektive BAAKARIN. Na terminálu Bloomberg je k dohledání pod označením KARO CP Equity, na terminálu Refinitiv pod označením KARIN.PR.

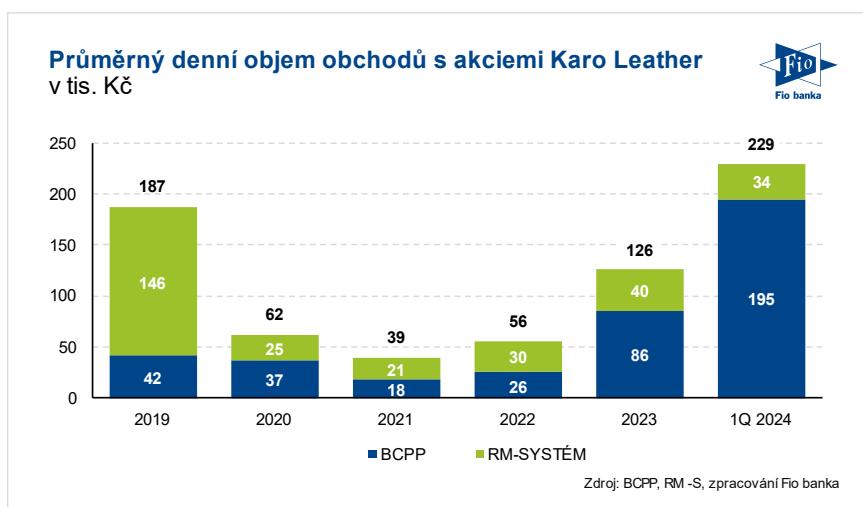
Akcie Karo Leather se obchodují na trhu START a na RM-SYSTÉMu.

Akcie Karo Leather jsou od října 2019 přijaté k obchodování na trhu START, mnohostranném obchodním systému Burzy cenných papírů Praha, a na Volném trhu, mnohostranném obchodním systému burzy RM-SYSTÉM.

Od září 2023 se akcie na obou trzích obchodují celý obchodní den po libovolném množství. Do této doby se akcie na trhu START obchodovaly jednou denně v aukcích s tzv. loty, minimálním obchodovatelným množstvím, ve velikosti 250 ks. Po zrušení lotů došlo na BCPP ke značnému nárůstu obchodních objemů.

Do konce roku 2026 by společnost chtěla přesunout své akcie na regulovaný trh, v souvislosti s čímž se připravuje na přechod na mezinárodní účetní standardy IFRS (Karo Leather, 2023).

V roce 2023 činil průměrný denní objem s akciemi Karo Leather 126 tis. Kč, z toho se zobchodovalo 86 tis. Kč na trhu START a 40 tis. Kč na RM-SYSTÉMu. V 1Q průměrný denní objem na obou trzích činil 229 tis. Kč.



Akcionářská struktura společnosti

Mezi významné akcionáře společnosti Karo Leather patří zakladatel společnosti Pavel Klvaňa, finanční ředitel Jakub Hemerka a finanční skupina Starteepo, kteří jednájí ve shodě.

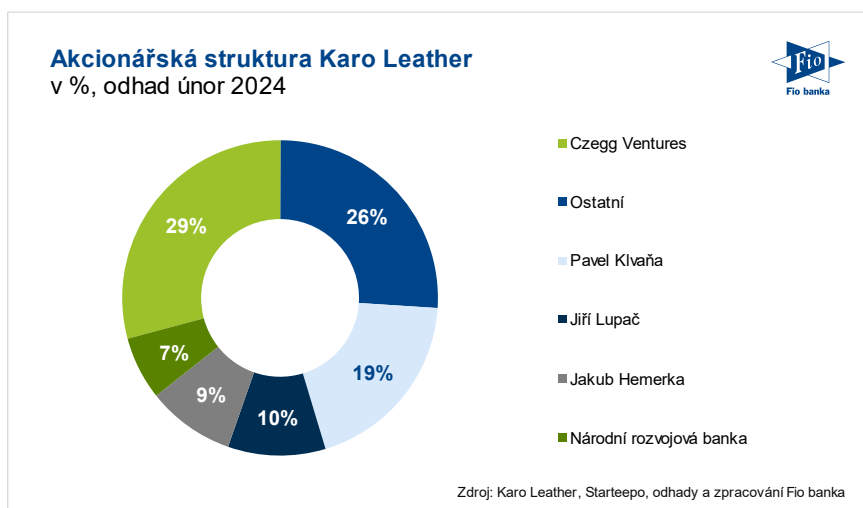
Poslední zveřejněná akcionářská struktura pochází ze srpna 2022 před posledním úpisem akcií, kdy Pavel Klvaňa držel 34 %, fond Czegg Ventures 28 %, Jakub Hemerka 15 % a ostatní akcionáři 23 %.

V rámci úpisu v září 2022 koupila 323 750 akcií, respektive 6,5% podíl také Národní rozvojová investiční, a.s., dceřiná společnost Národní rozvojové banky (NRB, dříve ČMZRB) prostřednictvím programu IPO fond.

V prosinci 2023 společnost oznámila (Karo Leather, 2023), že Pavel Klvaňa a Jakub Hemerka prodali 500 tis. akcií společnosti Bonaf Finance podnikatele Jiřího Lupače za 160 Kč na akcii s vzájemně vypsány mi opcemi na nákup/prodej akcií v dalších 18 měsících za 208 Kč. Získaných 80 mil. Kč poskytli společnosti jako bezúplatnou půjčku na snížení cizích zdrojů a posílení pracovního kapitálu před dokončením závodu.

Budeme-li předpokládat, že k jiným změnám akcionářské struktury od úpisu akcií nedošlo, že se Pavel Klvaňa s Jakubem Hemerkou úpisu neúčastnili a vycházet z údajů uvedených v reportu fondu Czegg Ventures za únor 2024, odhadujeme podíl hlavních akcionářů na 58 %. Podíl volně obchodovaných akcií, tzv. free float, potom na přibližně 26 %.

Odhadujeme, že přibližně 26 % akcií společnosti je volně obchodovaných.



Historické a očekávané hospodaření Karo Leather

Vývoj ziskovosti a produkovaných objemů

Karo Leather v uplynulých letech navyšovalo kapacitu závodu v Boršově a stavělo nový závod v Brtnici.

Hospodaření Karo Leather bylo v uplynulých letech výrazně ovlivněno náklady spojenými s investicemi do nového závodu v Brtnici, ať už přímo spojených s jeho budováním nebo náklady na rostoucí dluh na financování expanze. Výsledky byly také negativně ovlivněny koronavirem a nárůstem cen energií.

Koronavirus zpozdil výstavbu závodu v Brtnici a omezil prodeje společnosti. Pro její zákazníky z řad nábytkářských společností jsou totiž showroomy klíčovým prodejním kanálem a v době koronaviru byl maloobchod částečně uzavřený.

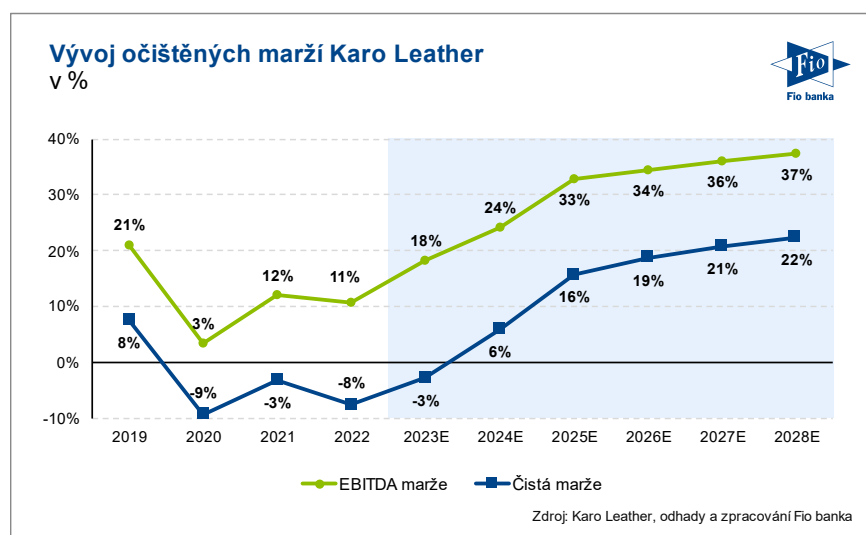
Společnost tak byla v letech 2020 až 2023 na úrovni čistého zisku ve ztrátě. Pokrok v expanzi tak byl vidět především na rozvaze společnosti, i když se společnost v letech 2019 až 2023 impozantně podařilo téměř zdvojnásobit produkční kapacitu na více než 1 mil. m² prodaných kůží ročně. Společnost toho dosáhla pořízením druhé stříkací linky do Boršova, kde Karo dostavělo zadní trakt, a přesunem tzv. suché dílny do rekonstruovaných prostor v areálu družstva Snaha v Brtnici.

Karo Leather zveřejnilo v dubnu předběžné výsledky. Výroční zprávu zveřejní v polovině června.

Karo 2. dubna 2024 reportovalo (Karo Leather, 2024) předběžné výsledky hospodaření, podle kterých tržby v roce 2023 meziročně vzrostly o 66 % na 317 mil. Kč a očištěný zisk EBITDA z 22,6 na 59,6 mil. Kč. Neочиštěná EBITDA podle Karo v roce 2023 dosáhla 35,6 mil. Kč, když se na ní negativně projevil prodej starých zásob ztrátou 22 mil. Kč. Výroční zprávu včetně kompletní účetní závěrky by společnost měla zveřejnit v polovině června. V naší analýze pracujeme s o něco nižším odhadem očištěného EBITDA zisku na úrovni 57,6 mil. Kč.

Klíčové ukazatele (očištěno)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Tržby (mil. Kč)	154,4	144,8	190,8	317,0	420,8	510,5	565,7	622,7	657,1
EBITDA (mil. Kč)	5,1	17,3	20,5	57,6	101,3	167,3	194,4	223,7	246,1
Čistý zisk (mil. Kč)	-14,4	-4,7	-14,6	-8,9	24,8	80,0	105,9	129,3	146,7
Objem zpracovaných kůží (v mil. m ²)	0,57	0,52	0,67	1,01	1,20	1,32	1,44	1,56	1,62

Již v roce 2024 by se však podle našich odhadů mělo Karo přehoupnout i do čistého zisku. Díky očekávanému poklesu nákladů na financování vzhledem ke splátkám dluhu by marže na úrovni čistého zisku měla růst rychleji než EBITDA marže.

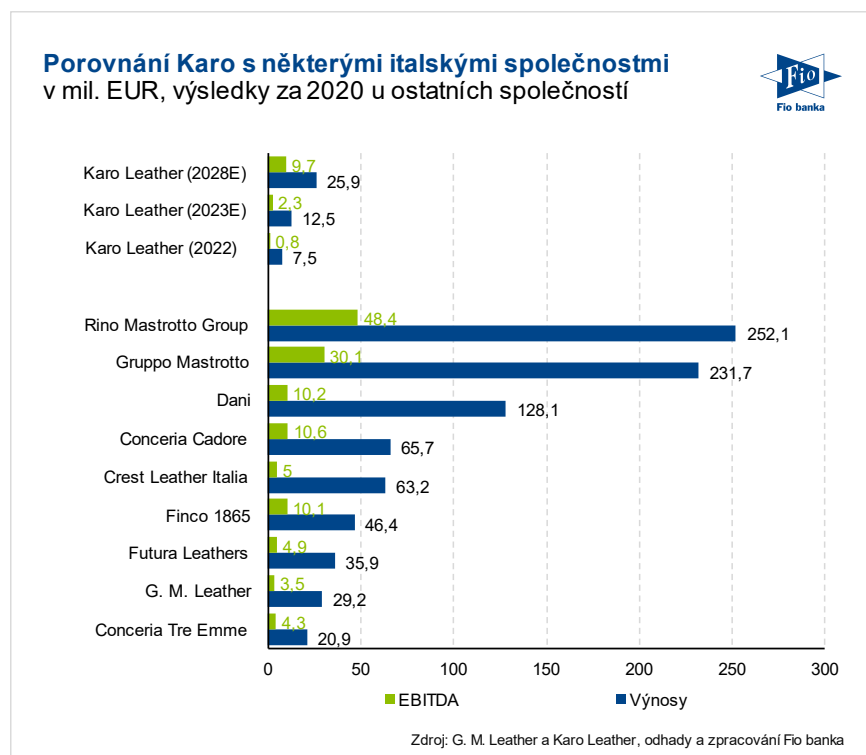


Díky otevření nového závodu v Brtnici, s jehož postupným spouštěním počítáme v průběhu 2Q (a společnost ho s předběžnými výsledky indikovala na duben), by měla výrazně vzrůst produkční kapacita Karo Leather. V našich projekcích pracujeme s postupným růstem produkce k 135 tis. m² kůží měsíčně do roku 2028, respektive k úrovni 1,62 mil. m² kůží ročně.

Díky novému závodu v Brtnici Karo Leather dle našich odhadů navýší produkci až na 1,6 mil. m² kůží ročně.



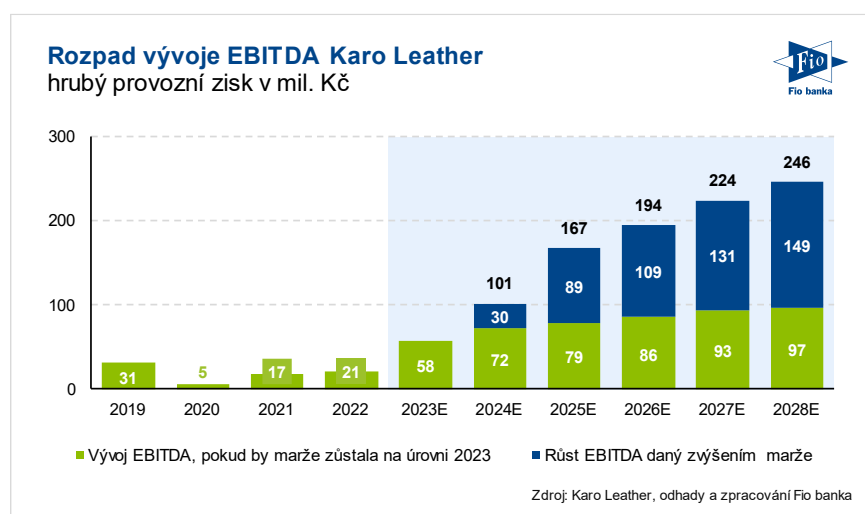
V následujícím grafu srovnáváme očekávané tržby a hrubý provozní zisk Karo Leather v průběhu let s velikostí italských společností z roku 2020, jak o nich jako o své relevantní konkurenci v prospektu (G. M. Leather, 2022) informovala italská společnost G. M. Leather. Z těchto společností Karo Leather považuje za své konkurenty společnosti Rino Mastrotto Group, Dani a Conceria Cadore. Díky vertikální integraci, respektive zpracování kůží již ve stavu wet blue, očekáváme, že bude dosahovat vyšších marží než italské společnosti, které část výrobních procesů outsourcují, respektive zadávají třetím stranám.



Věříme, že díky vyšší flexibilitě a inovativnímu přístupu ke zpracování kůží se podaří Karu své produkční a prodejní cíle naplnit i mezi větší italskou konkurencí. Podle zakladatele společnosti Pavla Klvani přitom dosahovalo Karo ještě jako čistě obchodní společnost prodeju 100-120 tis. m² měsíčně a nyní bude produkce společnosti mířit také do nového, obuvnického segmentu.

Již jen 60% nárůst produkce do roku 2028 by při zachování EBITDA marže na úrovni roku 2023 měl vést k růstu hrubého zisku EBITDA k úrovni 100 mil. Kč. Díky otevření barvírny v Brtnici se však významně mění jednotková ekonomika společnosti, a tak by díky navýšení marží měla dle našich odhadů vzrůst EBITDA společnosti na necelých 250 mil. Kč v roce 2028. Veřejně komunikovanou ambicí společnosti je dosáhnout v tomto roce dokonce EBITDA zisku na úrovni 270 mil. Kč.

Již jen 60% nárůst produkce by při zachování jednotkové EBITDA marže roku 2023 měl vést k růstu EBITDA k úrovni 100 mil. Kč. Díky navýšení marží by mělo Karo v roce 2028 atakovat úroveň 250 mil. Kč, přičemž sama společnost cílí na 270 mil. Kč.



Dosavadní obchodní model

Do roku 2023 společnost Karo zpracovávala kůže ve stavu **crust** na výslednou **useň**, která mířila do nábytkářského průmyslu. Crust si můžeme představit jako přizpůsobený polotovár s určitou tloušťkou, který již má vnitřní barvu (která je vidět např. při prošívání na sedačkách) a během finishingu je mu dodána vrchní barva, dezén a další vlastnosti.

Cílem společnosti bylo dosahovat přírážky v přibližné výši ~5 € na m² zpracované kůže mezi nákupní a prodejní cenou kůží. Finanční ředitel Jakub Hemerka tento obchodní model na START day v dubnu 2021 popsal takto: „My neprodáváme kůži jako takovou. My prodáváme přidanou hodnotu, kterou kůži dáváme.“

Karo se snaží zákazníkům nabídnout vyšší flexibilitu v porovnání s konkurencí.

V rámci této filosofie se společnost zaměřuje také na poskytování služeb zákazníkům, kdy je díky vlastní dopravě a integraci všech procesů v rámci tzv. finishingu schopná flexibilněji reagovat na požadavky zákazníků a u hotových kůží měnit některé její parametry, zatímco italská konkurence funguje ve složitějších dodavatelsko-odběratelských řetězcích.

„Díky našemu modernímu výrobnímu závodu a interním logistickým systémům nabízíme dodávky just-in-time. To pomáhá našim klientům a partnerům vyrábějícím nábytek zajistit významné úspory nákladů a snižovat množství skladových zásob,“ uvádí zakladatel společnosti Pavel Klvaňa.

Tento obchodní model, respektive zpracování kůží až ve stádiu crust, však byl náročný na provozní kapitál, když společnost byla závislá na dodávkách hovězích a buvolích kůží z Indie a Brazílie s poměrně dlouhou dobou přepravy.

Doprava se během covidu prodloužila a vzrostly i přepravní náklady. Zároveň model vyžadoval vysokou míru plánování, když společnost musela objednávat crust na měsíce dopředu. Společnosti se zároveň nevyplatilo zpracovávat dražší kůže, když marže na nich byla přibližně stejná, ovšem kvůli ceně byly náročnější na zásoby.

Při stávajícím obchodním modelu Karo usilovalo o přírážku alespoň 5€ na m² zpracovávaného crustu, přičemž se společnosti z důvodu náročnosti pracovního kapitálu nevyplácelo zpracovávat dražší kůže, protože marže na nich byla stejná. Zároveň objednávky crustu musela přizpůsobovat výsledným usním z hlediska kvality i barvy. Ceny ilustrační.



Z tohoto důvodu tak nelze úspěch posuzovat podle tržeb, které vedle objemu závisí i na prodejní (a tedy i nákupní ceně), nýbrž podle přírážky. Ta ovšem není z výkazů přímo zřejmá, když náklady na kůže jsou vykazovány spolu s náklady na energii a chemii, i když rozpad nákladů v prospektu a komentáře v tiskových zprávách k cenám energií umožňují si učinit alespoň odhad.

Přirážka, respektive rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou, musí pokrýt fixní i variabilní náklady spojené s výrobou a příspěvek do zisku. Ten vyjadřujeme jako EBITDA marži na m² v eurech, kterou můžeme schematicky spočítat jako marži, která zbyde po odečtení nákladů na materiál a energii, náklady na pracovníky a na služby (zahrnující přepravu) od průměrné ceny prodané usně.

Očištěná EBITDA na m² prodaných kůží byla mezi roky 2020 a 2022 zatížena investicemi do nových kapacit i náklady spojenými s provozem dvou závodů při suboptimálních produkčních objemech. Meziroční růst prodeje o 50 % na více než 1 mil. m² usní v roce 2023 tak podle předběžných výsledků vedl k výraznému nárůstu jednotkové ziskovosti, když byly fixní náklady rozpouštěné vyšším objemem produkce.

Video ze slavnostního spuštění závodu v Brtnici:

www.youtube.com/watch?v=3txJgtLYPb0

Vertikální integrace a nová jednotková ekonomika

Díky **barvíně** v novém závodě v Brtnici však bude Karo od druhého čtvrtletí 2024 schopné zpracovávat kůže již ve stavu **mokrých modrých** nebo **bílých kůží** z anglického **wet blue** a **wet white**, na základě typu činidla, kterým byly předtím vyčiněny (dále wet blue). Zatímco crust jsou zakázkové polotovary s přizpůsobenou tloušťkou, kůže wet blue jsou stabilizovanou komoditou, nejčastěji v plné tloušťce.

Zpracování wet blue kůží má několik výhod:

Dají se roztřídit dle kvality.

Dají se štípat na více vrstev.

Jsou o ~1/3 levnější než crust.

Zatímco pokud chtělo Karo dříve prodat prémiovou useň, muselo si již na vstupu koupit dražší crust s vyšší cenou, na kterém však byla přibližně stejná marže. Kůže však pochází z živého tvora a odráží jeho život, zranění, škrábance a bodnutí hmyzu. Krávy, které žily v chladnějším klimatu, mají také tlustší kůži. Kůže tak není unifikovaným vstupem, nýbrž darem od živého tvora, s širokým spektrem vlastností.

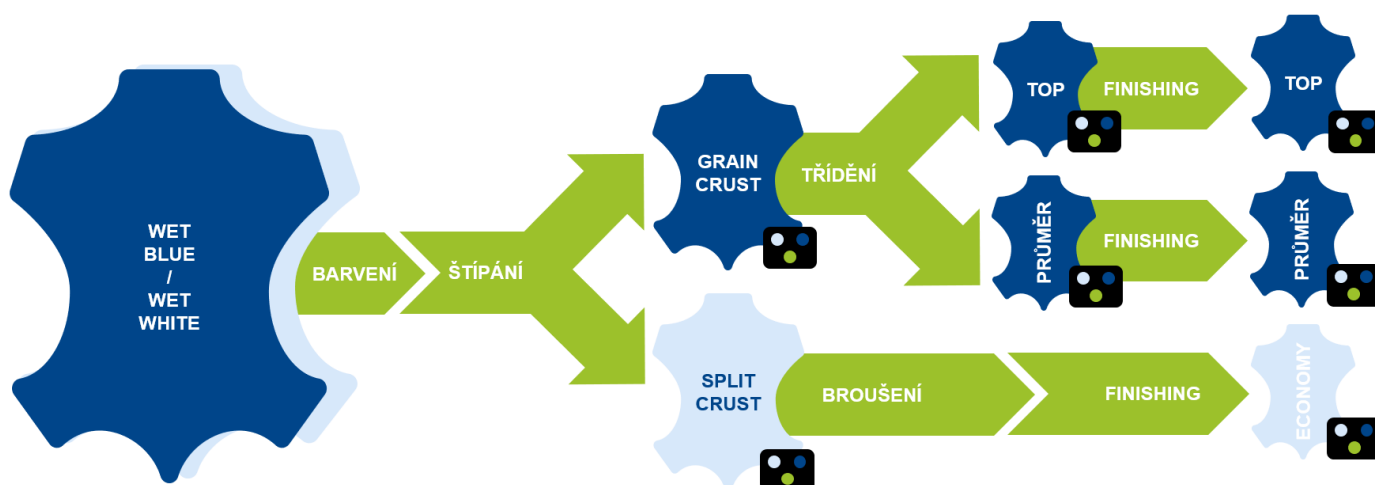
Právě zpracování na stupni wet blue umožňuje **kvalitativní selekci kůží**, kdy přibližně pětina kůže může mířit do automobilového a obuvnického sektoru s vysokými požadavky na kvalitu, které se zároveň odráží ve vyšší prodejní ceně v rozmezí 25-40 €/m², zatímco nábytkářské kůže se prodávají v rozmezí 10-25 €/m².

Díky barvíně v Brtnici se prodej do obuvnického segmentu otevřel také Karu, které v roce 2023 oznámilo zahájení pilotní spolupráce s českou značkou **Vasky**. V jednání je také spolupráce se společností **Prabos plus** (jejíž akcie jsou pod tickerem BAAPRAPM také obchodovány na trhu START pražské burzy a na RM-SYSTÉMu) a několika dalšími výrobci mimo ČR (Voženílek, 2023). S prodejem do obuvnického segmentu počítáme také v naší projekci hospodaření.

Druhým benefitem zpracování wet blue kůží je možnost je **štípat až na tři vrstvy** crustu, kdy svrchní vrstva se nazývá **grain**, česky **líc** nebo **lícovka**, a spodní vrstvy jako **split**, česky **štípenka**, respektive **vnitřní štípenka**. U vnitřních vrstev je také nižší výměra kůže.

Při zpracování kůží wet blue a wet white jsou tyto kůže nabarveny, zpracovány na crust a rozštípnuty na vrchní vrstvu grain, která se dá dále třídit na dražší kůže nejvyšší a střední kvality, a spodní vrstvu split, která při obroušení vrchní strany může zamířit do segmentu economy.

Poté tyto kůže projdou podobným finishingem jako doposud kupovaný crust. Zpracování v ranějších fázích však společnosti dává větší flexibilitu a kontrolu nad produktem.



Lícovka má přitom nejlepší kvalitu, která u dalších vrstev klesá s tím, jak klesá koncentrace kolagenových vláken a blížíme se podkožnímu vazivu. Spodní vrstvy tak vyžadují nákladnější zpracování pro vytvoření odolnější svrchní strany a mají nižší prodejní cenu.

V naší projekci počítáme s tím, že Karo Leather bude při zpracování kůží štípat na dvě vrstvy. Díky směřování přibližně pětiny produkce lícovky do dražšího obuvnického segmentu očekáváme, že v dalších letech poroste průměrná prodejní cena výsledné usně Karo Leather, když štípenku by mělo být Karo díky nákladnějšímu zpracování být schopné prodávat za podobné ceny jako prodávalo lícovku v „economy“ kvalitě.

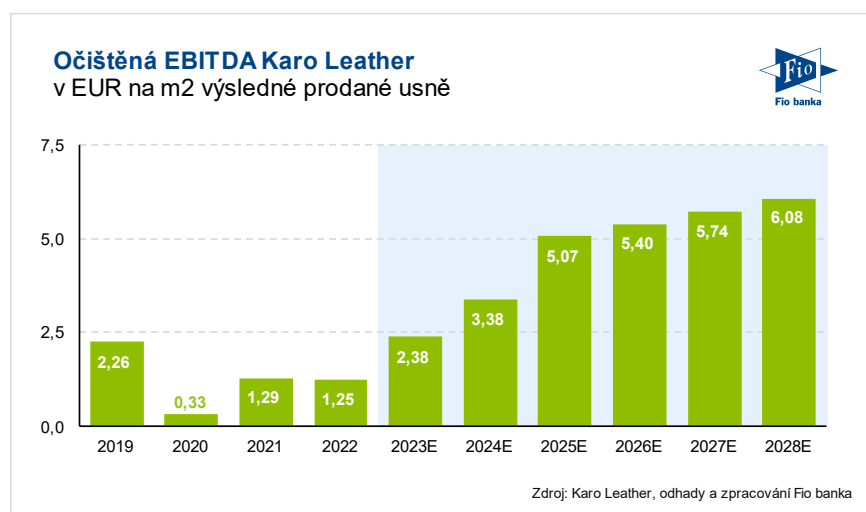
Projektovaná průměrná prodejní cena a především očištěná EBITDA na m² výsledné prodané usně odráží naše očekávání postupného náběhu nového závodu v Brtnici od druhého čtvrtletí 2024. K nejvýraznějším nárůstům by tak mělo dojít v letošním a především v příštím roce, kdy již očekáváme, že se do hospodaření společnosti naplno projeví nová jednotková ekonomika.

Průměrná prodejní cena by měla růst díky prodejům části kůží do nového, obuvnického segmentu s vyšší cenou.



V letech 2026 až 2028 u prodejních cen počítáme už jen s mírným nárůstem, ovšem u EBITDA na m² by mělo docházet k dalšímu zlepšování vlivem rozpouštění fixních nákladů na rostoucí objemy produkce i její optimalizace.

Díky zpracování kůží ve fázi wet blue a wet white by se měla výrazně zlepšit jednotková ekonomika díky nižším nákladům na vstup, štípaní kůží na dvě vrstvy a selekci nejvyšší kvality kůží pro obuvnický segment s výrazně vyšší prodejní cenou.



Dlouhodobý majetek a kapitálové výdaje

Bilanční suma Karo Leather, respektive suma aktiv a pasiv, zaznamenala mezi roky 2019-22 výrazný růst na více než dvojnásobných 812 mil. Kč.

Tento růst odráží rozvoj stávajícího závodu v Boršově (mj. investice do nové nanášecí linky v roce 2021 za 32 mil. Kč (Karo Leather, 2022), která zdvojnásobila kapacitu boršovského závodu) a především dále významně rozvíjenou akvizici areálu v Brtnici. Očekáváme, že svého maxima bilance dosáhla na konci roku 2023 především vlivem pokračující investice do závodu v Brtnici s rozlohou 6000 tis. m² zastavěné plochy, která dle společnosti přesáhla 300 mil. Kč.

Jedna ze dvou nanášecích linek boršovského závodu.



Závod v Brtnici je vybaven vlastním energocentrem a řadou moderních strojů z Itálie, které zahrnují např. automatickou třídící linku, jejíž software by měl být schopen sám rozřazovat kůže dle jejich vlastností (Karo Leather, 2023).

Pracovnice brtnického závodu Karo Leather u nové automatické třídící linky.
Zdroj: Karo Leather



V roce 2023 tak kapitálové výdaje očekáváme ve výši 125 mil. Kč, v roce 2024 ve výši 30 mil. Kč a dále projektujeme jejich pokles k 15 mil. Kč ročně, což v průměru odpovídá 2,6 % ročních tržeb let 2025-28.

Po dokončení závodu v Brtnici by měly výrazně klesnout kapitálové výdaje Karo Leather.

Vzhledem k dokončení hlavní fáze investic do závodu v Brtnici v letech 2023 a 2024 očekáváme, že v dalších letech budou mít na vývoj dlouhodobých aktiv hlavní vliv odpisy, které v letech 2023 až 2028 projektujeme v průměrné výši cca. 40 mil. Kč ročně.

Společnost v nejbližších letech plánuje např. investice do fotovoltaických panelů, kterým je přizpůsobena střecha vybudovaného závodu v Brtnici, práce s odpadním teplem nebo vlastní laboratoře, která by měla přinést lepší zpracování barev. Karo také zvažuje další vertikální integraci směrem k samotnému činění kůží, se kterou v naší projekci prozatím nepočítáme.

Vliv dotací na účetnictví

Významný nárůst zaznamenala také krátkodobá aktiva, u kterých se projevuje především nárůst pohledávek plynoucích z dotačních titulů (139 mil. Kč). V našich projekcích předpokládáme, že k obdržení dotací dojde během roku 2024, což by se mělo projevit na poklesu jak zaúčtované pohledávky vůči státu (a závazku na straně pasiv), tak i odúčtování dlouhodobého majetku z rozvahy, jelikož dotace snižují jeho pořizovací cenu. V grafu níže ilustrujeme vývoj dlouhodobého majetku včetně naznačení zůstatku majetku financovaného z dotací, pokud by byl zachycen v rozvaze.

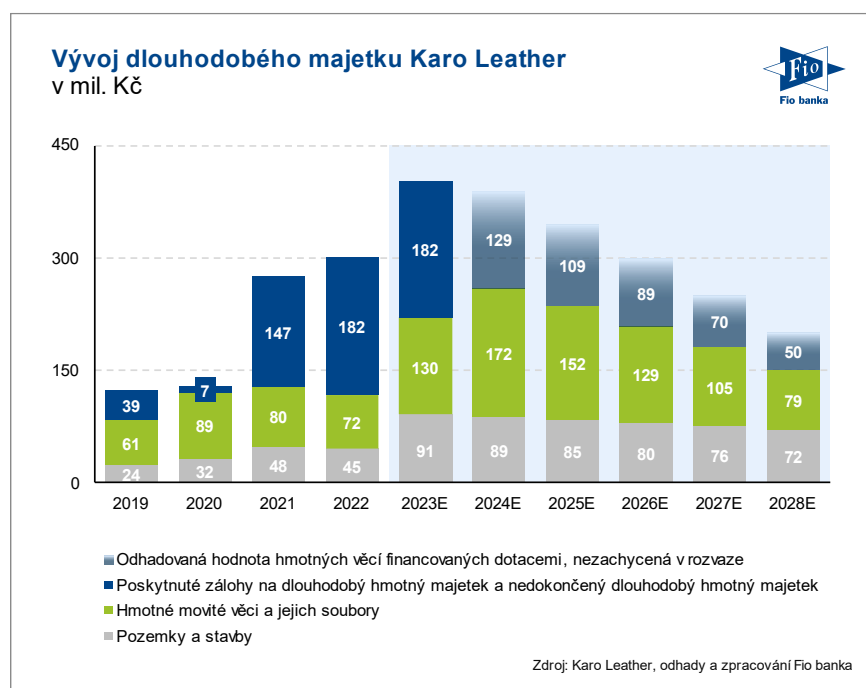
České účetní standardy vyžadují (Deloitte, 2020), aby se v okamžiku nezpochybnitelného nároku na dotaci zaúčtovala jiná pohledávka na straně aktiv a ostatní závazek na straně pasiv, což je zřetelné i na rozvaze Karo Leather ke konci let 2021 a 2022, kdy byla dotace již přiznána, ale nebyla zatím načerpána.

Při čerpání investiční dotace české standardy vyžadují ponížení pořizovací ceny takto dotovaného majetku (oproti tomu mezinárodní standardy účetního výkaznictví IFRS umožňují účtování i prostřednictvím výnosů příštích období) na straně aktiv oproti závazku na straně pasiv. Příjem peněžních prostředků je zároveň kompenzován poklesem pohledávek. Načerpání dotací u Kara předpokládáme v roce 2024.

Dotační projekt	Výše podpory
Obnova energetického zdroje v areálu v Brtnici (kotelna)	15 317 500 Kč
Inovativní zpracování kůží - nový závod Brtnice (stroje)	74 999 997 Kč
Digitalizace výroby - Boršov (stroje a SW)	39 999 996 Kč
Rozšíření výzkumné inovační kapacity (laboratoř)	8 810 225 Kč
Celkem	139 127 718 Kč

Společnosti čerpající dotace tak vykazují vyšší ziskovost, nižší objem majetku i vyšší rentabilitu než společnosti financující majetek z jiných zdrojů.

Investiční dotace jsou účetně zachyceny snížením pořizovací hodnoty, a tak účetní hodnota plně nereflektuje hodnotu majetku.



Pracovní kapitál

Nárůst objemu produkce se projevuje také na růstu zásob, kde očekáváme, že svého prvního maxima zásoby dosáhly v roce 2023. V roce 2024 očekáváme jejich pokles, kdy by se měl projevit pozitivní dopad provozu nového závodu v Brtnici. Dříve totiž každá kategorie výsledných usní především z hlediska kvality a vnitřní, jen nákladně přebarvitelné, barvy, vyžadovala plánování a nákup přizpůsobeného zakázkového polotovaru ve stavu **crust**.

Zpracování kůží ve fázi wet blue a wet white by také mělo vést k optimalizaci zásob.



Se spuštěním barvírny začne Karo nakupovat především kůže ve stavu standardizované komodity **wet blue**, které si následně dle vlastní aktuální potřeby nabarví a zároveň roztřídí dle kvality. Její vstup tak bude 1) levnější a 2) zpracovatelný na široké kategorie produktů z hlediska kvality i barvy. V dalších letech potom dle našich projekcí převáží vliv nárůstu prodejních objemů a zásoby budou růst. u pohledávek z obchodních vztahů předpokládáme zlepšení platební morálky klientů a další růst vlivem vyšších prodejů, stejně jako u závazků. Roční nárůst čistého pracovního kapitálu v letech 2025 až 2028 očekáváme kolem 21 mil. Kč ročně.

Vlastní kapitál a dluh

Vlastní kapitál byl v posledních letech výrazně ovlivněn úpisy akcií, a to:

- úpisem 1 000 000 kusů akcií v rámci veřejného primárního úpisu akcií (IPO) na trhu START Burzy cenných papírů Praha z října 2019 za 40 Kč na akcii, který přinesl hrubý výnos 40 mil. Kč,
- úpisem 296 978 kusů v rámci veřejného sekundárního úpisu akcií (SPO) z prosince 2020, který společnosti přinesl 13,42 mil. Kč, z toho v přednostním kole stávající akcionáři upsali necelé 3 tis. akcií za 43 Kč za akcii a dalších 294 tis. akcií bylo upsáno na trhu START za 45,2 Kč na akcii,
- úpisem 601 022 kusů v rámci neveřejného sekundárního úpisu akcií z července 2021, kdy stávající akcionáři a následně předem určený zájemce fond Czegg Ventures upsali tyto akcie za 64 Kč za kus, čímž společnost získala 38,47 mil. Kč,
- a především úpisem 1 100 000 kusů akcií v rámci veřejného SPO ze září 2022, kdy stávající akcionáři a noví investoři upsali akcie za 120 Kč na akcii, čímž společnost získala 132 mil. Kč.

Společnost Karo Leather úpisy akcií získala celkem 224 mil. Kč.

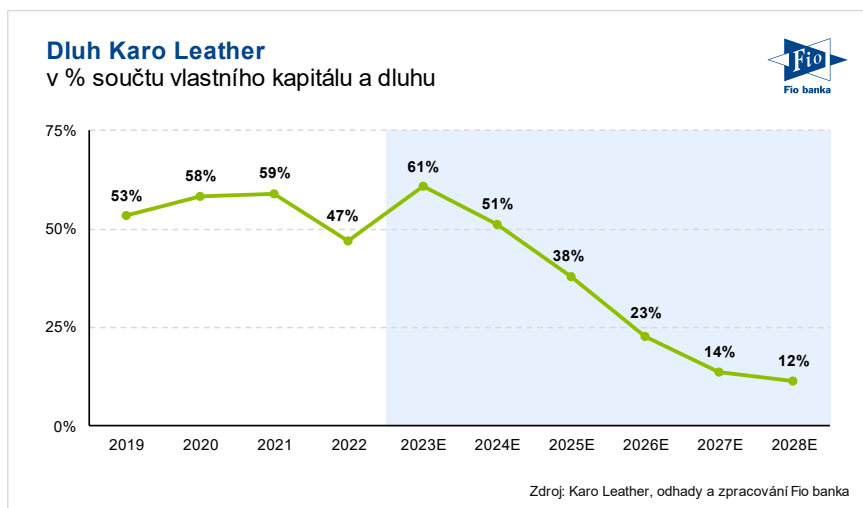
Celkem tak společnost úpisy akcií od externích investorů získala téměř 224 mil. Kč a úpisy akcií jsou tedy dominantní položkou, která ovlivňovala vývoj vlastního kapitálu v posledních letech, kdy výsledek hospodaření společnosti měl pouze minimální dopad na jeho výši s ohledem na investice do růstu a náklady na úvěry, které doléhaly na ziskovost. Do budoucích let očekáváme, že vlastní kapitál svižně poroste, když projektujeme čistý zisk od roku 2024 a s ohledem na zvažovanou expanzi nepočítáme s výplatou dividend.

U cizích zdrojů můžeme pozorovat především nárůst krátkodobých i dlouhodobých závazků souvisejících s financováním expanze.



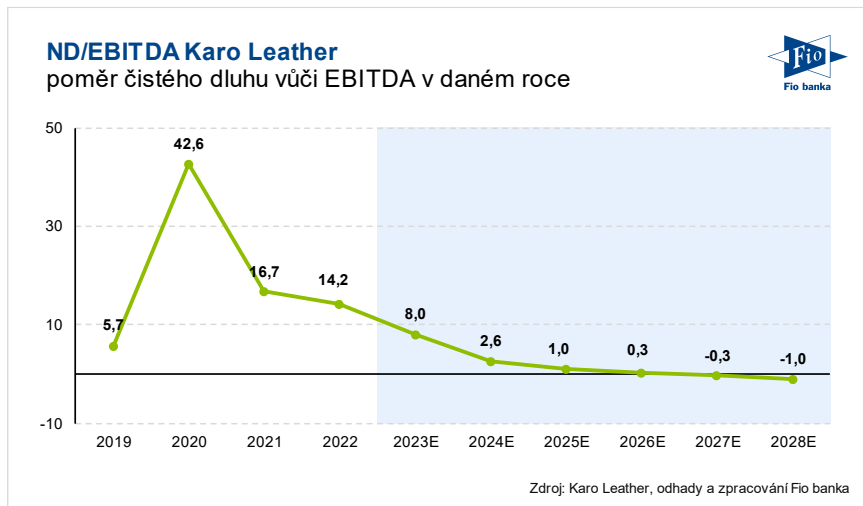
Ačkoliv mezi roky 2019 a 2022 v absolutní výši vzrostly o více než polovinu, vzhledem k úpisům akcií se držel stabilní, respektive v roce 2022 klesnul.

V dalších letech očekáváme výrazný pokles zadlužení Karo Leather.



Námi odhadovaný nárůst zadlužení v roce 2023 (a pokles v roce 2024) reflektuje očekávané čerpání dotací až v roce 2024, zatímco dříve společnost očekávala jejich vyplacení již v roce 2023, a vyšší náklady na dostavbu závodu v Brtnici. Rostoucí kapacita a maržovost provozu v Brtnici by měla vést k silné tvorbě hotovosti, kdy očekáváme, že již rok 2027 společnost zakončí se záporným čistým dluhem, respektive hotovostí převyšující úročený dluh.

Vyjádríme-li zadlužení Karo Leather násobkem čistého dluhu vůči hrubému provoznímu zisku EBITDA, tak dle našich odhadů společnost zakončila rok 2023 při 8násobku. Vlivem rostoucího zisku EBITDA, který byl historicky stlačen mimořádnými náklady spojenými s investicemi, a vyplacením dotací s tvorbou hotovosti by rok 2024 měla společnost zakončit již na solidní úrovni 2,6násobku. V roce 2020 tento násobek vyskočil vlivem dočasného propadu EBITDA kvůli koronaviru, který uzavřel showroomy, klíčový prodejní kanál pro zákazníky Karo z řad nábytkářů.



Dividendová politika a zvažovaný budoucí úpis akcií

Společnost v nejbližších letech neplánuje výplatu dividend s ohledem na další zvažované investice do vertikální integrace. Ani naše analýza tak s výplatou dividend nepočítá, i když projektujeme výrazný pokles zadlužení v dalších letech.

Společnost v minulosti veřejně uvedla záměr případně realizovat v budoucnu ještě jeden úpis akcií s cílem získat peněžní prostředky na vertikální integraci, konkrétně na stupeň zpracování surových kůží na prvotní polotovary wet blue / wet white.

Během prezentace na START day v říjnu 2023 uvedl finanční ředitel Jakub Hemerka, že společnost tento krok zvažuje pro rok 2024 a doplnění vlastních a dotačních zdrojů úpisem je jedna z variant (BCPP, 2023).

S dalším úpisem akcií a tímto stupněm vertikální integrace v našem modelu a ocenění aktuálně nepočítáme s ohledem na významnou investiční náročnost a nejistotu s ním spojenou. Věříme, že k němu společnost přistoupí pouze v případě, že bude vytvářet hodnotu pro akcionáře a že rentabilita projektu by byla podpořena získáním dalších dotačních titulů.

Považujeme za důležité zdůraznit, že by se jednalo o úpis za účelem urychlení rozvoje společnosti, tj. pro získání prostředků na kapitálové výdaje na výrobní závod v rámci vertikální integrace, nikoliv pro běžný provoz společnosti, který by podle naší projekce měl být již od roku 2024 opět ziskový s ohledem na dokončení investic do barvírny v Brtnici.

Na tento projekt můžeme nahlížet jako na tzv. reálnou opci s pozitivní hodnotou z dlouhodobého hlediska. Potenciální úpis však může tlumit krátkodobý, spekulativní potenciál akcií.

S výplatou dividend nepočítáme vzhledem k možným plánům na další investice do vertikální integrace zpracování kůží.

Ocenění společnosti Karo Leather

Ocenění pomocí diskontování očekávaných volných hotovostních toků

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 2023 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.

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 odhadů nákladů na cizí kapitál společnosti z projekce hospodaření.

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 nalezitelnost 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 3,5 p. b., která zohledňuje rizika spojená s obchodováním akcií společnosti na neregulovaném trhu (nižší požadavky na reportování, likvidita), její velikostí i vertikální integrací. Výsledkem je požadovaná míra výnosu vlastního kapitálu, která v průměru dosahuje 11,9 %. Vzhledem k očekávanému poklesu dluhu ve vážených průměrných nákladech na kapitál převažují náklady na vlastní kapitál.

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Bezriziková úroková míra	3,80%	3,50%	3,10%	3,00%	3,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Akciová riziková prémie (Damodaran)	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%
Riziková prémie ČR (Damodaran)	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%
Náklady vlastního kapitálu před premií	8,91%	8,61%	8,21%	8,11%	8,11%
Specifická riziková prémie	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Náklady vlastního kapitálu	12,41%	12,11%	11,71%	11,61%	11,61%
Náklady cizího kapitálu před zdaněním	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Daňová sazba	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	6,3%	5,5%	4,7%	4,7%	4,7%
Váha vlastního kapitálu	68,52%	81,10%	88,00%	95,77%	100,00%
Váha cizího kapitálu	31,48%	18,90%	12,00%	4,23%	0,00%
Vážené průměrné náklady na kapitál	10,49%	10,87%	10,87%	11,32%	11,61%

K ocenění společnosti jsme použili DCF model s průměrnými náklady na vlastní kapitál 11,9 % a dlouhodobým tempem růstu 2,0 %.

Na základě naší projekce hospodaření Karo Leather v letech 2023 až 2028 a našeho DCF modelu odhadujeme, že k 1. 1. 2024 činila hodnota celého podniku Karo Leather 1,457 mld. Kč, což vzhledem k našemu odhadu čistého dluhu k tomuto datu ve výši 459 mil. Kč implikuje hodnotu vlastního kapitálu ve výši 998 mil. Kč, respektive 200 Kč na akcii.

Vůči poslední závěrečné ceně akcií Karo Leather na Burze cenných papírů Praha ve výši 145 Kč naše cílová cena 200 Kč nabízí 38% potenciál, a tak úvodní doporučení stanovujeme na stupni „Koupit“.

(v tis. Kč)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Normal.
EBIT	64 905	124 771	149 893	177 176	197 552	197 552
Daň (21 %)	-13 630	-26 202	-31 478	-37 207	-41 486	-41 486
NOPAT	51 275	98 569	118 416	139 969	156 066	156 066
Odpisy (+)	33 442	39 539	41 542	43 546	45 550	45 550
Kapitálové výdaje (-)	-30 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000	-45 550
Změna čistého pracovního kapitálu (+/-)	25 457	-16 897	-25 408	-25 933	-14 974	-14 974
Vyplacení dotace (+)	139 178					
Volné hotovostní toky	219 351	106 210	119 550	142 582	171 642	141 093
(v tis. Kč)						
FCFF (t+1)	143 915					
Terminální hodnota (k 1. 1. 2029)	1 497 550					
Hodnota podniku (EV, k 1. 1. 2024)	1 456 720					
Čistý dluh (k 1. 1. 2024)	458 626					
Hodnota vlastního kapitálu (k 1. 1. 2024)	998 095					
Počet akcií (v ks)	5 000 000					
Cílová cena (v Kč na akcii)	200					
Současná cena (v Kč)	145					
Potenciál	38%					

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

		Tempo dlouhodobého růstu				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Náklady kapitálu v 2. fázi	10,6%	200	210	221	234	249
	11,1%	190	200	210	221	234
	11,6%	182	190	200	210	221
	12,1%	174	182	190	200	210
	12,6%	167	174	182	190	200

Akcie Karo Leather jsou podle našeho názoru atraktivně oceněné.

Valuační násobky

Vzhledem k očekávanému růstu společnosti a tvorbě hotovosti považujeme aktuální násobky EV/EBITDA a P/E, na kterých se společnost obchoduje, za atraktivní. Násobek P/E za rok 2024 je ovlivněn ještě stlačenou čistou ziskovou marží, u které by nepříznivé tlaky měly v dalších letech odeznívat.

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktuální ocenění EV/EBITDA	11,7	7,1	6,1	5,3	4,8
Aktuální ocenění P/E	29,2	9,1	6,8	5,6	4,9

Tabulka níže zachycuje násobky při naší cílové ceně, vztažené vůči našim odhadům hrubého provozního zisku EBITDA a čistého zisku na akcii.

	2024	2025	2026	2027	2028
Ocenění EV/EBITDA na cílové ceně	14,4	8,3	7,4	6,6	6,1
Ocenění P/E na cílové ceně	40,2	12,5	9,4	7,7	6,8

G.M. Leather, Conceria Pasubio a Desa jako porovnatelné společnosti

S ohledem na specifický obor, ve kterém Karo působí, je těžké nalézt relevantní skupinu porovnatelných společností. Většina konkurentů Karo jsou italské, převážně rodinami držené společnosti.

V červenci 2022 vstoupila na milánskou burzu, respektive na trh Euronext Growth Milan pro malé a střední podniky, společnost **G.M. Leather S.p.A.**, která od investorů získala 3,6 mil. EUR (s možností nadlimitní opce na dalších 0,4 mil. EUR) prostřednictvím emise akcií a warrantů (Euronext, 2022).

G.M. Leather lze považovat za asi nejbližší relevantní porovnatelnou společnost ke Karu, respektive jedinou, která je veřejně obchodovaná. Roční produkce G.M. Leather dosahuje přibližně 3 mil. m² kůží. Společnost v roce 2022 dosáhla tržeb 41,2 mil. EUR, hrubého provozního zisku EBITDA 5 mil. EUR a čistého zisku 2 mil. EUR.

V roce 2021 54,4 % tržeb G.M. Leather pocházelo z nábytkářských usnů, 43 % z prodejů kůží ve stavu wet blue, 1,8 % produkce mířilo do automotive a 0,8 % činily luxusní usně (G. M. Leather, 2022). Z hlediska geografie domácí trh činil 24 %, Evropská unie 20 % a další země 56 % (G. M. Leather, 2022).

Představitelé Karo za svou konkurenční výhodu považují flexibilitu výroby v porovnání s italskou konkurencí, kde je postupně do zpracování kůže zapojeno vícero společností. Tento model je zřetelný i u G.M. Leather, která některé procesy přenechává dodavatelům a zároveň prodává rozpracované kůže.

V únoru 2023 však G.M. Leather oznámila transakci, v rámci které si na dvacet let pronajala obchodní jednotku od svého historického dodavatele Conceria Palladio s cílem internalizovat rané procesy zpracování surové kůže (G. M. Leather, 2023) a (Sim Integrae, 2023), čemuž připisuje růst EBITDA marže v předběžných výsledcích za rok 2023 (G. M. Leather, 2024).

V červnu 2021 společnost **Conceria Pasubio S.p.A.** emitovala na lucemburské burze dluhopisy za 340 mil. EUR v rámci akvizice skupinou PAI Partners od CVC Capital Partners (PAI Partners, 2021). Společnost tak zveřejnila prospekt emise a pravidelně reportuje výsledky.

S ohledem na specifický obor je těžké nalézt relevantní skupinu porovnatelných společností. Údaje o podobných společnostech nám tak slouží především k lepšímu pochopení odvětví.

Produkce společnosti Pasubio k červnu 2021 mířila z 92 % do automobilového segmentu (Conceria Pasubio, 2021). V roce 2022 společnost dosáhla tržeb 350,2 mil. EUR, EBITDA 62 mil. EUR.

V září 2021 zveřejněném prospektu uvedená kupní cena společně s výší čistého dluhu naznačuje, že transakce mohla být realizována za přibližně 11,7násobek EV/EBITDA za posledních 12 měsíců ke konci června 2021, respektive 10,9násobek očištěného zisku EBITDA za stejné období.

K přímému srovnání s Karo se však nehodí ani jedna ze zmíněných společností. G. M. Leather totiž významný podíl kůží prodává ve stavu raného polotovaru a mění provozní model.

Conceria Pasubio má veřejně obchodované pouze dluhopisy (nikoliv akcie), jejím vstupem jsou již surové kůže, které si nechává zpracovat u třetích stran, a její usně směřují do luxusních automobilů.

Informace o těchto společnostech nám však pomáhají dokreslit obraz kožedělného průmyslu, jeho jednotkové ekonomiky a srovnávat teze vedení Karo Leather. Díky schopnosti zpracovat kůže ve stádiu raného polotovaru wet blue byla např. společnost Pasubio schopná využít poklesu cen kůží během covidu, vzniklý vytvořením nůžek mezi pokračující masnou produkcí a dočasně sníženou poptávkou po kůžích ze strany automobilového průmyslu, k předzásobení za výhodné ceny a se závodem v Brtnici tuto schopnost získává i společnost Karo.

V Turecku se také obchodují akcie skupiny **Desa** s plně vertikálně integrovaným obchodním modelem zahrnující zpracování kůže, výrobu kožených výrobků i jejich distribuci prostřednictvím maloobchodní sítě. Zároveň má joint venture se společností Samsonite. S ohledem na odlišnost geografickou i obchodního modelu se také nejeví jako přímo srovnatelná společnost pro Karo Leather.

SWOT Analýza

Silné stránky

- **Inovativní přístup k tradičnímu oboru**
 - Karo se profiluje jako narušitel, disruptor, tradičního kožedělného průmyslu. Zatímco Karo se snaží všechny procesy integrovat v rámci jedné společnosti, italská konkurence podle vedení Karo funguje jako série zpracovatelských společností s nižší flexibilitou.
- **Geografická i obchodní blízkost odběratelům**
 - Karo Leather je svým polským zákazníkům blíže než italské společnosti, díky čemuž má nižší dopravní náklady a je schopná rychle upravit i již dodané kůže, pokud se změny požadavky zákazníka.
- **Zkušené vedení**
 - Karo Leather má zkušené a dlouhodobě stabilní vedení.
- **Významný podíl zakladatele a klíčového manažera ve společnosti**
 - Zakladatel společnosti Pavel Klvaňa a finanční ředitel Jakub Hemerka mají ve společnosti významné akcionářské podíly, díky čemuž se snižuje riziko odlišných zájmů vedení a akcionářů.
- **Schopnost financovat rozvojové plány i prostřednictvím dotací a úpisů akcií**
 - Společnost byla schopná úspěšně realizovat několik kol úpisů akcií na akciovém trhu a získala několik dotačních titulů.
- **Participace významného akcionáře Starteepo v dozorčí radě**
 - Společnost Starteepo se jako významný finanční investor aktivně účastní dozoru nad společností.

Slabé stránky

- **Slabá finanční síla v porovnání s konkurencí**
 - V porovnání s konkurenčními společnostmi má společnost malou velikost a finanční sílu.
- **Závislost na nábytkářském průmyslu**
 - Převážná většina produkce společnosti směřuje do nábytkářského průmyslu, především na výrobu sedacího nábytku, což je zbytečná spotřeba. Zhoršení ekonomické situace by tak mohlo negativně ovlivnit spotřebitelskou poptávku po výrobcích odběratelů.
- **Závislost na dodavatelích crustu**
 - Do spuštění barvírny společnost dovážela 100 % crustu ze zahraničí. u buvolích kůží, které činí 70 % produkce, má hlavní indický dodavatel 65% podíl na dodávkách, u hovězích kůží má společnost tři brazilské dodavatele s 1/3 podílem. Do budoucna bude závislost klesat s rostoucí produkcí vlastní české barvírny.
- **Historické zadlužení**
- **Velká náročnost na pracovní kapitál**
 - Společnost v současné době nakupuje polozpracované kůže z Latinské Ameriky a Indie, kterým platí předem, a jejími odběrateli jsou silné nábytkářské společnosti, které platí na fakturu, což zvyšuje požadavky na pracovní kapitál. Na druhou stranu otevření závodu v Brtnici by mělo zkrátit dodavatelský řetězec i relativní požadavky na pracovní kapitál.
- **Nízká likvidita akcií**
 - Vzhledem k malé velikosti společnosti a podílu volně obchodovaných akcií, jsou objemy obchodů na akciích Karo relativně nízké. Větší obchody tak mohou způsobovat vysokou volatilitu akcií. Z tohoto pohledu je rizikem vysoká koncentrovanost portfolia fondu Starteepo jako významného akcionáře, jehož 29,2% podíl ve společnosti v únoru 2024 činil 53 % portfolia fondu.

Příležitosti

- **Vertikální integrace, expanze do vyšších segmentů kůže**
 - Zpracování kůží od ranějších fází by mělo umožnit společnosti lépe segmentovat produkci a její část směřovat do dražších segmentů obuvnické a automobilové kůže, což by mělo pozitivně ovlivnit ziskovost společnosti.
- **Využití automatizace a digitalizace**
 - Společnost usiluje o automatizaci procesů a digitalizaci záznamů při výrobě s cílem zvýšit efektivitu fungování a snížit závislost na pracovní síle, což by mohlo navýšit ziskovost.
- **Docenění kůže jako obnovitelného materiálu**
 - Vyšší popularita kůže u spotřebitelů by zvýšila poptávku po výrobcích odběratelů společnosti, tedy i usní vyráběných Karo.
- **Geografická expanze**
 - Společnost zvažuje otevření obchodních kanceláří na nových trzích.
- **Přechod na regulovaný trh a mezinárodní účetní standardy IFRS**
 - Přechod společnosti na regulovaný trh s cennými papíry a účetnictví z českých standardů na mezinárodní účetní standardy může přilákat nové investory omezené na regulované trhy, zvýšit likviditu akcií i důvěryhodnost společnosti.
- **Převzetí společnosti**
 - Společnost může být potenciálně převzata některým ze svých konkurentů, který by chtěl expandovat do regionu, nebo zákazníků, který by si chtěl zajistit dodávky usní.

Hrozby

- **Odklon spotřebitelů a odběratelů od kůží**
 - Spotřebitelé mohou navzdory rostoucí spotřebě masa preferovat odlišné materiály než kůží, což by mělo negativní dopad na poptávku po produktech odběratelů. Jiné materiály mohou také preferovat a promovat odběratelé.
- **Fluktuace měnových kurzů a cen komodit**
 - V roce 2021 bylo 95 % tržeb realizováno v eurech, oproti tomu 32 % nákladů bylo realizováno v amerických dolarech a 39 % v eurech. Na hospodaření se také projevuje fluktuace cen kůží, energií a chemikálií používaných při výrobě. Do budoucna společnost zvažuje přechod účetní měny na euro.

- **Nedostatečná právní ochrana výrazu „kůže“**
 - Výraz „kůže“ není v současné době dostatečně chráněn, a tak je používán i výrobci konkurenčních produktů z jiných materiálů než zvířecí kůže.
- **Ztráta klíčových osob**
 - Ztráta klíčových osob by mohla negativně ovlivnit schopnost společnosti realizovat svou rozvojovou strategii.
- **Nedostatek pracovníků**
 - Společnost může mít s ohledem na demografický vývoj v ČR a Evropě problém se získáním dostatečného počtu kvalifikovaných pracovníků, kdy i dnes pro ni pracuje několik odborníků z Brazílie, což je byrokraticky náročné.
- **Možný střet zájmů klíčových osob**
 - Členové představenstva a dozorčí rady zároveň působí ve společnostech, které poskytují služby skupině Karo.
 - Zájmy finanční skupiny Starteepo, která má z pozice člena dozorčí rady a analytického poradce lepší přístup k informacím, nemusí být vždy v souladu se zájmy dalších akcionářů.
- **Odpis zásob či pohledávek**
 - V roce 2023 Karo odepsalo historické zásoby za 24 mil. Kč. Do budoucna nelze podobný odpis vyloučit.
- **Ztráta dotací**
 - V případě nesplnění podmínek dotačních programů nebo podpůrných programů může být po společnosti vyžadováno navrácení dotací nebo smluvní pokuta.
- **Soudní spor s členy družstva Snaha Brtnice**
 - Dceřiná společnost KARO – Leather Company s.r.o. je spolu se Snahou, kožedělným družstvem Brtnice žalovaná dvěma členy tohoto družstva ve sporu o určení vlastnického práva k jednomu z pozemků u závodu v Brtnici. Vzhledem k tomu, že z obdobných důvodů byl stejnými žalobci již podán mj. návrh na vyslovení neplatnosti členské schůze konané v roce 2014, který byl pravomocně zamítnut usnesením Krajského soudu, lze podle společnosti předpokládat zamítnutí i tohoto návrhu.
 - Posouzení tohoto soudního sporu přesahuje možnosti této analýzy. Jedná se o pozemek, který sousedí s čistíčkou vod závodu v Brtnici. Jeho případná ztráta by tak zřejmě neohrozila fungování závodu, ale mohla by omezit jeho případný rozvoj.

Historické a projektované výkazy

Výkaz zisků a ztrát

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
I. Tržby z prodeje výrobků a služeb	154 357	144 760	190 792	317 000	420 756	510 486	565 734	622 695	657 093
A. Výkonová spotřeba	118 982	110 020	161 382	239 572	293 906	314 409	339 524	363 965	373 655
A. 2 Spotřeba materiálu a energie	102 343	91 713	139 072	205 198	249 072	262 626	280 209	296 493	300 085
A. 3 Služby	16 639	18 307	22 310	34 374	44 834	51 783	59 315	67 471	73 570
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	9 692	2 576	-5 262	0	0	0	0	0	0
D. Osobní náklady	20 596	14 838	14 163	19 828	25 551	28 816	31 822	35 056	37 384
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	13 937	17 435	19 151	48 691	36 394	42 491	44 494	46 498	48 502
E. 1. Odpisy	11 203	14 483	15 999	21 739	33 442	39 539	41 542	43 546	45 550
E. 2. Úpravy hodnot zásob	0	0	11	24 000	0	0	0	0	0
E. 3. Úpravy hodnot pohledávek	-218	0	189	0	0	0	0	0	0
Zúčtování kladného konsolidačního rozdílu	2 952	2 952	2 952	2 952	2 952	2 952	2 952	2 952	2 952
III. Ostatní provozní výnosy	2 127	2 614	2 308	0	0	0	0	0	0
F. Ostatní provozní náklady	2 662	2 206	4 450	0	0	0	0	0	0
* Provozní výsledek hospodaření (+/-)	-9 385	299	-784	8 909	64 905	124 771	149 893	177 176	197 552
H.VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	0	155	365	502	1 819	1 223	1 373	1 764	3 417
J. Nákladové úroky a podobné náklady	3 349	7 477	21 267	36 336	28 298	17 761	9 224	6 224	6 224
J. VII. Ostatní finanční výnosy	6 950	7 235	8 948	0	0	0	0	0	0
K. Ostatní finanční náklady	8 680	4 722	4 912	6 000	7 000	7 000	8 000	9 000	9 000
* Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-5 079	-4 809	-16 866	-41 834	-33 479	-23 538	-15 851	-13 460	-11 807
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-14 464	-4 510	-17 650	-32 925	31 425	101 232	134 042	163 716	185 745
L. Daň z příjmů	-87	144	-3 069	0	6 599	21 259	28 149	34 380	39 006
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-14 377	-4 654	-14 581	-32 925	24 826	79 974	105 893	129 336	146 739

Rozvaha

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktiva celkem (tis.Kč)	421 740	708 334	812 015	980 547	744 961	727 645	737 055	819 648	967 105
B. Stálá aktiva	183 534	326 670	349 242	449 551	303 979	276 488	246 994	215 496	181 995
B. II. Dlouhodobý majetek	128 386	274 474	299 998	403 259	260 639	236 100	209 558	181 012	150 463
B. II. 1 Pozemky a stavby	32 157	48 189	45 276	91 112	88 623	84 522	80 345	76 094	71 767
B. II. 2 Hmotné movité věci a jejich soubory	89 007	79 774	72 259	129 684	172 016	151 579	129 213	104 919	78 696
B. II. 5 Poskytnuté zálohy a nedokončený majetek	7 222	146 511	182 463	182 463	0	0	0	0	0
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	1	1	1	1	1	1	1	1	1
B. IV. Konsolidační rozdíl	55 147	52 195	49 243	46 291	43 339	40 387	37 435	34 483	31 531
C. Oběžná aktiva	237 977	381 514	462 600	530 823	440 809	450 984	489 888	603 978	784 937
C. I. Zásoby	154 137	152 945	178 620	229 639	194 395	202 677	219 447	236 106	244 230
C. I. 1 Materiál	42 384	61 863	72 389	82 079	65 221	62 279	67 941	73 603	76 684
C. I. 2 Nedokončená výroba a polotovary	19 047	17 044	17 820	35 225	40 699	44 768	48 838	52 908	54 943
C. I. 3 Výrobky a zboží	77 652	74 038	87 665	112 335	88 476	95 630	102 668	109 595	112 603
C. I. 5 Poskytnuté zálohy na zásoby	15 054	0	746	0	0	0	0	0	0
C. II. Pohledávky	67 755	204 608	271 571	276 070	155 453	166 779	178 934	191 465	199 033
C. II. 1 Dlouhodobé pohledávky	0	0	1 404	1 404	1 404	1 404	1 404	1 404	1 404
C. II. 2 Krátkodobé pohledávky	67 755	204 608	270 167	274 666	154 049	165 375	177 530	190 061	197 629
C. IV. Peněžní prostředky	16 085	23 961	12 409	25 114	90 960	81 527	91 507	176 408	341 675
D. I. Časové rozlišení aktiv	229	150	173	173	173	173	173	173	173
Pasiva celkem (tis.Kč)	421 740	708 334	812 015	980 547	744 961	727 645	737 055	819 648	967 105
A. Vlastní kapitál	166 563	218 378	344 297	311 372	336 198	416 172	522 065	651 401	798 140
A. I. Základní kapitál	3 299	3 900	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
A. II. Ážio a kapitálové fondy	174 326	230 191	364 619	364 619	364 619	364 619	364 619	364 619	364 619
A. II. 1 Ážio	52 120	89 984	220 884	220 884	220 884	220 884	220 884	220 884	220 884
A. II. 2 Kapitálové fondy	122 206	140 207	143 735	143 735	143 735	143 735	143 735	143 735	143 735
A. IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	3 315	-11 059	-10 741	-25 322	-58 247	-33 421	46 553	152 446	281 782
A. V. Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-14 377	-4 654	-14 581	-32 925	24 826	79 974	105 893	129 336	146 739
B.+C. Cizí zdroje	254 958	489 027	467 660	669 117	408 704	311 415	214 932	168 189	168 907
B. I. Rezervy	2 380	2 850	3 121	3 121	3 121	3 121	3 121	3 121	3 121
C. Závazky	252 129	486 178	464 539	665 996	405 583	308 294	211 811	165 068	165 786
C. I. Dlouhodobé závazky	73 055	87 718	86 750	151 750	151 750	85 638	35 638	35 638	35 638
C. I. 2 Závazky k úvěrovým institucím	70 178	85 751	65 638	85 638	85 638	85 638	35 638	35 638	35 638
C. I. 8 Odložený daňový závazek	2 877	1 967	0	0	0	0	0	0	0
C. I. 9.3 Závazky - ostatní	0	0	21 112	66 112	66 112	0	0	0	0
C. II. Krátkodobé závazky	179 074	398 460	377 789	514 246	253 833	222 656	176 173	129 430	130 148
C. II. 2 Závazky k úvěrovým institucím	102 263	144 756	137 836	172 836	172 836	168 093	118 093	68 093	68 093
C. II. 3 Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	348	348	348	348	348	348	348
C. II. 4 Závazky z obchodních vztahů	14 263	21 351	19 583	41 040	49 814	52 525	56 042	59 299	60 017
C. II. 8 Závazky ostatní	62 670	232 353	220 022	300 022	30 835	1 690	1 690	1 690	1 690
D. I. Časové rozlišení	219	929	58	58	58	58	58	58	58

Zdroje

- BCPP. (22. květen 2023). *START DAY 05/2023 - ZÁZNAM PREZENTACÍ*. Načteno z Burza cenných papírů Praha: https://www.youtube.com/watch?v=dGs_Yyz8oQ0
- BCPP. (11. říjen 2023). *START DAY 10/2023 - ZÁZNAM PREZENTACÍ*. Načteno z Burza cenných papírů Praha: <https://www.youtube.com/watch?v=5Nb7e3qAtw4>
- Blanchard, T. (22. listopad 2023). *'We are creating a material monster': the false logic of faux leather*. Načteno z Guardian: <https://www.theguardian.com/fashion/2023/nov/22/we-are-creating-a-material-monster-the-false-logic-of-faux-leather>
- Braw, E. (15. červenec 2014). *Southwest Airlines upcycles 80,000 leather seats into bags, shoes and balls*. Načteno z Guardian: <https://www.theguardian.com/sustainable-business/southwest-airlines-upcycle-leather-seats-aeroplane-bags-shoes-balls>
- Britannica. (nedatováno). *Leather*. Načteno z Britannica: <https://www.britannica.com/topic/leather>
- Conceria Pasubio. (30. září 2021). *Leather 2 S.p.A. €340,000,000 Senior Secured Floating Rate Notes due 2028*. Načteno z Conceria Pasubio: <https://www.luxse.com/pdf-viewer/102501770>
- COTANCE. (29. září 2020). *Social and Environmental Report 2020 - The European Leather Industry*. Načteno z The Confederation of National Associations of Tanners and Dressers of the European Community (COTANCE): <https://www.cotance.com/doc/SER/European%20Leather%20Industry%20-%20Social%20and%20Environmental%20Report%202020%20-%20EN%20web.pdf>
- Deloitte. (23. červen 2020). *Účtování o dotacích*. Načteno z Deloitte dReport: <https://www.dreport.cz/blog/uctovani-o-dotacich/>
- Ecotan. (nedatováno). *Bio-circular Products*. Načteno z Ecotan: <https://ecotanleather.com/next-life/>
- Euronext. (13. červenec 2022). *G.M. Leather S.p.A. lists on Euronext Growth Milan*. Načteno z Euronext: <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/gm-leather-spa-lists-uronext-growth-milan>
- Evropská komise. (2021). *Data on the EU textile ecosystem and its competitiveness*. Načteno z European Commission, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/574c0bfe-6142-11ec-9c6c-01aa75ed71a1>
- FAO. (2016). *World Statistical Compendium for Raw Hides and Skins, Leather and Leather Footwear 1999-2015*. Načteno z Food and Agriculture Organization of the United Nations: <https://www.fao.org/markets-and-trade/publications/detail/en/c/1438160/>
- G. M. Leather. (15. červen 2022). *Bilancio Consolidato Chiuso Al 31/12/2021*. Načteno z G. M. Leather: <https://www.gmleatherspa.com/downloads/Fascicolo%20di%20Bilancio%20Consolidato%20G.M.%20al%2031%20dice mbre%202021.pdf>
- G. M. Leather. (8. červenec 2022). *DOCUMENTO DI AMMISSIONE*. Načteno z G. M. Leather: https://www.gmleatherspa.com/downloads/G.M.%20Leather%20S.p.A._Documento%20di%20Ammissione_.pdf
- G. M. Leather. (23. únor 2023). *IL GRUPPO G.M. LEATHER FINALIZZA UN'OPERAZIONE STRAORDINARIA CHE*. Načteno z G. M. Leather: https://www.1info.it/PdfViewer/PdfShow.aspx?username=oneinfo&password=oneinfo&service=&type=comunicati&year=2023&file=20260_122054_2023_oneinfo.pdf
- G. M. Leather. (4. duben 2023). *IRTOP EGM INVESTOR DAY*. Načteno z G. M. Leather: <https://www.gmleatherspa.com/downloads/GM%20LEATHER%20-%20IRTOP%20EGM%20IDAY%202023.pdf>
- G. M. Leather. (28. březen 2024). *IL GRUPPO G.M. LEATHER APPROVA I RISULTATI 2023: EBITDA +24,2%, UTILE*. Načteno z G. M. Leather: https://www.1info.it/PdfViewer/PdfShow.aspx?username=oneinfo&password=oneinfo&service=&type=comunicati&year=2024&file=20260_138065_2024_oneinfo.pdf
- Hawkins, A. J. (2. září 2019). *Tesla's Model 3 interior is now completely leather-free, including the steering wheel*. Načteno z The Verge: <https://www.theverge.com/2019/9/2/20844481/tesla-model-3-interior-leather-free-steering-wheel>
- Karo Leather. (30. srpen 2022). *Unijni prospekt pro růst akcie*. Načteno z Karo Leather: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Transakce%20-%20ve%20vejn%20nab%20ADky%20cenn%20BDch%20pap%20ADR%20AF/2022%20-%20SPO/Karo%20Leather_unijn%20prospekt%20pro%20r%20AFst_akcie_2022%20.pdf
- Karo Leather. (21. červen 2023). *KARO Leather hlásí úspěšnou kolaudaci energocentra*. Načteno z Karo Leather: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Tiskov%20zpr%20vy%20a%20ozn%20A1men%20AD/2023/TZ_Karo%20Leather_KARO%20Leather%20hlasi%20uspesnou%20kolaudaci%20energocentra%20v%20Brnici_06_2023.pdf

- Karo Leather. (21. prosinec 2023). *KARO Leather otevřelo závod v Brtnici a získalo nového*. Načteno z Karo Leather: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Tiskov%C3%A9%20zpr%C3%A1vy%20a%20ozn%C3%A1men%C3%AD/2023/TZ_Karo_Leather_Novy%20zavod%20slavnostne%20otevren_12_2023.pdf
- Karo Leather. (10. říjen 2023). *Prezentace na START day*. Načteno z Karo Leather: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Prezentace%20pro%20investory/2023/Karo%20Leather_start%20day_prezentace_20231010.pdf
- Karo Leather. (2. duben 2024). *Zpracovatel kůží KARO Leather v roce 2023 rostl na všech*. Načteno z Karo Leather: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Tiskov%C3%A9%20zpr%C3%A1vy%20a%20ozn%C3%A1men%C3%AD/2024/TZ_Karo_Leather_Hospodarske%20vysledky%202023_04_2024.pdf
- Karo Leather. (nedatováno). *Postup výroby*. Načteno z Karo Leather: <https://www.karo-leather.com/produkty>
- Kerry, S. (15. září 2023). *Apple discontinues leather products*. Načteno z LinkedIn: https://www.linkedin.com/posts/kerry-senior-333b1795_ict-has-responded-to-apples-decision-to-activity-7109922376762433536-J63_/
- L&HCA. (7. březen 2024). *Preliminary Life Cycle Assessment Report*. Načteno z Leather and Hide Council of America (L&HCA): <https://www.usleather.org/press/Preliminary-Life-Cycle-Assessment-Report#main-content>
- Leather UK. (20. září 2022). *Leather and the Consumer*. Načteno z Leather UK: https://leatheruk.org/wp-content/uploads/2022/09/leather-survey-concept_final-WEB.pdf
- Maisons du Monde. (8. listopad 2021). *Capital Markets Day*. Načteno z Maisons du Monde: <https://corporate.maisonsdumonde.com/en/file-download/download/public/17487>
- Meyer, M., Dietrich, S., Schulz, H., & Mondschein, A. (13. únor 2021). *Comparison of the Technical Performance of Leather, Artificial Leather, and Trendy Alternatives*. Načteno z MDPI: <https://www.mdpi.com/2079-6412/11/2/226>
- Národní rozvojová investiční. (nedatováno). *Kůže na 12 Edenů*. Načteno z Národní rozvojová investiční: <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/karo/>
- OIGPM. (28. leden 2020). *Polish Furniture Export Catalog 2020*. Načteno z OIGPM: <http://www.oigpm.org.pl/en/art/files/305>
- OIGPM. (17. březen 2023). *Poland smart Furniture Export Catalog 2023 - 6th Edition*. Načteno z The Polish Chamber of Commerce of Furniture Manufacturers: www.oigpm.org.pl/en/art/files/424
- PAI Partners. (23. červen 2021). *PAI Partners to acquire Pasubio*. Načteno z PAI Partners: <https://www.paipartners.com/mediaitem/pai-partners-to-acquire-pasubio-from-cvc-capital-partners-vi/>
- RealLeather. (3. březen 2024). *Economist Magazine's Sustainability Week Summit told impact of leather is significantly less than previously claimed*. Načteno z RealLeather: <https://chooserealleather.com/view-all/economist-magazines-sustainability-week-summit-told-impact-of-leather-is-significantly-less-than-previously-claimed/>
- Sim Integrae. (27. únor 2023). *G.M. Leather - Extraordinary Operation*. Načteno z Sim Integrae: https://www.gmleatherspa.com/downloads/EN_20232702_GM_FN.pdf
- Smit & Zoon. (nedatováno). *What is leather tanning?* Načteno z Smit & Zoon: <https://www.smitzoon.com/en/knowledge/what-chemicals-are-used-to-tan-leather/>
- Smit & Zoon. (nedatováno). *Whitepaper: Zeolite & metals*. Načteno z Nera: <https://www.neratanning.com/knowledge/zeology-non-metal-tanning/>
- Starteepo. (16. červen 2023). *Analytická zpráva - Karo Leather 2022*. Načteno z Starteepo: https://www.karo-leather.com/dokumenty/PRO%20INVESTORY/Analytick%C3%A9%20zpr%C3%A1vy/2022/Karo%20Leather_analyticka%20zprava_2022.pdf
- Škoda Auto. (30. květen 2023). *Ekologická kůže pro Enyaq je jen začátek*. Načteno z Škoda Auto: <https://www.skoda-storyboard.com/cs/skoda-svet-cs/ekologicka-kuze-pro-enyaq-iv-je-jen-zacatek/>
- Textilní zkušební ústav. (nedatováno). *Koželužské zpracování kůží na usně*. Načteno z Škola textilu: <https://www.skolatextilu.cz/elearning/50/textilni-terminologie-zboziznalstvi/kuze-a-kozესiny/Kozeluzske-zpracovani-kuzi-na-usne.html>
- Voženílek, L. (10. říjen 2023). *České boty se po 20 letech budou zase šít i z české kůže*. Načteno z Seznam Zprávy: <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-ceske-boty-se-po-dvaceti-letech-budou-zase-sit-i-z-ceske-kuze-238114>
- Wise, W. R., David, S. J., Hendriksen, W. E., von Behr, D. J., Prabakar, S., & Zhang, Y. (11. květen 2023). *Zeolites as sustainable alternatives to traditional tanning chemistries*. Načteno z The Royal Society of Chemistry: <https://pubs.rsc.org/en/content/articlehtml/2023/gc/d3gc00381g>
- WWF. (14. listopad 2022). *Leather Also Has a Role to Play in the Fight Against Deforestation*. Načteno z World Wildlife Fund: <https://www.worldwildlife.org/publications/leather-also-has-a-role-to-play-in-the-fight-against-deforestation>

Jan Tománek

Fio banka, a.s.

vedoucí oddělení Investiční výzkum

jan.tomanek@fio.cz

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 spouvedoucím 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