

ÚVODNÍ ANALYTICKÁ ZPRÁVA 2019



KARO INVEST a.s.

8. 10. 2019

PROFIL SPOLEČNOSTI

KARO INVEST a.s. je holdingovou společností držící 100% majetkové podíly ve dvou českých společnostech KARO Leather Company s.r.o. („**KLC**“) a KARO Production s.r.o. („**KP**“), jež podnikají v oblasti průmyslového zpracování a obchodu hovězích a buvolích kůží (dále jen „**Skupina**“ nebo „**KARO**“ nebo „**Společnost**“).

Podnikání Skupiny se datuje zpět do poloviny 90. let, kdy se současný akcionář a předseda představenstva, pan Pavel Klvaňa, začal věnovat **obchodu s kůží pro nábytkářský průmysl**. Na základě vývoje tržního segmentu byla původně čistě obchodní skupina podniků **transformována na komplexní výrobní a obchodní skupinu KARO** věnující se strojnímu zpracování kůží. Od roku 2015 byly pořizovány stroje a došlo k výstavbě výrobních prostor v Boršově u Jihlavy. Vlastní výroba začala v listopadu roku 2015 a v současnosti stále dochází k intenzivní investiční aktivitě, jejímž cílem je další rozvoj podnikání Skupiny.

PŘEHLED PODNIKÁNÍ

POPIS PODNIKÁNÍ SPOLEČNOSTI

KARO se zaměřuje na průmyslové zpracování a obchod s kůžemi. Zpracované kůže (hotový produkt) dodává primárně do nábytkářského průmyslu, kde slouží k výrobě koženého nábytku. Výhradním prodejním kanálem Skupiny je B2B, jež tvoří 100 % tržeb.

Vstupním produktem do výroby je tzv. crust (surovina vznikající v koželužnách), jež je Společností nakupována v zahraničí (Indie, Latinská Amerika). Tato surovina je, po platbě záloh či celé částky předem, po moři dovezena do Evropy a poté dopravena do výrobního závodu Společnosti v Boršově. Zde dochází ke strojnímu zpracování crustu a hotový výrobek je poté dodáván odběratelům z řad výrobců nábytku. Výrobní cyklus Společnosti je tak poměrně dlouhý a náročný na pracovní kapitál (financování vstupů předem, doba zpracování cca 20 dní, inkaso faktur zpětně).

Výrobní proces jako takový je však relativně jednoduchý – jedinými vstupy jsou crust (ca. 75 % výrobních nákladů) a dále energie a chemie (výroba náročná na vodu; 25 %). V současnosti má Společnost 48 zaměstnanců (z toho 26 přímo ve výrobě a 5 na skladu).

HLAVNÍ ZÁKAZNÍCI

Většina odběratelů Společnosti je situována v Polsku (ca. 80 % tržeb), jež je jedním z hlavních výrobců koženého nábytku v Evropě.

Mezi hlavní zákazníky patří významní evropští výrobci nábytku. Příkladem jsou to společnosti Nowy Styl, Steinpol, GALA, Cotta Collection a další. Společnost je tedy z velké části závislá na vývoji celoevropského nábytkářského odvětví.

Tři největší odběratelé tvořili k 30. 6. 2019 38 % tržeb Společnosti.

PARAMETRY EMISE

Velikost emise: 53,12 – 66,40 mio. CZK

Akcie: zaknihované kmenové akcie na jméno

ISIN: CZ0009008819

Počet nabízených akcií: až 1 328 000 ks (free float 39,88 %)

Veřejná nabídka: 8.10. – 10.12.2019

START aukce 1: 8.10. – 22.10.2019

START aukce 2: 26.11. – 10.12.2019

Velikost lotu: 2.000 ks

Upisovací rozpětí: 40 - 50 CZK

Veřejná nabídka se uskuteční ve speciálním systému „**START veřejná nabídka**.“ Více informací naleznete na www.pxstart.cz

KONKURENCE

V rámci České republiky se strojnímu zpracování kůží nevěnuje žádná společnost velikostí srovnatelná s KARO. Konkurenční společnosti pocházejí primárně z Itálie, jižního Rakouska a Německa. Mezi konkurenty patří např. Conceria Cadore (IT), Mastrotto Group (IT), DANI (IT), BOXMARK Leather (AT) či Bader leather factory Ichenhausen (SRN).

Hlavní konkurenční výhodou KARO je flexibilita, komplexní výrobní a zpracovatelský proces a relativní blízkost ke svým zákazníkům. Dále je KARO schopné překonávat konkurenci cenou, jelikož významné vstupy do výroby (energie, lidská práce) jsou v ČR levnější než v severní Itálii, jižním Rakousku či Německu.

Náročnost na prvotní investice a potřeba udržovat vysoký pracovní kapitál rovněž tvoří značné bariéry pro vstup nových hráčů.

CÍLE A STRATEGIE SPOLEČNOSTI

Záměrem IPO je získat prostředky na spolufinancování investic Společnosti do rozšíření výroby. Společnost rovněž plánuje na přelomu let 2019/2020 vydat dluhopisovou emisi ve výši 80 mil. CZK. Ze získaných kapitálových zdrojů KARO plánuje rozšiřovat zpracovatelskou činnost a dosahovat měsíčních objemů v rozmezí 80 – 100 tis. m² zpracované kůže (v současnosti cca 42 000 tis. m²) – těchto objemů Společnost historicky dosahovala jako čistě obchodní společnost.

Cílem je rovněž postupně vybudovat koželužský provoz využívající českou surovinu. České hovězí kůže se aktuálně většinou vyvážejí z velkých jatek nezpracované do zahraničních koželužen a na malých jatkách dochází dokonce k likvidaci suroviny, jelikož v ČR v 90. letech většinou zanikl zpracovatelský průmysl v oblasti průmyslového zpracování kůží jakožto odpadního produktu potravinářského průmyslu.

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT – PRO FORMA KONSOLIDACE 2016-2018

Zjednodušený (v tis. CZK)	2016	2017	2018
Výnosy	155 769	117 417	140 566
Výkonová spotřeba	148 754	104 090	123 203
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	3 346
Spotřeba materiálu a energie	143 437	96 193	112 126
Služby	5 317	7 897	7 731
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 715	-18 400	-16 122
Aktivace	0	0	0
Osobní náklady	9 843	11 430	14 481
Odpisy	2 033	5 740	6 691
Ostatní provozní výnosy	126 305	42 251	8 347
Ostatní provozní náklady	122 566	48 213	8 890
EBITDA	7 808	14 806	16 417
Provozní výsledek hospodaření	9 593	8 594	11 770
Výnosové úroky	0	17	190
Nákladové úroky	3 298	3 472	7 907
Ostatní finanční výnosy	1 119	3 768	1 909
Ostatní finanční náklady	1 557	3 167	2 445
Finanční výsledek hospodaření	-3 736	-2 855	-5 253
Výsledek hospodaření před zdaněním	5 857	5 739	3 517
Daň z příjmu	0	1 857	2 341
Výsledek hospodaření za úč. období	5 857	3 882	1 176

KOMENTÁŘ

- Výkazy jsou **konsolidovány** za obě provozní společnosti (KLC + KP).
- Tržby** – pokles tržeb v roce 2017 způsoben transformací Společnosti z obchodní na výrobní (plně zahájení výrobní činnosti až od poloviny 2017); růst tržeb v roce 2018 způsoben **nárůstem zpracovaných objemů** (281 tis. m² vs. 419 tis. m² v roce 2018).
- Tento růst byl však z části negativně ovlivněn **poklesem cen kůží na globálních trzích** (zpomalení automotive sektoru ke konci 2017). Ceteris paribus totiž při **poklesu cen vstupů klesá i cena výstupu a obrát**, jelikož KARO není z důvodu konkurenčního boje schopno zachovat původní vyšší ceny.
- KARO však těží z **"přidané hodnoty"**, jež kůžím dává zpracováním. Tato přidaná hodnota v celém sledovaném období rostla, což se projevilo v **rostoucí provozní ziskovosti** Společnosti (pokles EBIT v roce 2017 z důvodu zahájení podnikání KP na podzim 2017).
- Ostatní provozní výnosy/náklady** – vysoké částky v letech 2016, 2017 z důvodu faktoringu; v současnosti využíván v menší míře. V roce 2018 došlo k prodeji nepotřebného hmotného majetku.
- KARO tak i přes pokles cen kůží a obrátu **výkon neztrácí a EBITDA Společnosti naopak po celé sledované období rostla** až na 16,4 mil. CZK (11,7 % EBITDA marže).

ROZVAHA – PRO FORMA KONSOLIDACE 2016-2018

Zjednodušená (v tis. CZK)	2016	2017	2018
AKTIVA	160 688	209 855	355 923
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	68 697	69 449	193 060
Pozemky	956	661	661
Stavby	1 513	24 382	23 695
Hmotné movité věci a jejich soubory	34 718	42 843	68 979
Ostatní	31 510	1 563	99 726
Oběžná aktiva	91 991	139 910	160 828
Zásoby	61 582	87 215	123 036
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	28 171	50 198	35 132
Pohledávky z obchodních vztahů	25 209	37 932	24 966
Ostatní pohledávky	2 962	12 266	10 166
Peněžní prostředky	2 238	2 497	2 660
Časové rozlišení	0	496	2 035
PASIVA	160 688	209 855	355 923
Vlastní kapitál	52 524	51 953	113 931
Základní kapitál	34 000	12 200	12 200
Ážio a kapitálové fondy	21 163	43 163	100 979
Výsledek hospodaření min. let	-8 496	-8 719	-424
Výsledek hospodaření běž. období	5 857	5 309	1 176
Cizí zdroje	107 724	157 724	241 658
Rezervy	0	1 646	3 149
Dlouhodobé závazky	41 577	38 762	95 595
Bankovní úvěry	40 453	26 140	51 892
Ostatní závazky	1 124	12 622	43 703
Krátkodobé závazky	66 147	117 316	142 913
Bankovní úvěry	30 000	74 889	83 932
Závazky z obchodních vztahů	29 313	13 829	17 372
Ostatní závazky	6 834	28 598	41 608
Časové rozlišení	440	178	334

KOMENTÁŘ

AKTIVA

- Nárůst **hmotného majetku** dán investiční činností KARO v sledovaném období – stavba výrobně-administrativního závodu v Boršově u Jihlavy a současné investice do rozšíření závodu a zvýšení výrobní kapacity závodu
- Položka **Ostatní** jsou primárně poskytnuté zálohy na DHM ve výši 38 mil. CZK a pro forma oceňovací rozdíl k nabytému majetku (výrobní závod v Boršově byl postaven vlastními silami a je tak v účetnictví zachycen v nákladových cenách; dle názoru managementu Společnosti je hodnota majetku vyšší – pro-forma o 61 mil. CZK).
- Nárůst **zásob** dán rostoucím objemem výroby a startem podnikání KARO Production.
- Vzhledem k dovozu vstupních surovin ze zahraničí je Podnikání Skupiny charakteristické poskytováním záloh na vstupní materiál a platbou dodavatelům předem – **náročné na provozní financování**.

PASIVA

- Nárůst **dlouhodobých bankovních úvěrů** souvisí s investiční činností Skupiny – jedná se o nárůst investičních úvěrů.
- Ostatní dlouhodobé závazky** – jedná se primárně o finanční prostředky poskytnuté nebankovními subjekty.
- Ostatní krátkodobé závazky** – Rovněž se jedná o úročené závazky Skupiny za nebankovními subjekty poskytnuté z důvodu navýšení provozního financování.

FINANČNÍ PLÁN – VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

Zjednodušený VZZ (v tis. CZK)	E2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
Výnosy	190 763	259 015	316 435	362 661	395 056	409 849	418 046	424 868	433 365
Výkonová spotřeba	122 976	210 043	244 949	281 034	302 630	308 820	314 996	321 246	327 671
Změna stavu zásob vlastní činnosti	13 674	-12 035	-5 261	-6 328	-4 077	-9	9	-914	-932
Osobní náklady	15 200	17 700	18 585	21 467	22 540	23 667	24 851	26 093	27 398
Odpisy	9 527	12 517	19 877	27 668	27 668	22 331	22 331	8 851	8 851
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 450	1 479	1 509	1 539	1 570	1 601	1 633	1 666	1 699
Provozní výsledek hospodaření	27 935	29 311	36 776	37 280	44 725	53 439	54 227	67 926	68 678
Výnosové úroky a jiné finanční výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky a jiné finanční náklady	7 792	12 478	13 699	13 297	12 952	7 062	6 877	6 796	6 726
Finanční výsledek hospodaření	-7 792	-12 478	-13 699	-13 297	-12 952	-7 062	-6 877	-6 796	-6 726
Čistý zisk před zdaněním	20 143	16 833	23 077	23 983	31 773	46 378	47 349	61 129	61 952
Daň z příjmu	3 827	3 198	4 385	4 557	6 037	8 812	8 996	11 615	11 771
Čistý zisk	16 316	13 634	18 693	19 426	25 736	37 566	38 353	49 515	50 181

- VÝKONY, TRŽBY** – Růst tržeb v roce 2019 dán meziročním navýšením zpracovaných objemů z 23 tis. m² v roce 2018 na 42 tis. m²; plánem managementu KARO je dostat se na objem výkonů, jež Společnost historicky dosahovala jako čistě obchodní společnost, tj. **80 – 100 tis. m² zpracované kůže měsíčně**; plán počítá s cenovým růstem pouze o inflaci (2% p.a.) – **hlavním tahounem růstu tržeb je tak růst vyrobených a prodaných objemů.**
- VÝROBNÍ NÁKLADY** – Primárním výrobním nákladem Společnosti je **crust** (vstupní materiál; 75 % výkon. spotřeby), dále **energie a chemie** (14 %) a **související služby** (11 %).
- ODPISY** – Nárůst odpisů z důvodu kapitalových investic

do rozšíření výroby a dosažení potřebné výrobní kapacity.

- OSOBNÍ NÁKLADY** – Plán počítá s nárůstem zaměstnanců v roce 2020 (+4) a 2022 (+4). V současnosti má Skupina 48 zaměstnanců.

- Z pohledu výnosů je tedy hlavním předpokladem dokončení investiční aktivity Společnosti a dosažení předpokládaného nárůstu výrobní kapacity až na 95 000 m² měsíčně od roku 2023.**
- Plán rovněž nepočítá s žádnými výraznými cenovými posuny jak na straně vstupů, tak i prodejních cen výstupu.**

ROZVAHA - VÝHLED

Zjednodušená (v tis. CZK)	F2019	F2020	F2021	F2022	F2023	F2024	F2025	F2026	F2027
AKTIVA	411 953	446 370	520 626	525 210	540 239	490 518	522 255	574 339	626 068
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	183 533	171 016	260 492	232 824	205 155	182 825	160 494	151 643	142 792
Oběžná aktiva	226 385	273 319	258 099	290 352	333 049	305 659	359 726	420 661	481 241
Zásoby	125 478	143 821	157 697	165 953	174 072	175 114	174 080	176 027	168 429
Krátkodobé pohledávky	36 484	58 743	66 434	71 985	74 272	75 425	79 916	83 021	84 503
Peněžní prostředky	64 423	70 755	33 968	52 413	84 705	55 120	105 730	161 613	228 309
PASIVA	411 953	446 370	520 626	525 210	540 239	490 518	522 255	574 339	626 068
Vlastní kapitál	189 487	203 122	221 814	241 240	266 976	304 542	342 895	392 410	442 592
Cizí zdroje	222 131	242 914	298 478	283 636	272 929	185 642	179 026	181 595	183 142
Dlouhodobé závazky	89 977	147 691	129 403	113 345	100 676	11 760	4 721	4 721	4 721
Krátkodobé závazky	123 179	85 905	159 838	160 445	160 728	160 951	161 182	161 362	161 548

- INVESTICE** – Společnost aktuálně výrazně investuje do rozšíření výroby a navýšení výrobní kapacity; investiční aktivita bude probíhat i v následujících letech (kapitálové investice jsou v plánu předpokládány v roce 2021 ve výši 109,4 mil. CZK).
- ZÁSObY** – Podnikání Společnosti je specifické vysokou potřebou pracovního kapitálu, relativně vysokým objemem zásob a dlouhou dobou jejich obrátkovosti, což se odráží v dlouhé době peněžního cyklu.
- POHLEDÁVKY** – Skupina většinu výroby dodává do zahraničí velkým výrobcům nábytku, konkrétně do Polska. Model počítá s průměrnou dobou splatností faktur 61 dní.
- OBCHODNÍ ZÁVAZKY** – Specifikem podnikání Skupiny je dovoz vstupních surovin ze zahraničí (Indie, Latinská Amerika); dodávky vstupů jsou často předem zálohovány či zcela placeny.

V průměru tak finanční plán počítá se splatností faktur cca 13 dní.

- ÚROČENÉ ZÁVAZKY** – Společnost počítá s navýšením dlouhodobého investičního úvěru v roce 2020 a rovněž emisí dluhopisů ve výši 80 mil. CZK (splatnost 2024); rovněž v roce 2020 dojde ke splacení vysoce úročených nebankovních úvěrů poskytnutých privátními investory; v roce 2021 rovněž dochází k navýšení bankovního provozního financování.

VALUACE

Stanovení hodnoty Společnosti je založeno na metodě diskontovaných peněžních toků (DCF), konkrétně na metodě **adjusted present value** (APV). Metodu APV je vhodné použít v situacích, kdy se v průběhu finanční projekce dynamicky mění kapitálová struktura valuované společnosti, což je právě případ KARO.

Valuace vychází z finančního plánu vytvořeného managementem Společnosti na roky 2020 – 2027. Z důvodu neexistence veřejně obchodovaných společností, které by svým zaměřením odpovídaly podnikání Společnosti, nebyla uvažována metoda relativní valuace pomocí valuačních násobků.

POUŽITÉ PŘEDPOKLADY VALUACE

- **Valuováno k 31/12/2019.**
- **Finanční projekce** založená na finančním plánu Společnosti a jeho předpokladech (viz str. 3 analýzy).
- **Náklady vlastního kapitálu (K_e)** – 14,38 %
- **Náklady cizího kapitálu (K_d)** – 4 % – 5,7 %; v perpetuitě počítáme s náklady na úrovni 5 %.
- **Kapitálová struktura v perpetuitě** – poměr vlastního kapitálu k dluhu na úrovni 78 % / 22 %.
- **Růst v perpetuitě** – uvažován dlouhodobý růst v perpetuitě ve výši 2 %.
- Při použití metody APV je rovněž potřeba zohlednit **očekávané náklady případného bankrotu** valuované společnosti (metoda APV totiž ve výpočtu K_e pracuje s „nezadluženou“ betou a nezohledňuje tak riziko plynoucí ze zadlužení). Očekávané náklady bankrotu jsou součinem **pravděpodobnosti bankrotu** a případných **nákladů bankrotu**. V modelu pracujeme s pravděpodobností 10 % a náklady ve výši 20 % hodnoty Společnosti (enterprise value). Tento očekávaný náklad je posléze odečten od hodnoty Společnosti.
- **Výsledná hodnota Společnosti pro akcionáře**, tj. equity value, založená na zmíněných předpokladech a finančním plánu Společnosti je, dle názoru finanční skupiny STARTEEPO, **162 121 246 mio. CZK** (48,69 CZK na akcii).

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA

- Niže jsou uvedeny výsledné hodnoty Společnosti pro akcionáře (v tis. CZK) založené na dvou citlivostních analýzách. První citlivostní analýza zohledňuje různé hodnoty nákladů vlastního kapitálu a očekávaného růstu v perpetuitě, druhá různé hodnoty pravděpodobnosti bankrotu a případných nákladů bankrotu.

Citlivostní analýza I

		Náklady vlastního kapitálu						
		12,00%	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%	15,00%
Růst v perpetuitě	1,0%	245 342 253	219 644 618	196 199 781	174 734 327	155 017 088	136 851 291	120 068 406
	1,5%	262 345 420	234 781 590	209 732 269	186 879 411	165 956 144	146 736 887	129 029 667
	2,0%	281 191 447	251 483 566	224 602 535	200 174 933	177 890 027	157 487 161	138 746 065
	2,5%	302 196 324	270 005 800	241 018 663	214 791 947	190 960 433	169 220 325	149 316 864

Poznámka: Vypočteno při výše zmíněných hodnotách pravděpodobnosti bankrotu (10 %) a nákladů bankrotu (20 % EV).

Citlivostní analýza II

		Pravděpodobnost bankrotu						
		5,00%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%	35,00%
Náklady bankrotu	10,0%	167 637 568	165 798 794	163 960 020	162 121 246	160 282 473	158 443 699	156 604 925
	20,0%	165 798 794	162 121 246	158 443 699	154 766 151	151 088 604	147 411 057	143 733 509
	30,0%	163 960 020	158 443 699	152 927 378	147 411 057	141 894 735	136 378 414	130 862 093
	40,0%	162 121 246	154 766 151	147 411 057	140 055 962	132 700 867	125 345 772	117 990 677

Poznámka: Vypočteno při K_e 14,38 % a růstu v perpetuitě 2 %.

KONTAKTY

STARTEEPO Group
Ostrovní 126/30, 110 00 Nové Město

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

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

UPOZORNĚNÍ

Informace zde obsažené byly získány ze zdrojů, jež STARTEEPO považuje za spolehlivé, ale které nebyly nezávisle ověřovány. STARTEEPO není zodpovědná za přesnost, úplnost či nezávislé ověření informací v této analýze obsažených a nenes odpovědnost za jakékoli škody případně vzniklé kterékoli osobě v souvislosti s použitím informací obsažených v tomto dokumentu. Tento dokument není prospektem, nabídkou ani doporučením k nákupu či prodeji cenných papírů, majetku či aktiv, ani znaleckým posudkem.