

2021-09-07 21:45

**Dane podstawowe**

Cena docelowa [PLN]	4,6
Wycena DCF [PLN]	4,2
Wycena porównawcza [PLN]	5,2
Cena rynkowa [PLN]	3,6
Pot.wzrostu/spadku [%]	27,1%
Kapitalizacja [mln PLN]	68,9
Free float [mln PLN]	30,0%
Sektor	odzież i obuwie
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

**Analityk:**
**Tomasz Czarnecki**

Tel.: +48 (22) 53 95 542

**Artur Wizner**

Tel.: +48 (22) 53 95 548

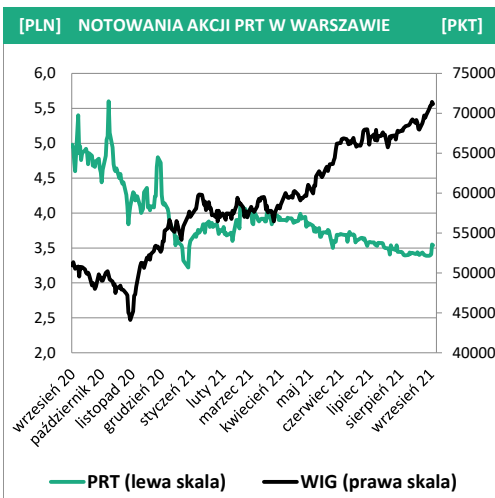
**Profil Spółki:**

Producent i dystrybutor obuwia ochronnego, militarnego oraz specjalistycznego o wysokiej klasie bezpieczeństwa. Produkty spółki eksportowane są na ponad 30 rynków w Europie, Azji, Afryce i Ameryce Południowej.

Źródło: www.gpw.pl

**Główni Akcjonariusze :**

	[%]
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	29,6
Luma Investment SA	28,1
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	12,3
OFE Nationale-Nederlanden	4,0



# PROTEKTOR SA

Inicjujący raport analityczny

**W trakcie dużych zmian na niepewnym rynku**

Protektor zdając sobie sprawę z pozostawania w tyle za konkurentami na dynamicznie rozwijającym się rynku odzieży ochronnej oraz wielu nieefektywnościach związanymi z prowadzeniem sprzedaży pod dwoma markami – Protektor oraz Abeba, opracował strategię na lata 2020-2023 Człowiek i jego bezpieczeństwo, w której zakłada koncentrację na rozwoju produktów oraz skoncentrowaniu się na poprawie efektywności organizacyjnej.

**Największe szanse** rozpoznajemy w cyfrowej transformacji organizacji (CRM, platformy B2B, B2C), wejściu na nowe rynki z nowymi, konkurencyjnymi produktami oraz możliwych do osiągnięcia synergiiach dzięki reorganizacji wewnątrz Grupy.

Wśród **potencjalnych zagrożeń** dla wartości Spółki widzimy spowolnienie koniunktury gospodarczej w związku z pandemią wśród wielu klientów firmy m.in. branża HoReCa.

Do wyceny Protektor SA podchodzimy konserwatywnie ustalając cenę docelową na poziomie 4,6 zł, co stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (3,62 zł) na poziomie 27,1% widząc duże szanse na poprawę wyników, która o ile nastąpi, będzie silnym katalizatorem do dalszych wzrostów notowań.

**Czynniki wzrostu**

1. Odrodzenie przemysłu po pandemii
2. Wzrost zamówień publicznych
3. Nowe obszary działalności
4. Reorganizacja procesów i produkcji

**Czynniki ryzyka**

1. Wahania kursów walut
2. Niepełny poziom wykorzystania parku maszynowego
3. Spadek koniunktury
4. Rosnące płace

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	90 759,0	95 297,0	100 061,8	105 064,9	110 318,1	115 834,0
<b>EBITDA</b>	8 122,0	7 623,8	8 004,9	8 405,2	8 825,5	9 266,7
<i>marża EBITDA</i>	8,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>EBIT</b>	2 487,0	2 573,5	3 204,2	3 146,6	3 300,9	3 426,4
<b>Zysk netto</b>	1 252,0	1 541,4	1 917,1	1 908,8	2 033,7	2 110,1
<b>Kapitał własny</b>	51 565,0	51 044,1	52 802,3	55 762,8	57 502,9	59 886,1
<b>Dług</b>	11 876,0	12 148,2	12 784,8	12 994,6	13 711,1	14 285,5
<b>P/E</b>	51,9	42,1	33,9	34,0	31,9	30,8
<b>P/BV</b>	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
<b>EV/EBITDA</b>	6,5	6,9	6,5	6,2	5,8	5,5
<b>DY</b>	0,1%	0,0%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%

## Spis treści

Model biznesowy i strategia Spółki .....	3
Czynniki ryzyka .....	9
Wycena .....	10
Prognozy finansowe.....	14
ESG .....	16
Wykaz stosowanych skrótów .....	17
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	18



## Model biznesowy i strategia Spółki

Protektor może pochwalić się długoletnim doświadczeniem wynikającym z ponad 70 lat działalności na rynku produkcji specjalistycznego obuwia.

Spółka specjalizuje się w produkcji oraz dystrybucji obuwia zawodowego, militarnego, jak również przeznaczonego dla służb ratowniczych i policji. Obuwie bezpieczne i zawodowe dedykowane jest przede wszystkim do przemysłu lekkiego, przemysłu ciężkiego oraz do branż związanych z usługami.

Oferowane obuwie wykorzystywane jest przez pracowników zatrudnionych w branży przemysłowej, przemyśle medycznym, budownictwie, transporcie i w magazynach, a także w branży motoryzacyjnej, elektronicznej i związanej z produkcją żywności. Ponadto Grupa zaopatruje firmy gastronomiczne, szpitale, firmy związane z farmacją i szeroko pojętym sektorem HoReCa. Obuwie militarne przeznaczone jest dla wojska oraz pasjonatów militariów.

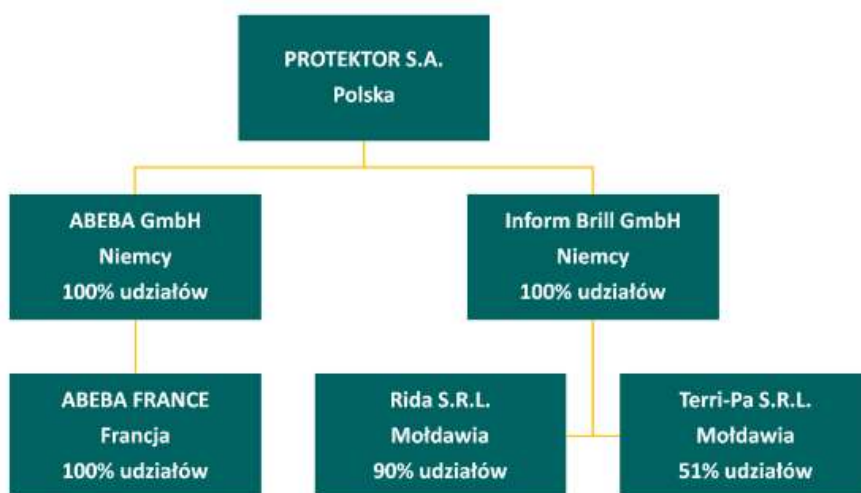
Obuwie znajdujące się w ofercie producenta ma zastosowanie w zawodach podwyższonego ryzyka m.in.: w policji, straży pożarnej czy ratownictwie medycznym. Od 2020 r. Grupa rozszerzyła swoją działalność o produkcję i sprzedaż masek higienicznych oraz medycznych. Produkcja realizowana jest we własnych zakładach produkcyjnych w Polsce i w Mołdawii.

Spółka produkuje i sprzedaje obuwie ochronne oraz maski higieniczne i medyczne pod własnymi markami. Sprzedaż produktów realizowana jest głównie w modelu biznes-to-biznes (B2B). Działalność handlowa prowadzona jest zarówno przez Protektor SA z siedzibą w Lublinie, jak również przez spółki zależne ABEBA Spezialschuh-Ausstatter GmbH i Abeba France SARL, które zlokalizowane są w Niemczech i Francji.

Głównymi kanałami sprzedaży produktów Grupy Protektor są hurtownie i dystrybutorzy.

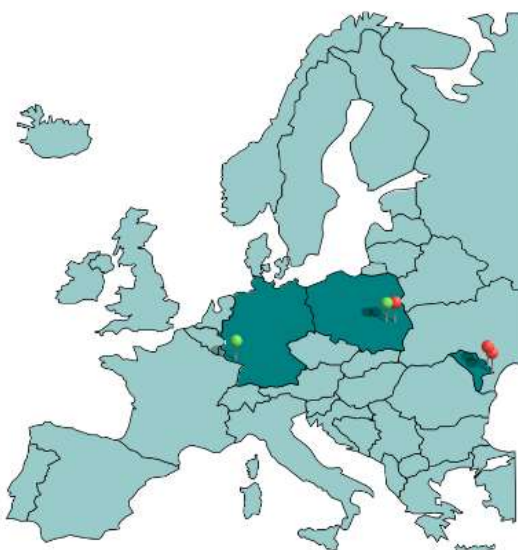
Spółka uczestniczy także w przetargach publicznych dla wojska, policji, straży granicznej oraz straży pożarnej. Sprzedaż realizowana jest zarówno w oparciu o własnych przedstawicieli handlowych, jak również zewnętrznych partnerów.

## Struktura organizacyjna grupy kapitałowej



Źródło: Spółka

## Lokalizacja zakładów produkcyjnych



### Produkcja

- Nowoczesny zakład produkcyjny (rok budowy 2015) w Lublinie, zlokalizowany w Specjalnej Strefie Ekonomicznej Euro-Park Mielec. Zainstalowane moce produkcyjne wynoszą 300 tys. par obuwia rocznie oraz do 60 mln sztuk masek rocznie, w zależności od ilości zmian. Stosowane technologie do produkcji obuwia: montaż systemem bezpośredniego wtrysku, montaż tradycyjny.
- Zakład produkcyjny Terri-Pa w Parkanach (Naddniestrze). Zainstalowane moce produkcyjne wynoszą 700 tys. par rocznie. Stosowane technologie: montaż systemem bezpośredniego wtrysku, montaż tradycyjny.
- Zakład produkcyjny RIDA w Tyraspolu (Naddniestrze). Zainstalowane moce produkcyjne wynoszą 500 tys. par rocznie. Stosowane technologie: montaż systemem bezpośredniego wtrysku, montaż tradycyjny.

### Dystrybucja

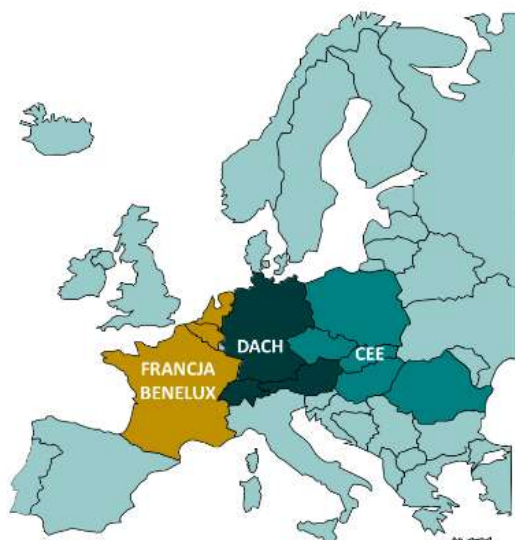
- Magazyn wyrobów gotowych w Polsce (Lublin).
- Magazyn wyrobów gotowych w Niemczech (St. Ingbert, ok. 20 km od granicy z Francją).

Źródło: Spółka

Działalność produkcyjna realizowana jest przez Protektor SA w Lublinie oraz przez spółkę produkcyjną Inform GmbH z siedzibą w Niemczech, której dwie fabryki zlokalizowane są w Naddniestrzu. Grupa posiada wieloletnie doświadczenie, liczne certyfikacje na poszczególne grupy obuwia i maski, a także certyfikaty poświadczające systemy zarządzania jakością.

## Główne rynki zbytu

Głównym geograficznym rynkiem zbytu produktów Grupy Protektor są Niemcy, które w 2020 roku odpowiadały za 50,8% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży obuwia i masek. Drugim pod względem wielkości rynkiem dla produktów Grupy Protektor jest Polska, gdzie w analizowanym okresie Grupa zrealizowała 17,9% łącznych przychodów ze sprzedaży obuwia oraz masek. Francja jest trzecim największym rynkiem zbytu, który odpowiadał za 9,2% łącznej sprzedaży Grupy Protektor.



### DACH

- Główne rynki, na których Grupa Protektor realizuje sprzedaż.
- Kontrybucja w łącznej sprzedaży na poziomie 58,1% w 2020 r.
- Niemcy – największy rynek w Europie – stanowiły 50,8% skonsolidowanych przychodów w 2020 r.

### CEE

- Drugi najważniejszy region dla Grupy Protektor.
- Kontrybucja w łącznej sprzedaży na poziomie 23,7% w 2020 r.
- Polska stanowiła 17,9% skonsolidowanych przychodów w 2020 r.

### Francja i Benelux

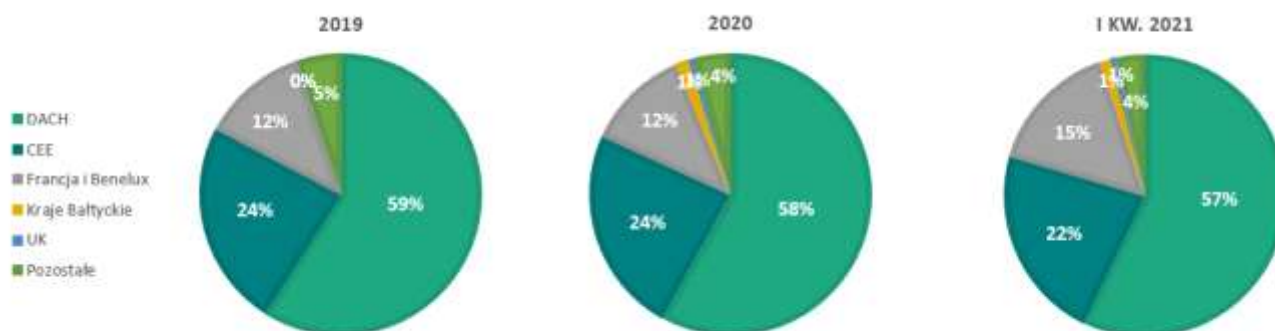
- Udział regionu w przychodach ze sprzedaży Grupy Protektor wyniósł 11,9% w 2020 r.
- Francja – trzeci największy rynek w Europie – stanowiła 9,2% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 2020 r.

### Pozostałe

- Pozostałe kraje odpowiadały za 6,3% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 2020 r., w tym UK stanowiła 0,8% skonsolidowanych przychodów w 2020 r.

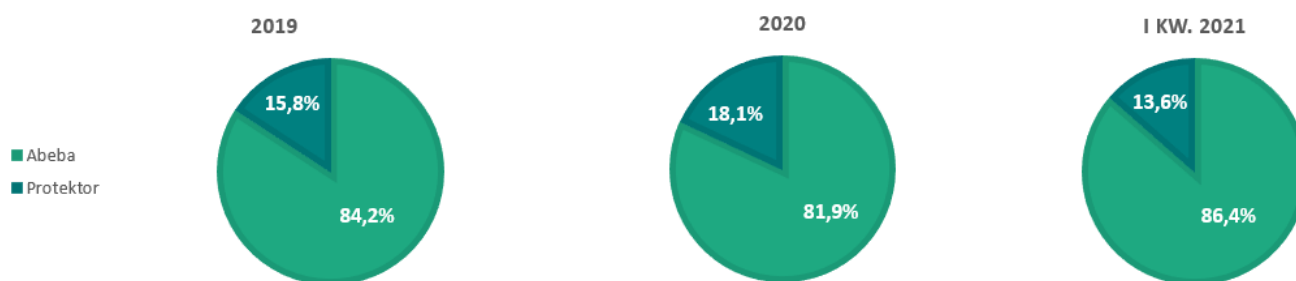
Źródło: Spółka

## Struktura przychodów ze sprzedaży według geografii



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

## Struktura przychodów ze sprzedaży według marki



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Produkty Grupy Kapitałowej Protektor docierają do klientów na ponad 30 rynkach w Europie, Azji, Afryce i Ameryce Południowej.

## Strategia Grupy Protektor

Przedstawiona w 2020 roku Strategia mająca na celu wzrost wartości Spółki dla akcjonariuszy zakłada wiele optymalizacji kosztowych, logistycznych i zarządczych, które należy zrealizować aby osiągnąć oczekiwane cele i poprawić skokowo wyniki Spółki.

Do najważniejszych naszym zdaniem należą zaproponowane przekształcenia w obszarze logistyki i obsłudze klienta.

Obecnie Grupa posiada dwa magazyny, których przekształcenie w jeden sprawnie zarządzany dla obydwu marek tj. dla ABEBA i Protektora wprowadzi duże optymalizacje kosztowe i osobowe. Realizacja tego celu pozwoli na kontrolowanie procesów logistycznych w optymalny sposób oraz zapewni również możliwość negocjowania kosztów transportu oraz wynajmu powierzchni magazynowych i poprawi zarządzanie stokiem w rama całej Grupy Kapitałowej. Zrealizowanie tego celu pozwoli również sprawniej zarządzać stokiem w budowanym kanale sprzedaży online.

Kolejnym efektem reorganizacji będzie bardziej efektywna obsługa klientów (customer service) zarówno dla produktów ABEBA jak i PROTEKTOR.

Obecnie każda z marek zarówno ABEBA jak i PROTEKTOR posiada własny serwis dla swoich klientów co nie jest efektywnym rozwiązaniem w sprawnie działającej organizacji.

Kolejnym aspektem poprawy efektywności zarządzania jest stworzenie zintegrowanego pionu produkcyjnego na poziomie Grupy Kapitałowej. Celem takiego rozwiązania jest :

- + Poprawa efektywności wykorzystania parku maszynowego
- + Optymalizacja wykorzystania chemii produkcyjnej ( ograniczenia zmienności)
- + Ograniczenie przebrojeń maszyn poprzez uwspólnienie oprzyrządowania dla obu marek
- + Rozdzielenie procesu planowania stoku cholewek od procesu planowania wtrysku
- + Wdrożenie nowych zasad w aspekcie rotacji zapasu
- + Wdrożenie zasad odpowiedzialności za optymalizację wykorzystania czasu pracowników bezpośrednio produkcyjnych.

Postawione cele i podejmowane działania aby te cele zrealizować przede wszystkim mają prowadzić do optymalizacji kosztu wytworzenia poprzez obniżenie jednostkowego kosztu materiałowego, poprawę efektywności wykorzystania czasu pracy bezpośrednio i rozwodnienia kosztów stałych produkcji.

Kolejnym efektem tych działań będzie odblokowanie kapitału zamrożonego w zapasach i poprawa współczynnika ich rotacji.

Wszystkie powyżej przedstawione działania uważamy za istotne z punktu widzenia budowania wartości dodanej produktów i budowania wartości dla akcjonariuszy.

## Produkty i Klienci Spółki

Produkty Spółki oferowane są klientom pod dwiema markami **PROTEKTOR** oraz **ABEBA**.

Spółka specjalizuje się w produkcji oraz dystrybucji obuwia ochronnego, roboczego oraz militarnego skierowanego dla służb mundurowych czyli policji, straży pożarnej straży granicznej oraz wojska, ale również dla służby zdrowia czy zawodów podwyższonego ryzyka.

**Obuwie zawodowe** – dostępne pod markami **PROTEKTOR** oraz **ABEBA**, produkowane w szerokim asortymencie i stosowane do codziennego użytkowania w miejscu pracy w celu ochrony stóp przed urazami. Obuwie tego rodzaju jest lekkie, elastyczne, trwałe oraz wykonane z dobrej jakości materiałów, aby nie uległo przedwczesnemu zniszczeniu podczas użytkowania. Zaprojektowane i wykonane zostało przy uwzględnieniu anatomicznej budowy stóp i pełnionych przez nie funkcji, co gwarantuje stabilne chodzenie, prawidłowe przenoszenie ciężaru ciała oraz optymalne dostosowanie do rodzaju wykonywanej pracy.

**Obuwie ciężkie** – militarne – dostępne pod marką **PROTEKTOR**, produkowane dla wojska, policji, innych specjalnych służb mundurowych oraz firm ochroniarskich i hobbystów. Przy tego rodzaju obuwiu, z uwagi na konieczność spełnienia ściśle określonych wymagań, warunkiem koniecznym jest odpowiednie dobranie parametrów jakościowych i technologicznych komponentów (np. podeszwy, skóry), które podlegają osobnej certyfikacji.

**Obuwie ciężkie** – strażackie – dostępne pod marką **PROTEKTOR**, przydatne do ratowniczych akcji gaśniczych, gaszenia ognia, działań zabezpieczających w budynkach, zamkniętych pomieszczeniach,

pojazdach, na statkach lub podobnych środkach uczestniczących w pożarze lub sytuacji nagłego zagrożenia.

**Obuwie bezpieczne** – dostępne pod markami **PROTEKTOR** oraz **ABEBA**, które jest stosowane do ochrony przed kilkoma rodzajami zagrożeń jednocześnie, tj. urazy mechaniczne, urazy chemiczne, wilgoć, oparzenia oraz inne szkodliwe działania temperatury.



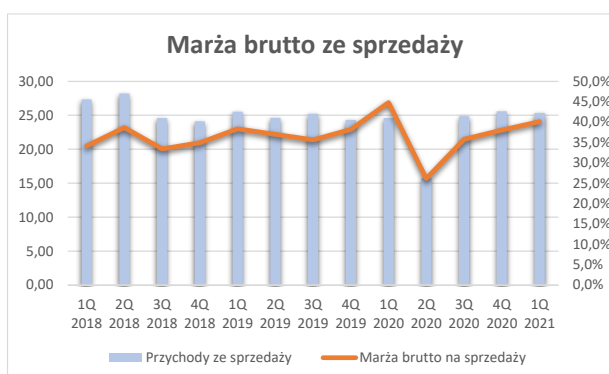
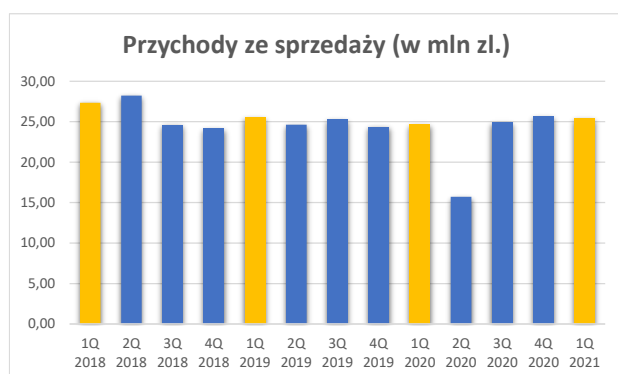
Źródło: Spółka

Klientami Spółki są podmioty z sektora biznesowego i publicznego oraz klienci indywidualni. W segmencie sprzedaży do biznesu i sektora publicznego Spółka rozbudowuje sieć partnerską celem oferowania produktów własnych oraz dystrybutorów zewnętrznych. Protektor uczestniczy w przetargach publicznych i realizuje sprzedaż dla Wojska Polskiego Straży Pożarnej, straży Granicznej oraz Policji.

### Historyczne wyniki finansowe

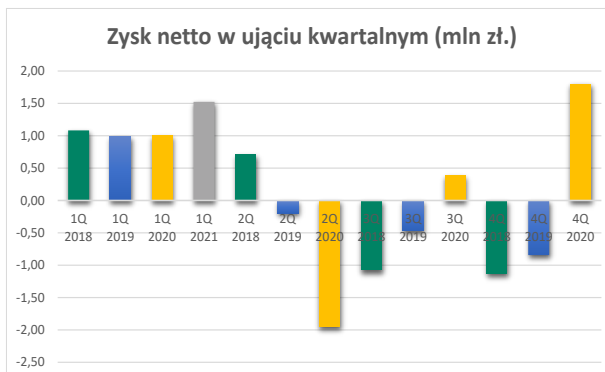
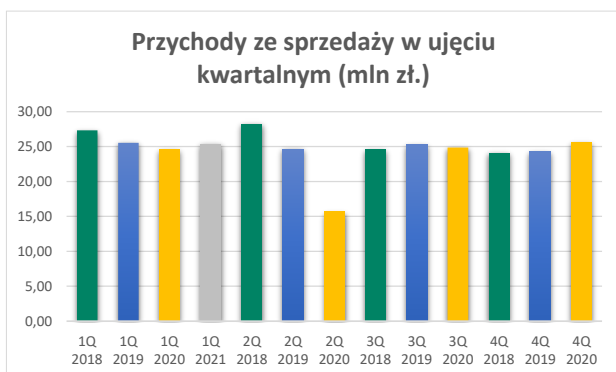
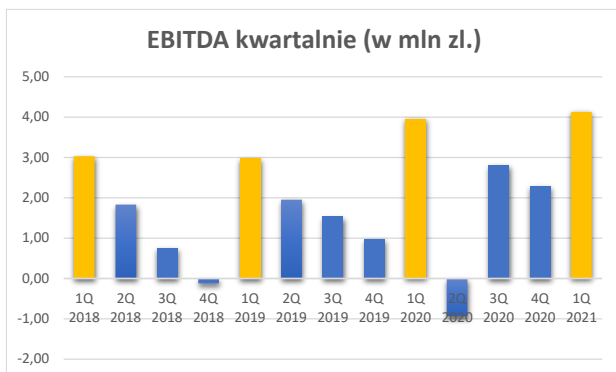
Branżę obuwia roboczego i ochronnego, w której funkcjonuje Jednostka Dominująca, charakteryzuje stosunkowo ograniczona cykliczność sprzedaży. Czynnikiem wpływającym na wahania wielkości przychodów są:

- okres urlopowy (lipiec – wrzesień),
- okres wydatków budżetowych (np. IV kwartał),
- okres świąteczny (grudzień – styczeń).



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Po widocznym załamaniu się przychodów w II kw. 2020 spowodowanym pandemią, Protektor wrócił do generowania przychodów na poziomie 25 mln zł. kwartalnie przy średniej marży na sprzedaży ok. 40%. Świadczy to pozytywnie o sprawności operacyjnej Protektora, jak również szybkim odrodzeniu się popytu ze strony klientów Spółki. Wyniki na poziomie EBITDA oraz zysku netto znacznie powyżej średniej z dwóch lat przed pandemią przy podobnym poziomie przychodów, świadczą o pierwszych pozytywnych efektach wprowadzanych zmian organizacyjnych oraz o efektywności działania, w tym optymalizacji kosztowej.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA



## Czynniki ryzyka

### Ryzyko związane z pandemią COVID-19

W związku z nieprzewidywalnością i skalą oddziaływania pandemii istnieje wiele (potencjalnie nierozpoznanych) zagrożeń po stronie popytowej (spadek popytu na skutek pogorszenia się sytuacji materialnej konsumentów), jak i podażowej (zachwianie ciągłości dostaw, ograniczenie produkcji). Konsekwencje, jakie niesie ze sobą pojawienie się i rozwój pandemii, to spadek przychodów w Grupie Protektor, zaburzenie dostaw surowców niezbędnych do produkcji, zamknięcie zakładów w związku ze zdiagnozowaniem u pracowników wirusa COVID-19, a także możliwe powtarzające się wahania popytu i podaży oraz pojawiające się zatory płatnicze w związku z nawrotami pandemii w przyszłości.

### Ryzyko makroekonomiczne

Na poziom zakupów produktów branży odzieżowej mają wpływ czynniki zewnętrzne, do których należą: tempo wzrostu PKB, poziom inflacji, stopa bezrobocia oraz wysokość dochodów osobistych ludności, polityka fiskalna i monetarna państwa, zmiany poziomu konsumpcji, stabilność geopolityczna. W przypadku pogorszenia sytuacji gospodarczej w Polsce lub na świecie, wyniki finansowe Spółki ulegną pogorszeniu.

### Ryzyko związane z procedurami i warunkami przetargów publicznych

Spółka działa na konkurencyjnym rynku. W warunkach silnej konkurencji ceny przetargowe mogą być zaniżane lub ustalane na poziomie ograniczającym do minimum marżę producenta. Nie można wykluczyć ryzyka, że w przyszłości w przypadku kontraktów uzyskiwanych w ramach przetargów publicznych, rentowność ich może być niższa od osiąganą obecnie.

### Ryzyko ekonomiczne i polityczne

Przychody Grupy Protektor realizowane są przede wszystkim na rynku europejskim, stąd wyniki Grupy uzależnione są od sytuacji ekonomicznej Niemiec oraz krajów Europy Zachodniej, będącymi głównymi rynkami zbytu zagranicznych spółek zależnych. W dużo mniejszym stopniu Grupa Kapitałowa wrażliwa jest na zmiany popytu na rynku polskim oraz w krajach Europy Wschodniej. Wrażliwość przychodów na spadek aktywności branży przemysłowej oraz kondycję sektorów gospodarczych, które są odbiorcami produktów oferowanych przez Grupę pozostaje w ścisłym związku z sytuacją gospodarczą. Ryzykiem o charakterze politycznym obarczona jest również obecność Grupy Kapitałowej w Naddniestrzu, w związku z niejasnym statusem tego regionu na arenie międzynarodowej.

### Ryzyko związane z systemem podatkowym

Działalność produkcyjna i handlowa Grupy Kapitałowej Protektor realizowana jest zarówno w Unii Europejskiej (Polska, Niemcy, Francja), jak i poza nią w Mołdawii. Organy podatkowe mogą przyjąć odmienną interpretację przepisów podatkowych niż zakładana przez spółki wchodzące w skład Grupy, co może mieć wpływ na działalność Grupy oraz jej sytuację finansową, wyniki i perspektywy rozwoju. Zarząd nie przewiduje wystąpienia tego typu niebezpieczeństwa, ale też nie może go całkowicie wykluczyć.

## Ryzyko utraty kluczowych pracowników

Rozwój Spółki zależy od wiedzy i doświadczenia wysoko wykwalifikowanej kadry zarządzającej. Konkurencja wśród pracodawców może z kolei przełożyć się na wzrost kosztów zatrudnienia pracowników, a co za tym idzie – na osiągnięte wyniki finansowe.

## Wycena

Do wyceny Protektora wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich i zagranicznych spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 7.09 oszacowana została na poziomie 4,5 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji PROTEKTOR na 4,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 5,2 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	5,2
Wycena DCF	75%	4,2
Cena wynikowa		4,5
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>4,6</b>

Źródło: DM Banku BPS

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji PROTEKTOR odnieśliśmy do czterech zagranicznych i jednej polskiej spółki z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2021-23 (P/E, P/BV, P/EBITDA) dla spółek porównywalnych i PROTEKTOR, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
CCC SA	-	34,8	20,6	9,4	6,9	5,3	14,4	10,9	8,5
FOOT LOCKER INC	21,1	7,8	8,2	2,1	1,9	1,7	7,1	3,4	3,5
GEOX SPA	-	-	34,2	2,0	2,1	2,0	12,0	6,8	5,5
BATA INDIA LTD	-	138,6	48,8	12,2	12,0	9,9	131,2	46,3	25,0
MSA SAFETY INC	34,8	28,7	-	-	-	-	22,2	18,8	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	21,8	18,7	16,1	3,7	3,2	2,9	12,7	11,5	11,1
<b>Mediana</b>	<b>21,8</b>	<b>28,7</b>	<b>20,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>13,6</b>	<b>11,2</b>	<b>8,5</b>
PROTEKTOR	44,7	35,9	36,1	1,3	1,3	1,2	9,9	9,4	9,0
premia (dyskonto)	1,0	0,2	0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	0,1
<b>Implikowana wycena</b>	<b>33,6</b>	<b>55,1</b>	<b>39,4</b>	<b>186,7</b>	<b>168,3</b>	<b>161,6</b>	<b>94,4</b>	<b>82,0</b>	<b>65,6</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>5,18</b>								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka: 1,972% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, następnie wzrost o 0,5 pp r/r
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,591 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Protektor i indeksu WIG)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,54% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 2%
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości udziału dywidendy w zysku netto
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>90 759,0</b>	<b>95 297,0</b>	<b>100 061,8</b>	<b>105 064,9</b>	<b>110 318,1</b>	<b>115 834,0</b>	<b>118 000,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8 122,0</b>	<b>7 623,8</b>	<b>8 004,9</b>	<b>8 405,2</b>	<b>8 825,5</b>	<b>9 266,7</b>	
<b>EBIT</b>	<b>2 487,0</b>	<b>2 573,5</b>	<b>3 204,2</b>	<b>3 146,6</b>	<b>3 300,9</b>	<b>3 426,4</b>	<b>3 490,5</b>
Stopa podatkowa	<b>32%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>
<b>NOPLAT</b>	1 252,0	1 541,4	1 917,1	1 908,8	2 033,7	2 110,1	2 617,8
Amortyzacja	5 635,0	5 050,2	4 800,7	5 258,6	5 524,5	5 840,3	5 840,3
CAPEX	3 137,0	3 995,2	5 655,2	3 020,6	3 033,2	5 840,3	5 840,3
Inwestycje w kapitał obrotowy	3 682,0	-883,2	2 295,5	2 928,2	1 986,3	2 478,1	2 478,1
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>68,0</b>	<b>3 479,7</b>	<b>-1 232,9</b>	<b>1 218,6</b>	<b>2 538,8</b>	<b>-368,0</b>	<b>139,7</b>
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,91	0,84	0,78	0,73	0,67
<b>DFCF</b>		<b>3 398,9</b>	<b>-1 117,6</b>	<b>1 025,7</b>	<b>1 983,5</b>	<b>-267,0</b>	<b>94,1</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		2%					
Wartość rezydualna (TV)		2 396,5					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 614,2					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>6 637,7</b>					
Dług netto/(gotówka netto)		6 556,9					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>80,8</b>					
Ilość akcji [w mln]		19,0					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>4,2</b>					
Przychody zmiana r/r		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,9%
EBIT zmiana r/r		3,5%	24,5%	-1,8%	4,9%	3,8%	1,9%
FCF zmiana r/r		5017,2%	-135,4%	-198,8%	108,3%	-114,5%	-138,0%
Marża EBITDA		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	0,0%
Marża EBIT		2,7%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Marża NOPLAT		1,6%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	2,2%
CAPEX/Przychody		4,2%	5,7%	2,9%	2,7%	5,0%	4,9%
CAPEX/Amortyzacja		79,1%	117,8%	57,4%	54,9%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		-883,22	2 295,51	2 928,18	1 986,26	2 478,11	2 478,11
EV/EBITDA ('21) dla wyceny DCF		0,9					
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b>		<b>24,3%</b>					

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%	0,40%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	-22,4	-20,3	-18,1	-15,9	-13,6	-11,2	-8,8	-6,3	-3,7
	0,50%	-17,7	-15,4	-13,0	-10,6	-8,1	-5,6	-2,9	-0,2	2,7
	0,25%	-12,6	-10,1	-7,6	-4,9	-2,2	0,6	3,5	6,5	9,6
	0,00%	-7,0	-4,4	-1,6	1,3	4,2	7,3	10,5	13,8	17,2
	-0,25%	-1,0	1,9	4,9	8,1	11,3	14,7	18,2	21,8	25,6
	-0,50%	5,5	8,8	12,1	15,5	19,1	22,9	26,7	30,8	35,0
	-0,75%	12,8	16,3	20,0	23,8	27,8	32,0	36,3	40,8	45,5
	-1,00%	20,8	24,7	28,8	33,1	37,5	42,2	47,0	52,1	57,4

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Beta (zlewarowana)	0,70	0,71	0,70	0,71	0,71	0,71
Koszt kapitału własnego	5,8%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału własnego	54,3%	54,3%	54,0%	54,1%	53,7%	53,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	45,7%	45,7%	46,0%	45,9%	46,3%	46,3%
<b>WACC</b>	<b>5,21%</b>	<b>5,22%</b>	<b>5,20%</b>	<b>5,21%</b>	<b>5,20%</b>	<b>5,20%</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>104 233,0</b>	<b>99 715,0</b>	<b>90 759,0</b>	<b>95 297,0</b>	<b>100 061,8</b>	<b>105 064,9</b>	<b>110 318,1</b>	<b>115 834,0</b>
<i>Przychody ze sprzedaży produktów</i>	103 284,0	98 922,0	88 589,0	94 868,1	99 611,5	104 592,1	109 821,7	115 312,8
<i>Przychody ze sprzedaży usług</i>	139,0	266,0	1 947,0	142,9	150,1	157,6	165,5	173,8
<i>Przychody ze sprzedaży towarów i</i>	810,0	527,0	223,0	285,9	300,2	315,2	331,0	347,5
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>67 418,0</b>	<b>62 525,0</b>	<b>57 002,0</b>	<b>59 132,7</b>	<b>62 089,3</b>	<b>65 193,8</b>	<b>68 453,5</b>	<b>71 876,2</b>
<i>Koszt sprzedanych produktów</i>	66 725,0	61 943,0	54 836,0	58 818,2	61 759,1	64 847,1	68 089,5	71 493,9
<i>Koszt sprzedanych usług</i>	81,0	239,0	2 001,0	114,4	120,1	126,1	132,4	139,0
<i>Koszt sprzedanych towarów i materiałów</i>	612,0	343,0	165,0	200,1	210,1	220,6	231,7	243,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>36 815,0</b>	<b>37 190,0</b>	<b>33 757,0</b>	<b>36 164,2</b>	<b>37 972,5</b>	<b>39 871,1</b>	<b>41 864,6</b>	<b>43 957,9</b>
<i>Koszty sprzedaży</i>	8 818,0	9 695,0	8 733,0	8 834,0	9 275,7	9 739,5	10 226,5	10 737,8
<i>Koszty ogólnego zarządu</i>	24 820,0	24 270,0	23 887,0	25 081,4	26 335,4	27 652,2	29 034,8	30 486,5
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	2 086,0	2 794,0	2 946,0	2 608,7	2 782,9	2 779,2	2 723,6	2 761,9
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	3 977,0	2 972,0	1 596,0	2 284,0	1 940,0	2 112,0	2 026,0	2 069,0
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>1 286,0</b>	<b>3 047,0</b>	<b>2 487,0</b>	<b>2 573,5</b>	<b>3 204,2</b>	<b>3 146,6</b>	<b>3 300,9</b>	<b>3 426,4</b>
<i>Przychody finansowe</i>	80,0	190,0	141,0	137,0	156,0	144,7	145,9	148,9
<i>Koszty finansowe</i>	209,0	978,0	779,0	655,3	804,1	746,1	735,2	761,8
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 157,0</b>	<b>2 259,0</b>	<b>1 849,0</b>	<b>2 055,2</b>	<b>2 556,1</b>	<b>2 545,1</b>	<b>2 711,6</b>	<b>2 813,4</b>
<i>Podatek dochodowy</i>	2 867,0	2 778,0	597,0	513,8	639,0	636,3	677,9	703,4
<b>ZN z działalności kontynuowanej</b>	<b>-1 710,0</b>	<b>-519,0</b>	<b>1 252,0</b>	<b>1 541,4</b>	<b>1 917,1</b>	<b>1 908,8</b>	<b>2 033,7</b>	<b>2 110,1</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>-1 710,0</b>	<b>-519,0</b>	<b>1 252,0</b>	<b>1 541,4</b>	<b>1 917,1</b>	<b>1 908,8</b>	<b>2 033,7</b>	<b>2 110,1</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CF Operacyjny	820,0	6 634,0	6 186,0	3 785,2	6 273,0	7 063,9	6 961,2	7 865,5
CF Inwestycyjny	-749,0	-1 632,0	3 092,0	237,0	565,7	1 298,2	700,3	854,7
CF Finansowy	-2 517,0	-3 035,0	-6 883,0	-4 477,9	-5 859,4	-6 525,1	-6 631,0	-7 391,0
Przepływy pieniężne netto	-2 446,0	1 967,0	2 395,0	-455,7	979,2	1 837,1	1 030,5	1 329,2
Środki pieniężne na początek okresu	4 119,0	1 685,0	3 652,0	6 047,0	5 591,3	6 570,5	8 407,6	9 438,1
Środki pieniężne na koniec okresu	1 685,0	3 652,0	6 047,0	5 591,3	6 570,5	8 407,6	9 438,1	10 767,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 018	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>24 201,0</b>	<b>36 141,0</b>	<b>40 977,0</b>	<b>39 921,9</b>	<b>40 776,4</b>	<b>41 559,0</b>	<b>42 100,9</b>	<b>42 833,5</b>
Wartości niematerialne i prawne	5 513,0	5 582,0	6 725,0	6 859,5	6 996,7	7 136,6	7 279,4	7 424,9
Rzeczowe aktywa trwałe	10 880,0	10 872,0	11 247,0	11 634,9	12 036,2	12 451,4	12 880,9	13 325,2
Rzeczowe aktywa trwałe - leasingi	6 558,0	18 152,0	20 347,0	20 386,2	20 431,3	20 480,3	20 524,7	20 570,9
Należności długoterminowe	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe rozliczenia międzyokr.	108,0	59,0	1 044,0	419,5	538,9	720,7	595,6	661,3
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1 134,0	1 476,0	1 614,0	621,8	773,3	770,0	820,3	851,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>59 699,0</b>	<b>57 309,0</b>	<b>58 037,0</b>	<b>53 328,9</b>	<b>57 053,8</b>	<b>61 482,9</b>	<b>65 045,2</b>	<b>69 178,1</b>
Zapasy	42 163,0	39 356,0	40 529,0	39 572,0	41 550,6	43 628,1	45 809,5	48 100,0
Należności z tytułu dostaw i usług <i>od jednostek powiązanych</i>	6 100,0	6 425,0	6 163,0	6 062,8	6 366,0	6 684,3	7 018,5	7 369,4
<i>od pozostałych jednostek</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Należności z tytułu bieżącego podatku doch.</i>	6 100,0	6 425,0	6 163,0	6 062,8	6 366,0	6 684,3	7 018,5	7 369,4
Pozostałe należności krótkoterminowe	3 331,0	2 406,0	2 142,0	666,9	829,4	825,8	879,9	912,9
Pozostałe krótkoterminowe aktywa fin.	1 616,0	745,0	1 828,0	666,9	829,4	825,8	879,9	912,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokr.	1 685,0	3 652,0	6 047,0	5 591,3	6 570,5	8 407,6	9 438,1	10 767,3
Aktywa trwałe zaklasyfikowane, jako przezn.	527,0	455,0	1 324,0	769,0	907,9	1 111,3	1 019,3	1 115,5
Aktywa trwałe	4 270,0	4 270,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>83 900,0</b>	<b>93 450,0</b>	<b>99 014,0</b>	<b>93 250,8</b>	<b>97 830,2</b>	<b>103 042,0</b>	<b>107 146,0</b>	<b>112 011,5</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>50 852,0</b>	<b>48 630,0</b>	<b>51 565,0</b>	<b>51 044,1</b>	<b>52 802,3</b>	<b>55 762,8</b>	<b>57 502,9</b>	<b>59 886,1</b>
Kapitał (fundusz) podstawowy	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0
Kapitał z wyceny transakcji zabezpieczający	939,0	-738,0	1 103,0	-1 020,8	-1 495,0	-431,8	-793,6	-706,1
Pozostałe kapitały	1 200,0	1 745,0	686,0	583,0	686,0	818,0	915,0	1 180,0
Zyski zatrzymane, w tym	27 275,0	26 245,0	28 388,0	30 078,5	32 142,0	33 852,5	35 795,2	37 763,0
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	29 105,0	26 736,0	27 304,0	28 691,3	30 416,6	32 134,5	33 964,9	35 863,9
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku przypadaj.</i>	-1 830,0	-491,0	1 084,0	1 387,3	1 725,4	1 717,9	1 830,3	1 899,1
Udziały niesprawujące kontroli	1 631,0	1 571,0	1 581,0	1 596,3	1 662,4	1 717,1	1 779,3	1 842,2
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>33 048,0</b>	<b>44 820,0</b>	<b>47 449,0</b>	<b>42 883,6</b>	<b>45 027,8</b>	<b>47 279,2</b>	<b>49 643,2</b>	<b>52 125,3</b>
Zobowiązania długoterminowe	6 026,0	16 261,0	15 035,0	14 294,5	15 009,3	15 759,7	16 547,7	17 375,1
Długoterminowe %	1 733,0	3 225,0	1 468,0	2 142,0	2 278,3	1 962,8	2 127,7	2 122,9
Zobowiązania krótkoterminowe	27 022,0	28 559,0	32 414,0	28 589,1	30 018,5	31 519,5	33 095,4	34 750,2
Krótkoterminowe %	10 358,0	10 159,0	10 408,0	10 006,2	10 506,5	11 031,8	11 583,4	12 162,6
<b>Pasywa razem</b>	<b>83 900,0</b>	<b>93 450,0</b>	<b>99 014,0</b>	<b>93 927,7</b>	<b>97 830,1</b>	<b>103 042,0</b>	<b>107 146,0</b>	<b>112 011,5</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	91,8%	-4,3%	-9,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDAzmiana r/r	-70,7%	84,5%	9,0%	-6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITzmiana r/r	-82,3%	136,9%	-18,4%	3,5%	24,5%	-1,8%	4,9%	3,8%
Zysk netto zmiana r/r	-128,2%	-69,6%	-341,2%	23,1%	24,4%	-0,4%	6,5%	3,8%
Marża brutto na sprzedaży	35,3%	37,3%	37,2%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%
Marża EBITDA	3,9%	7,5%	8,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBIT	1,2%	3,1%	2,7%	2,7%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%
Marża brutto	1,1%	2,3%	2,0%	2,2%	2,6%	2,4%	2,5%	2,4%
Marża netto	-1,6%	-0,5%	1,4%	1,6%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
COGS / Przychody	90,5%	89,8%	92,4%	91,1%	91,2%	91,0%	90,8%	90,8%
SG&A / Przychody	29,6%	30,1%	31,3%	31,5%	31,0%	31,0%	30,6%	30,5%
SG&A / COGS	32,7%	33,5%	33,9%	34,5%	34,1%	34,0%	33,7%	33,6%
ROE	-3,4%	-1,1%	2,4%	3,0%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%
ROA	-2,0%	-0,6%	1,3%	1,7%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Dług	12 091,0	13 384,0	11 876,0	12 148,2	12 784,8	12 994,6	13 711,1	14 285,5
D/(D+E)	19,2%	21,6%	18,7%	19,2%	19,5%	18,9%	19,3%	19,3%
D/E	23,8%	27,5%	23,0%	23,8%	24,2%	23,3%	23,8%	23,9%
Odsetki / EBIT	16,3%	32,1%	31,3%	25,5%	25,1%	23,7%	22,3%	22,2%
Dług netto	10 406,0	9 732,0	5 829,0	6 556,9	6 214,3	4 587,0	4 273,0	3 518,2
Dług netto / Kapitał własny	20,5%	20,0%	11,3%	12,8%	11,8%	8,2%	7,4%	5,9%
Dług netto / EBITDA	257,6%	130,6%	71,8%	86,0%	77,6%	54,6%	48,4%	38,0%
Dług netto / EBIT	809,2%	319,4%	234,4%	254,8%	193,9%	145,8%	129,4%	102,7%
EV	54 552,8	55 226,8	59 129,8	58 401,9	58 744,5	60 371,8	60 685,7	61 440,6
Dług / EV	22,2%	24,2%	20,1%	20,8%	21,8%	21,5%	22,6%	23,3%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,7%	3,5%	4,2%	5,7%	5,8%	5,5%	5,7%
CAPEX / Amortyzacja	39,2%	37,7%	55,7%	79,1%	117,8%	114,9%	109,8%	112,5%
Amortyzacja / Przychody	2,6%	4,4%	6,2%	5,3%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Zmiana KO / Przychody	34,4%	-3,9%	-3,4%	-0,9%	2,3%	2,8%	1,8%	2,1%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## ESG

Protektor w swojej działalności bardzo poważnie podchodzi do kwestii związanych z ESG, co między innymi zawarł w Strategii Grupy Kapitałowej na lata 2020-2023. Grupa skupia swoje działania na zapewnieniu racjonalnego wykorzystywania surowców i materiałów niezbędnych do prawidłowego przebiegu procesu produkcyjnego oraz wytworzenia wyrobu gotowego. Protektor przywiązuje również uwagę do rozwoju pracowników oraz zachowania najwyższych standardów ładu korporacyjnego.

### Environment

Dobre praktyki upowszechniane w Grupie uwzględniają w szczególności produkcję wyrobów z poszanowaniem środowiska naturalnego eliminując substancje, które mogą negatywnie oddziaływać na środowisko. Grupa w procesie zakupowym regulowanym przez odpowiednią procedurę uznaje za stosowne prowadzenie racjonalnego gospodarowania zasobami. Przyjęty cel związany z prowadzeniem działań w zgodzie ze środowiskiem naturalnym Grupa realizuje poprzez:



- unowocześnianie parku maszynowego, modernizację maszyn i urządzeń oraz zastosowanie innowacji w obszarze linii produkcyjnych,
- ciągłe doskonalenie procesów, procedur oraz upowszechnianie dobrych praktyk celem zapewnienia efektywności działań,
- przestrzeganie przepisów prawnych i regulacji w zakresie zachowania norm środowiskowych,
- sprawowanie kontroli nad surowcami oraz wyrobami końcowymi z wykorzystaniem laboratorium.

Działalność Spółek z Grupy podlega weryfikacji pod względem przestrzegania przepisów ochrony środowiska oraz zapisów decyzji środowiskowych w trakcie okresowych kontroli prowadzonych przez powołane do tego jednostki. W 2020 r. wszystkie kontrole przeprowadzone w tym zakresie nie ujawniły żadnych nieprawidłowości.

### Social

Zgodnie z przyjętymi praktykami w pozostałych spółkach Grupy, pracownicy zajmujący się określoną specjalnością uczestniczą w dodatkowych szkoleniach, w zależności od potrzeb indywidualnych. Mają oni możliwość poszerzania swojej wiedzy w ramach kursów specjalistycznych oraz językowych.

Pracownicy Protektora angażują się w działania charytatywne i darowizny m.in. na rzecz Stowarzyszenia na rzecz ubogich rodzin „Nadzieja”, Fundacji „Babcia i Dziadek” i Hospicjum im. Małego Księcia. Emitent aktywnie wspiera akcje związane z walką z pandemią, m.in. poprzez darowiznę 1 000 par obuwia z przeznaczeniem dla ratowników medycznych, a także uczestnictwie w programach Jesteśmy razem. POMAGAMY.

### Governance

Protektor w 2020 roku stosowała się do zbioru zasad ładu korporacyjnego zawartego w dokumencie "Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016" przyjętych Uchwałą Nr 26/1413/2015 z dnia 13 października 2015 r. przez Radę Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Zbiór ten dostępny jest na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. poświęconej tematyce ładu korporacyjnego.

## Wykaz stosowanych skrótów

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**FIDIC** Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżyniersko – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 07 września 2021 roku, 22:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 07 września 2021 roku, 22:15

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/protektor-s-a>.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecciodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. pełnił funkcję animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Company	Recommendation	Target price	Market price	Type of recommendation	Date of issue	Analyst(s)
NTT SYSTEM	N/A	8,30	5,98	Initial report	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	N/A	17,00	12,90	Initial report	2021-09-07	Artur Wizner
MONNARI TRADE	N/A	5,30	2,80	Initial report	2021-09-07	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	N/A	4,60	3,62	Initial report	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Wojciech Białek</b> Analityk  <b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560  <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>