

**STARTEPO**

**ANALYTICKÁ ZPRÁVA**

**2021**

**KARO Leather a.s.**

Český zpracovatel kůží pro  
nábytkářský průmysl. Jediný  
svého druhu na sever od Alp



15.8.2022

# DŮLEŽITÉ UPOZORNĚNÍ A KONFLIKTY ZÁJMŮ

## DŮLEŽITÉ UPOZORNĚNÍ

Tato analýza („Analýza“ nebo „Dokument“) byla vypracována analytickým týmem poradenské společnosti STARTEEPO s.r.o. se sídlem Praha 7, Plynární 1617/10 („Společnost“). Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů (veřejné zdroje a informace od emitenta) a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v Analýze uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech Společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Analýza představuje názor Společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn analýzy není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v Analýze hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, a jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů, a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah Dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je Společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami. **Tento Dokument není prospektem, nabídkou ani doporučením k nákupu či prodeji cenných papírů, majetku či aktiv, ani znaleckým posudkem.**

## KONFLIKTY ZÁJMŮ

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

- CZEKG VENTURES, podfond STARTEEPO Invest, investičního fondu s proměnným základním kapitálem a.s., který patří do skupiny STARTEEPO, držel ke dni vypracování Analýzy (15.8.2021) celkem 1.074.911 ks akcií společnosti KARO INVEST a.s. (27,56 % všech akcií KARO INVEST a.s.).
- František Bostl jakožto zástupce CZEKG VENTURES, podfondu STARTEEPO Invest, byl zvolen 16.6.2021 valnou hromadou KARO INVEST a.s. jako člen dozorčí rady.
- STARTEEPO s.r.o. tuto Analýzu vytvořila pro potřeby plnění informačních povinností trhu START za úplatu, a to pro zadavatele KARO Leather a.s. na základě smluvního vztahu.

# SUMMARY

## ZÁKLADNÍ INFORMACE

Společnost	KARO INVEST a.s.
ISIN	CZ0009008819
Počet akcií	3.900.000 ks
Free float	908.870 ks 23,30 %
Aktuální cena (8.8.2022)	140 CZK
Velikost lotu	250 ks 35.000 CZK
Tržní kapitalizace	546.000 tis. CZK
Enterprise value*	786.072 tis. CZK

## POMĚROVÉ UKAZATELE F2022

Výnosy	254.549 tis. CZK
EBITDA	34.604 tis. CZK
EPS	1,62
EV / sales	3,09
EV / EBITDA	22,71
Price / EBITDA	15,79
PE	115,71
Net debt / EBITDA	9,21
Net debt / equity	0,84

KARO Leather a.s. je českou holdingovou společností zabývající se strojním zpracováním a obchodem s kůží. Společnost vstoupila na trh START v říjnu 2019. V roce 2021 dosáhla konsolidovaně tržeb 144,76 mio. CZK při EBITDA 17,734 mio. CZK a čisté ztrátě -4,654 mio. CZK.

KARO nyní významně investuje do svého rozvoje, kdy nejzásadnějším projektem je výstavba nového výrobního závodu v Brtnici na Jihlavsku.

### CO SE NÁM LÍBÍ

- Bylo dokončeno rozšíření výrobního závodu v Boršově o zadní trakt a novou výrobní linku.
- Optimalizací výrobních kapacit díky přestavbě areálu v Boršově vzrostla výrobní kapacita závodu až na 100 – 140 tis. m<sup>2</sup> kůže měsíčně.
- Získání nových pozic u odběratelů, kteří více sází na regionální diverzifikaci a vyšší flexibilitu dodávek. Díky tomu roste průměrný objem prodeju kůží ze 43,6 tis. m<sup>2</sup> na 70 tis. m<sup>2</sup>. Jedná se tak o meziroční růst o více než 60 %.
- Rozšiřuje se produktové portfolio směrem k výrobě s vyšší marží, byl spuštěn nový prodejní kanál – vlastní eshop.

### CO BY MOHLO BÝT LEPŠÍ

- Od vstupu KARO na burzu v roce 2019 se nepodařilo naplnit finanční plán Skupiny. Významný vliv na tuto skutečnost měla pandemie COVID-19 a také významné urychlení rozvojových investic na úkor krátkodobého růstu.
- Skupině roste podíl cizích zdrojů, což s sebou přináší rizika udržitelnosti daného financování. To firma vzhledem ke svým investičním záměrům řeší paralelním navýšením vlastního kapitálu a dotacemi, kdy období 2022 a 2023 bude klíčové pro finanční pozici Skupiny a její udržitelnost.

\* Ukazatel Enterprise value je definován jako součet tržní kapitalizace (8.8.2022) a čistého dluhu (31.12.2021).

# PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 1/6

## PROFIL SKUPINY

Skupina KARO („KARO“, „Společnost“ nebo „Skupina“), zastřešená holdingovou společností KARO Leather a.s., se zaměřuje na průmyslové zpracování a obchod s kůžemi. Odběrateli jsou většinou významní evropští výrobci nábytku jejichž závody jsou situovány v Polsku (cca. 80 % tržeb). V současnosti má KARO 35 zaměstnanců (z toho 21 ve výrobě).

Vstupním materiálem do výroby je tzv. Crust, jež je nakupován v zahraničí (Indie, Latinská Amerika). Tato surovina se v prvním kroku zpracovává ve výrobním závodě v Brtnici, následně se finální úpravy provádí ve výrobním závodě v Boršově. V Brtnici, která se nachází cca 30 km od Boršova, se nyní staví i druhý výrobní závod a jeho pilotní provoz plánuje KARO spustit v červenci 2023. Díky tomu bude KARO schopno zpracovávat surovější materiál (tzv. Wet blue/ Wet white) a produkovat tak vyšší přidanou hodnotu. V rámci ČR se strojnímu zpracování kůží nevěnuje žádný srovnatelný podnik. Konkurence pochází primárně z Itálie, jižního Rakouska a Německa. Hlavní konkurenční výhodou KARO je flexibilita, komplexní výrobní a zpracovatelský proces a relativní blízkost ke svým zákazníkům.

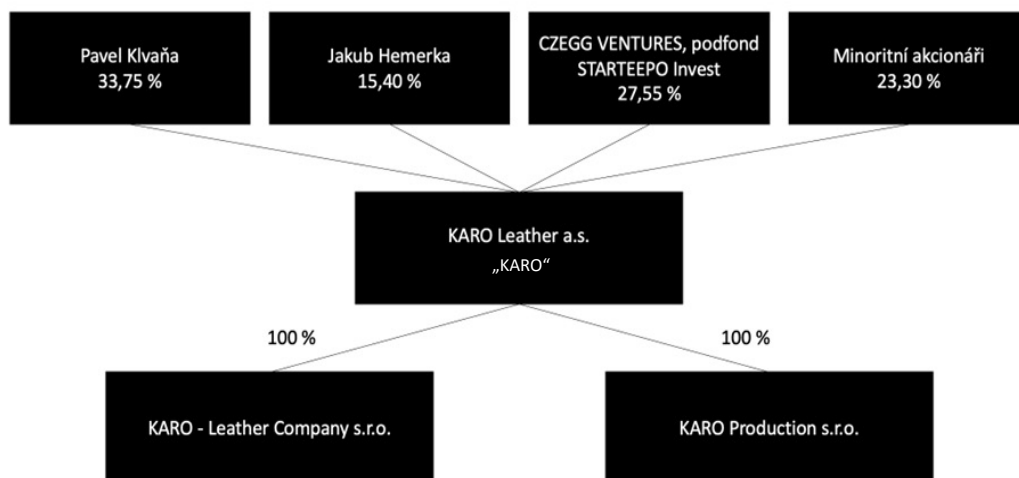
Dlouhodobým strategickým záměrem je rozšířit výrobní proces směrem k surovině, kdy je ambicí vykupovat surové kůže přímo od lokálních zdrojů. Zároveň KARO usiluje o rozšíření odbytiště o nové regiony (USA, Kanada, Jižní Korea) a o nové segmenty (obuvnictví, galanterie, automotive). KARO tak hodlá naplnit svůj potenciál stát se významným zpracovatelským holdingem v regionu CEE zpracovatelskou činností a dosáhnout výhledově EBITDA +750 mio. CZK.

Výrobní závod KARO v Boršově na Jihlavsku:



# PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 2/6

## SOUČASNÁ ORGANIZAČNÍ STRUKTURA



## AKCIONÁŘI

Nejvýznamnějším akcionářem KARO se 33,75% podílem je jeho generální ředitel Pavel Klvaňa. Druhým největším akcionářem s podílem 27,55 % je finanční investor CZEGG VENTURES, podfond STARTEEPO Invest. Třetím největším akcionářem s 15,40% podílem je finanční ředitel Skupiny Ing. Jakub Hemerka. Tito 3 akcionáři jsou zároveň se svými 76,7 % ovládajícími osobami, neboť jednájí ve shodě (v souladu s akcionářskou smlouvou). 23,30 % Akcií drží minoritní akcionáři, kteří akcie upsali/nakoupili na trhu START či v RM-Systému. Akciovým podílům odpovídá i podíl na hlasovacích právech.

## SPOLEČNOSTI VE SKUPINĚ

KARO Leather a.s. (dříve KARO Invest a.s.), je holdingovou společností Skupiny a jako taková nevykonává provozní činnost. Figuruje jako holdingová společnost držící vlastnické podíly v provozních společnostech KARO – Leather Company s.r.o. (výrobní a obchodní společnost) a KARO Production s.r.o. (obchodní společnost).

Dceřiná společnost KARO Production s.r.o. se zaměřuje na prodej hovězí kůže. Konkrétně KARO Production s.r.o. nakupuje hovězí kůže (crust) z Latinské Ameriky a nechává si je v režimu vnitroskupinových operací zpracovávat u KARO – Leather Company s.r.o., jež je vlastníkem výrobních aktiv Skupiny (výrobní prostory, stroje).

Druhá dceřiná společnost KARO – Leather Company s.r.o. dováží buvolí kůže (crust) z Indie a zaměřuje se na zpracování a prodej buvolí kůže.

# PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 3/6

## ČÍM SE KARO ZABÝVÁ A KAM SMĚŘUJE?



Hlavní činností Skupiny je průmyslové zpracování a obchod s kůžemi (zpracování a prodej kůží/usní tvoří 100 % tržeb Skupiny.). V roce 2020 Skupina v průměru zpracovávala a prodávala 47.884 m<sup>2</sup> kůží měsíčně; v roce 2021 43.662 m<sup>2</sup>. V roce 2022 je plán průměrných měsíčních prodejů přes 70.000 m<sup>2</sup> kůží. Skupina je tyto objemy schopna realizovat díky skokovému nárůstu poptávky u nových i stávajících zákazníků a díky rozšíření výrobních kapacit v letech 2019 – 2021.

Další růst bude následovat až na úroveň 90-100.000 m<sup>2</sup>. To by odpovídalo původním rozvojovým plánům s cílem EBITDA 100-150 mio. CZK. Nyní (2021-2023) však roste druhý závod Skupiny v Brtnici, který rozšíří možnosti až k EBITDA 200-250 mio. CZK. V případě dalšího rozšiřování závodu (2024-2025) by se potenciál roční EBITDA mohl pohybovat až na úrovni +750 mio. CZK.

## HISTORIE SKUPINY KARO

Od poloviny devadesátých let se Pavel Klvaňa, současný předseda představenstva KARO Leather a.s., věnoval obchodu s kůží pro nábytkářský průmysl. Na základě vývoje tržního segmentu, především zvyšující se koncentraci v oboru do ekonomicky spjatých skupin, byla původně obchodní skupina podniků transformována na komplexní výrobní a obchodní závod věnující se strojnímu zpracování kůží pro nábytkářský průmysl.

Od roku 2014 byly postupně pořizovány stroje a došlo k výstavbě výrobních prostor v Boršově u Jihlavy. Vlastní výroba začala v listopadu roku 2015 a stále dochází k rozvoji výrobního závodu. Od roku 2021 pak probíhá stavba druhého výrobního závodu v areálu, který dříve patřil kožedělnému družstvu Snaha v Brtnici na Jihlavsku. To bude mít pro KARO zásadní význam pro další rozvoj aktivit. Dojde k významnému rozšíření výrobních i obchodních aktivit s cílem dosáhnout provozního zisku EBITDA více než 750 mio. CZK (podmíněno výstavbou dalších výrobních prostor).

KARO tak navazuje na tradiční a kvalitní kožedělnou výrobu v regionu střední Evropy. V 90. letech z důvodu úpadku výrobců bot a nábytku došlo k zániku tohoto tradičního odvětví v České republice, KARO však nalézá se svými výrobky uplatnění na celoevropském trhu a úspěšně konkuruje zejména italským firmám, které v tomto oboru patří ke špičce.

# PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 4/6

## JAK PODNIKÁNÍ KARO FUNGUJE V PRAXI?

Skupina dováží 100 % klíčové vstupní suroviny, tzv. crust, z koželužen v Brazílii (hovězí crust) a Indii (buvolí crust). V Indii Skupina spolupracuje s jedním dominantním dodavatelem (65 % dodávek buvolího crustu v roce 2021) a dále 2–3 menšími dodavateli, u nichž má otestovanou kvalitu vstupu. V případě výpadku dominantního dodavatele jej může KARO pomocí menších dodavatelů nahradit. V případě hovězího crustu Skupina spolupracuje s třemi brazilskými dodavateli, z nich se každý podílí na dodávkách cca 1/3.

V posledních letech došlo k prudkému nárůstu ceny mezinárodní kontejnerové přepravy i ke zhoršení přepravních podmínek, což má za následek vyšší náklady a delší dodací lhůty u dovozu suroviny. Vícenáklady na přepravu však KARO dokáže přenášet na zákazníky a časová zpoždění u dodávek řeší předzásobením se. Dlouhodobě však cílí KARO na rozšíření výrobního procesu s možností více diverzifikovat suroviny i směrem k lokálním zdrojům.

KARO se stalo komplexním zpracovatelem kůže, jehož jedinými vstupy jsou crust (surovina vznikající v koželužnách), přípravky potřebné pro zpracování kůží, energie a voda. Výroba není energeticky náročná oproti jiným sektorům. Společnost není závislá na vysoké spotřebě plynu, avšak v případě sušícího procesu je plyn klíčový. V případě přerušení dodávek plynu je Skupina připravena nahradit zemní plyn pomocí LTO. Přechod by nebyl technologicky ani finančně příliš náročný a ani neohrozil finanční plány KARO.

## KARO A KONKURENCE

Díky komplexnosti moderního výrobního závodu je KARO jedinečné svou flexibilitou (hlavní konkurenční výhoda KARO), jelikož výroba u tradičních zpracovatelů kůže v severní Itálii je z historických důvodů rozčleněna do několika na sobě navazujících firem. Severně od Alp neexistuje přímá konkurence společnosti KARO, což je dle názoru vedení Skupiny druhou zásadní konkurenční výhodou KARO, protože výrobci nábytku jsou tradičně soustředěni na sever Evropy. KARO tak má blíže k zákazníkům a současně těží z levnějších vstupů (lidská práce, energie) ve srovnání se severní Itálií/ jižním Rakouskem.

## PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 5/6

### PROČ JE KARO PŘÍKLADEM CÍRKULÁRNÍ EKONOMIKY?

Kůže, jak ji dnes známe z aut, oděvů, bot či nábytku prochází intenzivním průmyslovým zpracováním, které definuje barvu, dezén, měkkost, povrchovou úpravu a omak kůže. Kůže se v naprosté většině vykupuje z jatek jako odpadní produkt potravinářského průmyslu a následně dochází k průmyslovému strojnímu zpracování. Buvoli či skot se však nechová na kůži, ale na maso. Samotná kůže má z hodnoty zvíře zanedbatelnou ekonomickou hodnotu (cca do 2 %). Kůže tak v mnoha případech končí jako odpad v kafilerích, a to především v našem regionu, kde tradice kožedělnictví a koželužnictví téměř zanikla. KARO tak pomáhá tyto tradice znovu obnovit a zpracovává živočišný odpad, který se mění moderní, automatizovanou a šetrnou cestou v produkty s vysokou přidanou hodnotou a s širokou škálou denního užití.

### JAK VYPADÁ KONEČNÝ PRODUKT KARO?

V současné době Skupina dodává svým zákazníkům okolo 40 druhů výrobků z hovězí a buvolí kůže, jež se odlišují barvou, dezénem, tloušťkou a dalšími charakteristikami. Současná barevná kolekce čítá přes 600 barevných odstínů. Skupina vyrábí primárně čalounické kůže, zákazníci Skupiny jsou tedy především výrobci nábytku. Poměr mezi prodejem hovězích a buvolích kůží je cca 30 % vs. 70 %. Většina produkce Skupiny dnes směřuje do Polska (cca 80 % v roce 2021), jež patří mezi hlavní evropské výrobce koženého nábytku. KARO však díky rozšiřování výroby hodlá uspokojovat zákazníky nejen v Evropě, ale také v severní Americe a v Jižní Korei. Zároveň směřuje k rozšíření cílových trhů, kdy k nábytkářství hodlá přidat obuvnictví a dále bude vyhodnocovat vstup do segmentů galanterie a automotive.

Vzorník provedení kůží v nabídce KARO:





# PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI 6/6

## VEDENÍ SPOLEČNOSTI



**Pavel Klvaňa / CEO a předseda představenstva** - Pavel Klvaňa je vyučený čalouník a věnuje se obchodu a zpracování čalounických kůží od roku 1995. Je hlavním hybatelem KARO a provedl ho vývojem od obchodní po výrobní společnost s unikátním výrobním programem. Je rovněž spolunositelem strategických plánů Skupiny. Má vytvořeny dlouhodobé vztahy s významnými odběrateli Skupiny.



**Jakub Hemerka / CFO a člen představenstva** – Jakub Hemerka je absolventem Vysokého učení technického v Brně, Fakulta podnikatelská. Po začátcích spolupráce na úrovni externích konzultací v roce 2016 vstoupil do vedení Skupiny. Jakub Hemerka má spolu s Pavlem Klvaňou na starosti strategický rozvoj KARO, řízení financí a investičních projektů.

Mezi další klíčové osoby patří **Jiří Zemánek / vedoucí pražské pobočky a předseda dozorčí rady**, **Libor Gulykáš / provozní ředitel** a **František Bostl, člen dozorčí rady**.

# PROJEKT KARO – BRTNICE 1/3

## NOVÝ VÝROBNÍ ZÁVOD

KARO aktuálně buduje nový výrobní závod v Brtnici na Jihlavsku v areálu dříve patřícímu výrobnímu kožedělnému družstvu SNAHA, které byla svého času významnou činírnou kožešin v bývalém Československu.

KARO zde buduje závod s primárním cílem rozvoje na úrovni vertikální integrace při tvorbě vlastního produktu. Díky mokrým procesům zpracování kůží, které budou v Brtnici prováděny, dojde k výraznému zvýšení přidané hodnoty a současně flexibility výroby KARO. To umožní dále rozvíjet současný výrobní program směrem k vysoko-maržové výrobě, tzn. k produktům z prémiové selekce.

Dále jsou částečně využívány kapacity v Brtnici pro skladování materiálu před výrobou a byly do rekonstruovaných budov v Brtnici přesunuty z Boršova přípravné práce s cílem optimalizace výrobních kapacit, workflow a logistické kapacity Boršova.

Výrobní závody v Boršově a v Brtnici by také měly těžit ze vzájemné polohy, která je pro KARO logisticky výhodná. Závody jsou od sebe vzdáleny necelých 30 km (30 min jízdy autem).



## PROBÍHAJÍCÍ VÝSTAVBA

Zahájení testovacího provozu nových výrobních kapacit byl původně plánován na červenec 2022. Vlivem COVID-19 a zhoršení podmínek ve stavebnictví po ruské invazi na Ukrajinu se testovací provoz posunul na jaro 2023. Ostrý provoz však bude zahájen podle plánu - v červenci 2023. Aktuálně se dokončují stavební úpravy a do konce roku jsou v plánu první instalace technologií.

# PROJEKT KARO – BRTNICE 2/3

## PŘÍNOSY PROJEKTU

Nový výrobní závod v Brtnici prohloubí výrobní proces KARO na vertikální úrovni, předně dojde k přímému dopadu na nákup a zpracování základní výrobní suroviny. To se přímo projeví jak na škále finálních produktů, tak na provozní EBITDA, kde se očekává dynamický nárůst.

## SUROVINA

KARO v současné době zpracovává ve výrobním závodě v Boršově tzv. Crust. Ten představuje standardizovaný polotovar resp. kůži zpracovanou do určité standardizované podoby.

Crust je vyráběn ze stabilizované generické suroviny tzv. Wet blue (nebo Wet white). Tato surovina je na m<sup>2</sup> o cca 30 % levnější než samotný Crust. To přibližně odpovídá nákladům na jeho zpracování. V čem tedy spočívá ekonomická výhoda vlastního zpracování Wet blue?

Wet blue se při svém zpracování štípe. A štípáním Wet blue vznikají dokonce 3 vrstvy Crustu (líc, štípenka a vnitřní štípenka). Z 1 m<sup>2</sup> Wet blue tak vzniká více než 2,5 m<sup>2</sup> Crustu (2,5x kvůli neplnohodnotné výměře vnitřní štípenky).

Jednoduchou matematikou se tak sníží náklady na 1 m<sup>2</sup> Crustu, který dnes KARO zpracovává, o neuvěřitelných 60 %. Pro KARO se tak jedná o obrovský nárůst přidané hodnoty. Crust dnes totiž představuje zhruba 70 % výrobních nákladů KARO.

## DOPAD PROJEKTU BRTNICE NA EBITDA

S výrazným růstem EBITDA počítá KARO postupně až do roku 2027. V roce 2023 by mělo být zásadní pro růst otevření provozu tzv. barvírny. Potenciál KARO tak skokově naroste až k EBITDA 250 mio. CZK. Skupina má však ambice v Brtnici postavit třetí výrobu tzv. činírnu včetně nové čistíčky odpadních vod.

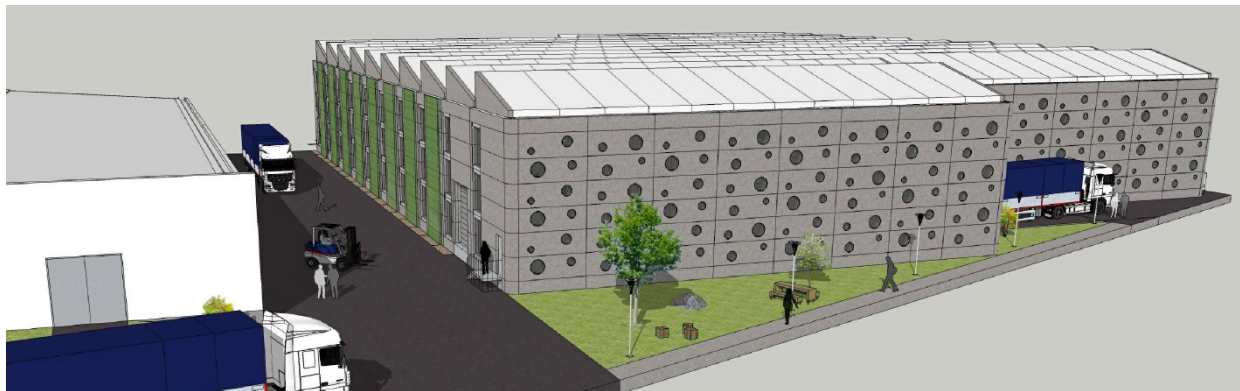
To katapultuje provozní a obchodní potenciál Skupiny KARO na více než 750 mio. CZK. KARO má ambice tento potenciál naplnit kolem roku 2027.

Plán EBITDA v mio. CZK:

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
17 734	34 604	49 018	106 975	303 210	453 553	734 735

# PROJEKT KARO – BRTNICE 3/3

## VIZUALIZACE PROJEKTU



## LÉTO 2021



## LÉTO 2022



# ZÁSADNÍ UDÁLOSTI ROKU 2021

## PANDEMIE COVID-19

V roce 2021 došlo k opětovnému omezení maloobchodu v západní Evropě, což vedlo k omezení poptávky po výrobcích KARO. V roce 2021 tak Skupina dosáhla konsolidovaně tržeb 144,76 mio. CZK při EBITDA 17,734 mio. CZK a čisté ztrátě - 4,654 mio. CZK. Období pandemie tak bylo znovu využito k dalšímu dynamickému rozvoji a investicím, což vede k dalšímu navýšení produkčního a obchodního potenciálu KARO.

## ROZŠÍŘENÍ AREÁLU V BORŠOVĚ

V roce 2021 proběhlo dokončení zadního traktu výrobního areálu v Boršově. Díky instalaci druhé výrobní linky dochází ke zdvojnásobení výrobních kapacit boršovského areálu. Objem prodaných kůže tak aktuálně meziročně roste o +60 %.

## PRVNÍ ČÁST PROVOZU V BRTNICI SPUŠTĚNA

V Brtnici bylo naplno spuštěno středisko broušení, selekce a štukování (tzv. prašné procesy). Výroba zde nově probíhá v nově zrekonstruovaných prostorách stávajících budov – bývalá kotelna a přízemní patro jedné z výrobních hal.

## ZÁHAJENÍ VÝSTAVBY BARVÍRNY V BRTNICI

Na jaře 2021 byla zahájena stavba nové výrobní haly v Brtnici. Původně bylo očekáváno dokončení stavby již v létě 2022, avšak vlivem delšího vyjednávání s bankami a horší situací ve stavebnictví (nedostupnost a rapidní zdražení stavebního materiálu) bylo dokončení posunuto na jaro 2023, kdy bude zahájen i pilotní provoz. Ostré spuštění výroby zůstává dle původních plánů v červenci 2023.

## NOVÝ PRODEJNÍ KANÁL – E-SHOP

Na podzim 2021 byl úspěšně spuštěn nový web včetně e-shopu cílicího na čalouníky a menší výrobce nábytku

## VSTUP STRATEGICKÉHO PARTNERA – CZEKG VENTURES

V létě 2021 bylo dokončeno významné navýšení akciového podílu investičního fondu CZEKG VENTURES a s tím související rozšíření dozorčí rady o jeho zástupce - Františka Bostla, CEO skupiny STARTEEPO. CZEKG VENTURES nyní drží v KARO akciový podíl 27,56 %. CZEKG VENTURES se tak stal další ovládající osobou, kdy s Pavlem Klvaňou a Jakubem Hemerkou ovládají celkem 76,7 % a jednají ve shodě.

# OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI ROKU 2022 1/2

## OČEKÁVÁME REKORDNÍ ROK PRO KARO Z HLEDISKA PRODEJŮ

KARO již za první pololetí roku vykázalo rekordní nárůst prodeje kůží. Za první polovinu roku totiž dokázala Skupina prodat téměř 400 tis. m<sup>2</sup> kůží. Letos se očekává průměrný prodej 70 tis. m<sup>2</sup> kůží měsíčně vs. 43,6 tis. m<sup>2</sup> kůží v průměru měsíčně v roce 2021. To představuje meziroční nárůst o více než 60 %.

Vyjádřeno v korunách by měla Skupina dosáhnout v roce 2022 celkových konsolidovaných tržeb 254,6 mio. CZK (YoY +76 %), EBITDA 34,6 mio. CZK (YoY +95 %) a čistého zisku 6,3 mi. CZK (vs ztráta -4,6 mi. CZK v roce 2021).

## DOKONČENÍ STAVBY V BRTNICI

Do konce roku je očekáváno dokončení stavebních prací na nové hale v Brtnici a zahájení instalace technologií. Samotný pilotní provoz by měl začít na jaře 2023 a ostrý provoz v červenci 2023.

## NOVÝ SUROVINOVÝ ZDROJ – ÚSPĚŠNÝ PILOT

Na jaře 2022 proběhl úspěšný pilot činění kůží z nových zdrojů ze severní Ameriky. KARO tímto sleduje vyšší diverzifikaci dodavatele surovin o nové regiony.

## ZISK DOTAČNÍCH TITULŮ

V letech 2021/ 2022 získala Skupina dotační tituly na nákup technologií ve výši 146,8 mio. CZK. Prostředky budou postupně čerpány v roce 2023.

## DIGITALIZACE VÝROBNÍHO ZÁVODU BORŠOV

Z výše uvedených dotačních prostředků je určeno zhruba 40 mio. CZK na projekt digitalizace výroby a procesů v Boršově. Postupně tak dojde k dalšímu upgradu a rozšíření boršovského areálu s cílem zvýšit efektivitu a tím i maržovost výrobních a kontrolních procesů.

## SNÍŽENÍ MINIMÁLNÍ INVESTICE (LOTU) NA TRHU START

V červenci 2022 byl snížen tzv. lot (obchodní jednotka na trhu START pražské burzy. Snížen byl z 500 na 250 ks akcií. KARO tím sleduje podpoření likvidity na burze a zpřístupnění akcií širší investiční veřejnosti.

# OČEKÁVANÉ UDÁLOSTI ROKU 2022 2/2

## NABÍDKA NOVÝCH AKCIÍ NA TRHU START – ZÁŘÍ 2022

Holdingová společnost KARO Leather a.s. nabídne investorům nové akcie (SPO). Konkrétně se jedná o emisi 1.100 tis. ks nových akcií, které budou nabízeny za cenu 120 až 140 CZK.

Nabídka bude uskutečněna ve 2 fázích. První fáze bude určena pro stávající akcionáře, kteří dostanou možnost nakoupit akcie za spodní cenu 120 CZK.

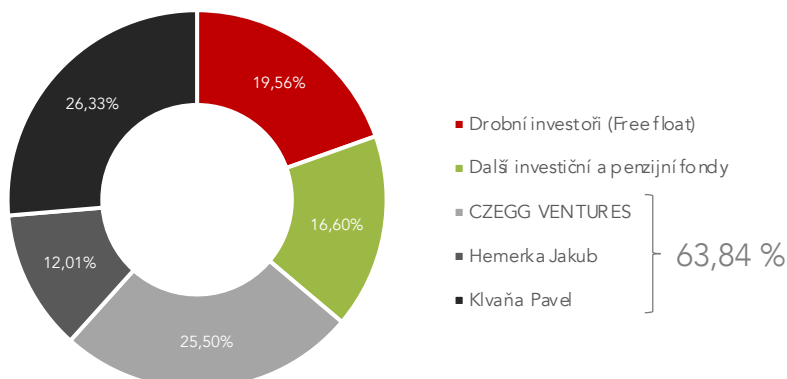
Ve druhé fázi bude cenové rozpětí nabídky 120 až 140 CZK. Nabídka se uskuteční formou veřejné aukce na trhu START od 12.9. do 26.9.

V rámci druhé fáze nabídky hodlá nakoupit fond CZEKG VENTURES dalších 200 tisíc ks akcií a celkový počet akcií v jeho držení tak naroste ze současných 1.074.911 ks na 1.274.911 ks. Procentuální podíl fondu však mírně poklesne z 27,56 % na 25,50 %.

KARO zároveň jedná s Národní rozvojovou investiční a.s.- NRI (člen Národní rozvojové banky – NRB) o akciovém vstupu. NRI by v případě dohody nakoupila až 30 % akcií určených pro druhou (veřejnou) fázi nabídky.

KARO také eviduje předběžný avšak nezávazný zájem stávajících investorů na zbytek nabízených akcií. KARO tak očekává na ceně 120 CZK umístění 100 % emise nových akcií a jejich celkový počet by tak měl narůst na rovných 5 mio. ks.

Předpokládaná struktura akcionářů po SPO v případě navýšení podílu fondu CZEKG VENTURES:



# HOSPODAŘENÍ 2021–2022 A JEHO VÝHLED

## VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY - ZJEDNODUŠENÝ

v tis. CZK	2021	E2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Tržby	144 760	254 549	338 334	420 274	746 656	1 117 142	1 652 392
y/y růst tržeb celkem	-6,22%	75,84%	32,92%	24,22%	77,66%	49,62%	47,91%
EBITDA	17 734	34 604	49 018	106 975	303 210	453 553	734 735
y/y růst EBITDA	289,59%	95,13%	41,66%	118,23%	183,44%	49,58%	62,00%
EBITDA marže	12,25%	13,59%	14,49%	25,45%	40,61%	40,60%	44,46%
E. Úprava hodnot v provozní oblasti	17 435	15 777	47 957	87 386	105 881	116 661	125 466
Provozní výsledek hospodaření	299	18 827	1 062	19 589	197 328	336 892	609 270
Finanční výsledek hospodaření	-4 809	-11 037	-10 853	-16 446	-17 596	-17 506	-5 894
Výsledek hospodaření před zdaněním	-4 510	7 790	-9 792	3 143	179 732	319 386	603 376
L. Daň z příjmů	144	1 480	-	597	34 149	60 683	114 641
Výsledek hospodaření po zdanění	-4 654	6 310	-9 792	2 546	145 583	258 702	488 734
y/y růst zisku po zdanění	-67,63%	-235,58%	-255,18%	-126,00%	5619,01%	77,70%	88,92%
Marže čistého zisku	-3,21%	2,48%	-2,89%	0,61%	19,50%	23,16%	29,58%

## ROZVAHA - ZJEDNODUŠENÁ

v tis. CZK	2021	E2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
<b>AKTIVA CELKEM</b>	708 334	774 985	828 058	1 001 250	1 129 677	1 312 846	1 507 657
B. Stálá aktiva	326 670	463 757	527 891	675 814	569 933	551 272	425 806
C. Oběžná aktiva	381 514	311 010	299 956	325 306	559 657	761 530	1 081 847
C.I. Zásoby	152 945	169 604	202 887	226 821	362 671	488 363	650 115
C.II. Pohledávky	204 608	103 723	77 312	87 507	139 837	223 280	314 549
Pohledávky krátkodobé - z obchodních vztahů	37 885	59 956	71 722	80 182	128 206	172 639	229 819
Pohledávky krátkodobé - ostatní	166 723	43 767	5 590	7 325	11 630	50 641	84 730
C.IV. Peněžní prostředky	23 961	37 683	19 758	10 978	57 149	49 887	117 182
D. Časové rozlišení aktiv	150	218	211	131	87	44	4
<b>PASIVA CELKEM</b>	708 334	774 985	828 058	1 001 250	1 129 677	1 312 846	1 507 657
A. Vlastní kapitál	218 378	380 687	543 917	564 577	721 728	881 963	1 107 414
B.+C. Cizí zdroje	489 027	393 921	284 117	436 664	407 649	430 864	400 238
C. Závazky	486 178	393 921	284 117	436 664	407 649	430 864	400 238
C.I. Dlouhodobé závazky	87 718	245 811	134 526	284 526	214 526	183 097	73 526
Úročené dlouhodobé závazky	119 277	245 811	134 526	284 526	214 526	183 097	73 526
C.II. Krátkodobé závazky	398 460	148 109	149 591	152 138	193 123	247 767	326 712
Úročené krátkodobé závazky	144 756	110 565	99 689	90 151	82 997	82 997	82 997
Závazky z obchodních vztahů	21 351	37 544	49 902	61 987	110 126	164 770	243 715
D. Časové rozlišení pasiv	929	378	24	9	300	20	5

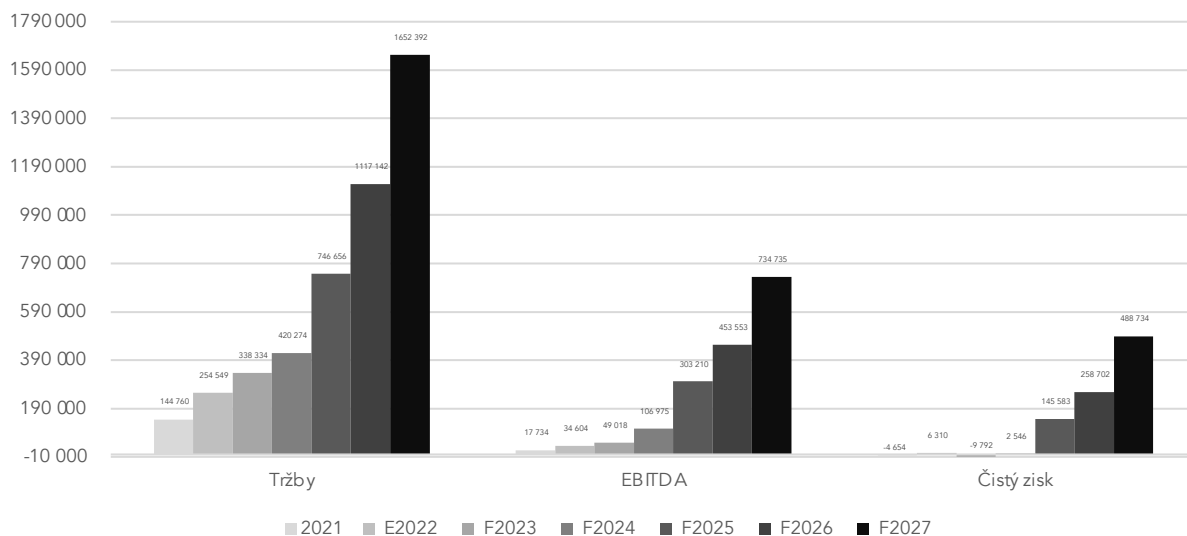
## CF VÝKAZ - ZJEDNODUŠENÝ

v tis. CZK	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	31 809	10 587	16 328	86 069	133 325	277 388	480 107
Čisté peněžní toky z investiční činnosti	-120 586	-152 864	-112 092	-235 310	-10 000	-98 000	-10 000
Čisté peněžní toky z finanční činnosti	96 653	156 000	77 838	140 462	-77 154	-186 650	-402 812
Změna stavu peněžních prostředků (YoY)	7 876	13 722	-17 926	-8 780	46 171	-7 262	67 296
Peněžní prostředky a ekv. na konci peněžního období	23 961	37 683	19 758	10 978	57 149	49 887	117 182



# VÝHLED VYBRANÝCH FINANČNÍCH UKAZATELŮ 1/3

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ TRŽEB, EBITDA A ČISTÉHO ZISKU (TIS. CZK)



## PROJEKCE HOSPODAŘENÍ 2021 – 2027 (TIS. CZK)

	2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Tržby	144 760	254 549	338 334	420 274	746 656	1 117 142	1 652 392
YoY %	-6,22%	75,84%	32,92%	24,22%	77,66%	49,62%	47,91%
EBITDA	17 734	34 604	49 018	106 975	303 210	453 553	734 735
YoY %	289,59%	95,13%	41,66%	118,23%	183,44%	49,58%	62,00%
EBITDA marže	12,25%	13,59%	14,49%	25,45%	40,61%	40,60%	44,46%
Odpisy	17 435	15 777	47 957	87 386	105 881	116 661	125 466
Provozní výsledek	299	18 827	1 062	19 589	197 328	336 892	609 270
Finanční výsledek	-4 809	-11 037	-10 853	-16 446	-17 596	-17 506	-5 894
Čistý zisk	-4 654	6 310	9 792	2 546	145 583	258 702	488 734
Marže čistého zisku	-3,21%	2,48%	-2,89%	0,61%	19,50%	23,16%	29,58%

KARO předpokládá v souvislosti s rozšiřováním produkčních a obchodních aktivit významný nárůst celkových tržeb, a to z 144 mio. CZK v roce 2021 až na 1,6 mld. CZK v roce 2027. Jedná se tak o průměrný meziroční nárůst tržeb +51 %. Skupina předpokládá významný růst provozního zisku EBITDA z 17,8 mio. CZK v roce 2021 až na 735 mio. CZK v roce 2027, a to při průměrném meziročním růstu ukazatele téměř 92 %. EBITDA marže by se pak měla dostat v roce 2027 na 44,46 % ze současných 10,21 % v roce 2021.

## VÝHLED VYBRANÝCH FINANČNÍCH UKAZATELŮ 2/3

Čistý zisk je v současnosti vlivem vysokých odpisů záporný. Tento trend by však díky významnému růstu provozního hospodaření měl přejít do pozitivních hodnot. Již v roce 2022 očekává KARO čistý zisk ve výši 6,3 mio. CZK a v roce 2027 dokonce čistý zisk téměř 489 mio. CZK. Marže čistého zisku by měla v roce 2027 dosáhnout úrovně 29,58 % ze současných 2,48 % v roce 2022.

### VYBRANÉ UKAZATELE ROZVAHY (TIS. CZK)

	2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
AKTIVA	708 334	774 985	828 058	1 001 250	1 129 677	1 312 846	1 507 657
Stálá aktiva	326 670	463 757	527 891	675 814	569 933	551 272	425 806
Oběžná aktiva	381 514	311 010	299 956	325 306	559 657	761 530	1 081 847
Zásoby	152 945	169 604	202 887	226 821	362 671	488 363	650 115
Pohledávky	204 608	103 723	77 312	87 507	139 837	223 280	314 549
Peněžní prostředky	23 961	37 683	19 758	10 978	57 149	49 887	117 182

Nejvýznamnější položkou aktiv jsou stálá aktiva, která významně vzrostou v roce 2022 až na 463 mio. CZK v důsledku investic. Podíl stálých aktiv na celkových aktivech bude činit až 60 %. Trend oběžných aktiv je predikován jako rostoucí vlivem očekávaného růstu tržeb. Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv budou v prognóze i nadále zásoby a to především v podobě hotových výrobků, nedokončené výroby a zásob materiálu.

	2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
PASIVA	708 334	774 985	828 058	1 001 250	1 129 677	1 312 846	1 507 657
Vlastní kapitál	218 378	380 687	543 917	564 577	721 728	881 963	1 107 414
Cizí zdroje	489 027	393 921	284 117	436 664	407 649	430 864	400 238
Závazky	486 178	393 921	284 117	436 664	407 649	430 864	400 238
Dlouhodobé závazky	87 718	245 811	134 526	284 526	214 526	183 097	73 526
Krátkodobé závazky	398 460	148 109	149 591	152 138	193 123	247 767	326 712

Trend vlastního kapitálu je predikován jako rostoucí. Pro rok 2022 je očekáván podíl VK na celkových aktivech ve výši 49 %, v roce 2027 predikce počítají s úrovní podílu VK až 73 % především díky samofinancování. Dlouhodobé závazky představují investiční bankovní úvěry, u kterých je predikován pokles v roce 2027, čímž se významně sníží zadluženost. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech tak má v roce 2027 dosáhnout vysokých 73 %.

# VÝHLED VYBRANÝCH FINANČNÍCH UKAZATELŮ 3/3

## VYBRANÉ UKAZATELE PENĚŽNÍCH TOKŮ (TIS. CZK)

	2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	31 809	10 587	16 328	86 069	133 325	277 388	480 107
Peněžní toky z investiční činnosti	-36 158	-120 586	-152 864	-112 092	-235 310	-10 000	-98 000
Peněžní toky z finanční činnosti	51 104	96 653	156 000	77 838	140 462	-77 154	-186 650
Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	563	7 876	13 722	-17 926	-8 780	46 171	-7 262
Peněžní prostředky	16 085	23 961	37 683	19 758	10 978	57 149	49 887

Čistý peněžní tok z provozní činnosti je predikován jako rostoucí. Významný nárůst v provozním cash flow je očekáván až od roku 2024 a to v důsledku generování cash flow z investic. Cash flow z provozu se tak v roce 2024 přiblíží hranici 100 mio. CZK (86 mio. CZK). V roce 2027 je očekáván provozní CF až ve výši 480 mio. CZK. Peněžní toky z investiční činnosti jsou ovlivněny významnou investiční činností související se zprovozněním nového závodu. Peněžní toky z finanční činnosti jsou ovlivněny dotacemi v rámci rozsáhlých investic a splátkami bankovních úvěrů. Od roku 2026 se očekává výplata dividend.

## POMĚROVÉ UKAZATELE (MULTIPLES) PŘI SPODNÍ CENĚ VEŘEJNÉ NABÍDKY AKCIÍ 120 CZK (ZÁŘÍ 2022)

	2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Price-to-Earnings	-128,92	95,09	-61,28	235,70	4,12	2,32	1,23
FCF yield	-14,80%	-23,71%	-15,96%	-24,87%	20,55%	29,90%	78,35%
Price-to-Sales	4,14	2,36	1,77	1,43	0,80	0,54	0,36
Price-to-Book	2,74	1,57	1,10	1,06	0,83	0,68	0,54
Price-to-EBITDA	33,83	17,34	12,24	5,61	1,98	1,32	0,82
EV/EBITDA	47,37	26,55	16,62	9,01	2,77	1,80	0,87
EV/Sales	5,80	3,61	2,41	2,29	1,13	0,73	0,39
Net debt / Equity	1,34	0,84	0,39	0,64	0,33	0,25	0,04
Net debt / EBITDA	16,47	9,21	4,38	3,40	0,79	0,48	0,05
DIV	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25,87%	48,87%

# DCF VALUACE

Unlevered Free Cash Flows						
Period (t)	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBITDA	34 604	49 018	106 975	303 210	453 553	734 735
Unlevered free cash flows (UFCF)	(142 277)	(95 764)	(149 241)	123 325	179 388	470 107
Sum of UFCF present values						
Period (t)		2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>WACC calculation</b>						
Equity		380 687	543 917	564 577	721 728	881 963
Total debt		356 377	234 215	374 677	297 523	266 094
Cost of Equity	20,00%	10,33%	13,98%	12,02%	14,16%	15,36%
Cost of Debt	7,00%	3,38%	2,11%	2,79%	2,04%	1,62%
SME markup		10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
WACC		23,71%	26,09%	24,81%	26,21%	26,99%
PV of UFCFs		(77 407)	(93 875)	63 425	70 711	142 365
Stage 1: Sum of present values		105 218				
<b>Terminal value - growth in perpetuity approach</b>			<b>Terminal value - EBITDA multiple approach</b>			
Long term growth rate	2,00%					6,0x
2025 FCF x (1+g)	479 509					4 408 412
Terminal value in 2026	1 919 044					881,68
Stage 2: PV of TV	581 153					1 335 020
Enterprise value (stage 1 + 2)	686 371					1 440 238
Net debt	31.12.2022					5 000
	318 693					
<b>Equity value</b>			<b>Resulting Valuation &amp; NTM Multiples</b>			
	Perpetuity	EBITDA	Enterprise value	1 063 304	EV/EBITDA	21,69
Equity value	367 678	1 121 545	Equity value	744 611	P/Sales	2,93
Equity value per share	73,54	224,31	Per share	149	P/Earnings	118,01

Metodou DCF nám vychází indikativní vnitřní hodnota akcie **149 CZK**.

# KONTAKT

## ANALYTIK

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

Radim Kadlec / analytik  
+420 725 505 772  
[kadlec@starteepo.com](mailto:kadlec@starteepo.com)

## EMITENT

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

Jakub Hemerka / CFO  
+420 733 690 137  
[jakub.hemerka@karo-leather.com](mailto:jakub.hemerka@karo-leather.com)