

13.05.2022 08:30

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	3,6
Wycena DCF [PLN]	3,4
Wycena porównawcza [PLN]	3,5
Cena rynkowa [PLN]	2,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	27,7%
Kapitalizacja [mln PLN]	53,6
Free float [%]	22,8%
Sektor	odzież i obuwie
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

Analitik:
Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

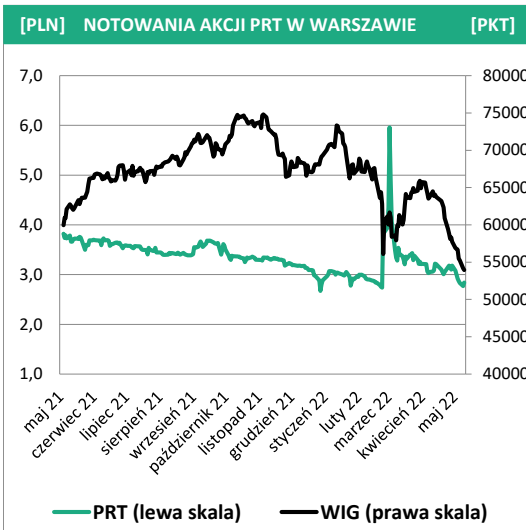
Profil Spółki:

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 :

Luma Investment SA	31,8
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	26,7
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	12,3
TFI PKO SA	6,4



PROTEKTOR SA

raport analityczny

Tyle samo szans co zagrożeń

Otoczenie makroekonomiczne nie sprzyja Protektorowi. Optymizm inwestorów, który wybuchł na fali perspektywy wielu nowych zamówień na obuwie militarne, został szybko zgaszony słabszymi od oczekiwań wynikami oraz ryzykiem towarzyszącym posiadaniu przez Grupę jednego z zakładów produkcyjnych w Nadniestrzu (Mołdawia).

Protektor konsekwentnie, lecz bardzo powoli wprowadza w życie strategię na lata 2020-2023 Człowiek i jego bezpieczeństwo. Jej powodzenie na gruncie przychodowym oraz rentowności będzie zależało od sytuacji w bardzo wielu branżach (m.in. HoReCa, przemysł, budownictwo, sektor medyczny) i na wielu europejskich rynkach. W obliczu prognozowanego spowolnienia gospodarczego w Europie na skutek wojny na Ukrainie, inflacji, drożących surowców oraz niepewności jak te czynniki wpłyną na poszczególne gałęzie gospodarek w różnych krajach, weryfikujemy w dół nasze dotychczasowe prognozy i obniżamy wycenę z 4,6 zł do 3,6 zł, co stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (2,8 zł) na poziomie 28%.

Czynniki wzrostu

1. Odrodzenie przemysłu po pandemii
2. Wzrost zamówień publicznych
3. Obuwie paramilitarne GROM
4. Reorganizacja procesów i produkcji

Czynniki ryzyka

1. Rozszerzenie się konfliktu zbrojnego na Ukrainie
2. Kolejne fale pandemii Covid-19
3. Spadek koniunktury
4. Rosnące ceny surowców i koszty wynagrodzeń

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	93 760,0	98 448,0	103 370,4	108 538,9	113 965,9	119 664,2
EBITDA	6 743,0	7 457,1	8 530,9	9 507,0	10 090,2	10 299,4
<i>marża EBITDA</i>	7,2%	7,6%	8,3%	8,8%	8,9%	8,6%
EBIT	624,0	2 648,1	3 643,1	4 539,7	5 041,0	5 180,3
Zysk netto	873,0	1 436,6	2 196,6	2 850,1	3 234,1	3 339,6
Kapitał własny	45 106,0	47 297,2	50 253,8	53 757,3	57 375,5	60 820,6
Dług	12 259,0	11 059,0	9 859,0	8 659,0	7 459,0	6 259,0
P/E	61,4	37,3	24,4	18,8	16,6	16,1
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	6,1	5,7	5,1	4,7	4,6	4,6
EPS	0,05	0,08	0,12	0,15	0,17	0,18

Źródło: DMBanku BPS S.A., P - prognozy

Spis treści

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.....	3
Czynniki ryzyka.....	5
Wycena.....	7
Zmiana prognozy finansowych.....	9
ESG.....	12
Wykaz stosowanych skrótów.....	14
Informacje i zastrzeżenia prawne.....	14



Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.

Mimo najłabszego ostatniego kwartału pod względem przychodowym na przestrzeni ostatnich lat, przychody w całym 2021 roku wyniosły 93,8 mln zł (wzrost o 3,3% r/r). Biorąc pod uwagę łączną sprzedaż na poziomie 640 tys. par obuwia o wartości 91,7 mln zł (wzrost o 49 tys. par w stosunku do 2020 roku, 8,3% r/r), widać że Grupa może mieć problemy z przeliczeniem rosnących kosztów produkcji na cenę produktów. Marża brutto ze sprzedaży spadła z 37% w 2020 do 34% w 2021 roku. Na pozostałych poziomach na wyniki Protektora w 2021 roku istotny wpływ miała sprzedaż jednej z fabryk zlokalizowanej w Mołdawii. Zbycie udziałów w spółce zależnej Terri-Pa wpłynęło na obniżenie wyniku na poziomie EBITDA o 2 mln zł, a transakcja sprzedaży została ujęta w przychodach finansowych generując zysk ze zbycia jednostki zależnej w kwocie 2,9 mln zł. Według prezesa Malickiego, łączny wpływ zdarzeń o charakterze jednorazowym obciążył wynik na poziomie EBITDA na kwotę 2,5 mln zł. Finalnie zysk netto Grupy w 2021 wyniósł 0,9 mln zł i był o 381 tys. zł niższy w stosunku do roku 2020 (spadek o 30,4%). Marża netto spadła z 1,4% do 0,9%.

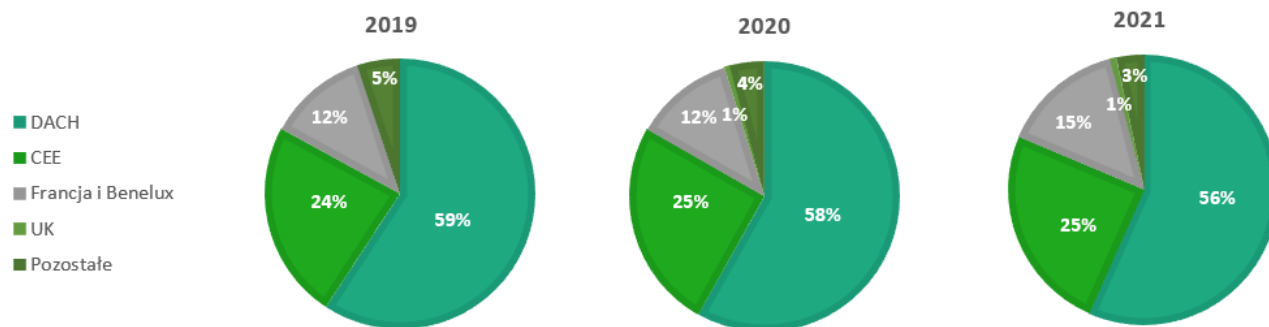
RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021
Przychody ze sprzedaży	25 534,0	24 630,0	25 235,0	24 316,0	24 592,0	15 721,0	24 866,0	25 580,0	25 351,0	22 446,0	25 734,0	20 229,0
Przychody ze sprzedaży produktów	25 097,0	24 552,0	25 062,0	24 211,0	24 505,0	14 890,0	23 752,0	25 442,0	25 281,0	22 247,0	24 810,0	19 248,0
Przychody ze sprzedaży usług	321,0	-182,0	82,0	45,0	15,0	780,0	1 104,0	48,0	27,0	35,0	40,0	4,0
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	116,0	260,0	91,0	60,0	72,0	51,0	10,0	90,0	43,0	164,0	884,0	977,0
Zysk brutto ze sprzedaży	9 796,0	9 109,0	8 994,0	9 291,0	11 014,0	4 112,0	8 901,0	9 732,0	10 161,0	9 526,0	9 259,0	3 244,0
Pozostałe przychody operacyjne	146,0	732,0	249,0	1 667,0	268,0	1 057,0	622,0	999,0	294,0	264,0	217,0	112,0
SG&A	5 843,0	6 821,0	6 590,0	7 988,0	6 581,0	5 513,0	6 014,0	7 375,0	5 579,0	6 178,0	6 190,0	-35,0
Koszty ogólnego zarządu	5 529,0	6 287,0	6 444,0	6 010,0	5 791,0	5 194,0	5 911,0	6 991,0	5 456,0	6 107,0	6 027,0	-1 032,0
Pozostałe koszty operacyjne	314,0	534,0	146,0	1 978,0	790,0	319,0	103,0	384,0	123,0	71,0	163,0	997,0
EBITDA	2 991,0	1 953,0	1 535,0	974,0	3 950,0	-931,0	2 812,0	2 293,0	4 124,0	2 644,0	2 264,0	-2 289,0
EBIT	2 041,0	740,0	391,0	-125,0	2 667,0	-2 251,0	1 452,0	621,0	2 543,0	1 113,0	649,0	-3 681,0
Przychody finansowe	205,0	20,0	111,0	-146,0	77,0	-49,0	47,0	66,0	26,0	249,0	182,0	514,0
Koszty finansowe	389,0	355,0	437,0	-203,0	649,0	-31,0	85,0	76,0	144,0	484,0	552,0	563,0
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji												2 917,0
Zysk brutto	1 857,0	405,0	65,0	-68,0	2 095,0	-2 269,0	1 414,0	611,0	2 425,0	878,0	279,0	-813,0
Zysk netto za okres	991,0	-196,0	-470,0	-844,0	1 013,0	-1 959,0	394,0	1 806,0	1 524,0	170,0	-414,0	-407,0
Marża brutto na sprzedaży	38,4%	37,0%	35,6%	38,2%	44,8%	26,2%	35,8%	38,0%	40,1%	42,4%	36,0%	16,0%
Marża EBITDA	11,7%	7,9%	6,1%	4,0%	16,1%	-5,9%	11,3%	9,0%	16,3%	11,8%	8,8%	-11,3%
Marża netto	3,9%	-0,8%	-1,9%	-3,5%	4,1%	-12,5%	1,6%	7,1%	6,0%	0,8%	-1,6%	-2,0%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

Pozytywny trend wzrostu marży brutto na sprzedaży w połowie ubiegłego roku został zatrzymany. Zarząd Spółki tłumaczy ten fakt procesem pozbywania się zapasów i zastępowania starych kolekcji nowymi. Patrząc na bilans - saldo zapasów spadło z 40,5 mln zł. na koniec 2020 do 40 mln zł na koniec 2021 roku. Wzrosło saldo należności z tytułu dostaw i usług z 6,2 do 7,6 mln zł. Negatywnie postrzegamy również znaczne pogorszenie się sytuacji płynnościowej – stan środków pieniężnych zmniejszył się z 6,0 do 2,1 mln zł na koniec 2021 roku.

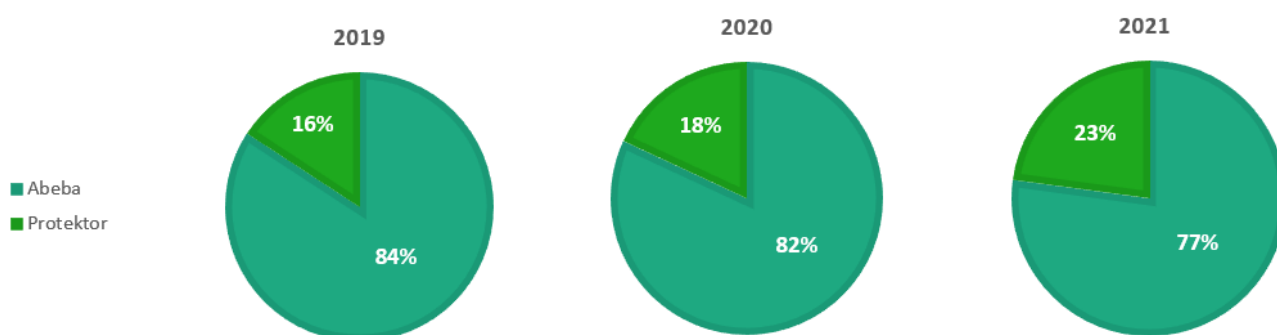
Przedstawiona poniżej struktura przychodów utrzymuje się na stabilnym poziomie. W dalszym ciągu głównym rynkiem dla Grupy są kraje DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria), których udział w przychodach wyniósł 56% (-1,5 pp. r/r). Drugim pod względem wielkości rynkiem zbytu są kraje CEE z udziałem 24,8% (-0,3 pp. r/r), w tym Polska z udziałem 16,8% (-1 pp. r/r). Na trzecim miejscu znajduje się Francja i kraje Benelux z udziałem stanowiącym 14,6% przychodów ze sprzedaży (+2,7 pp. r/r).

Struktura przychodów ze sprzedaży według geografii



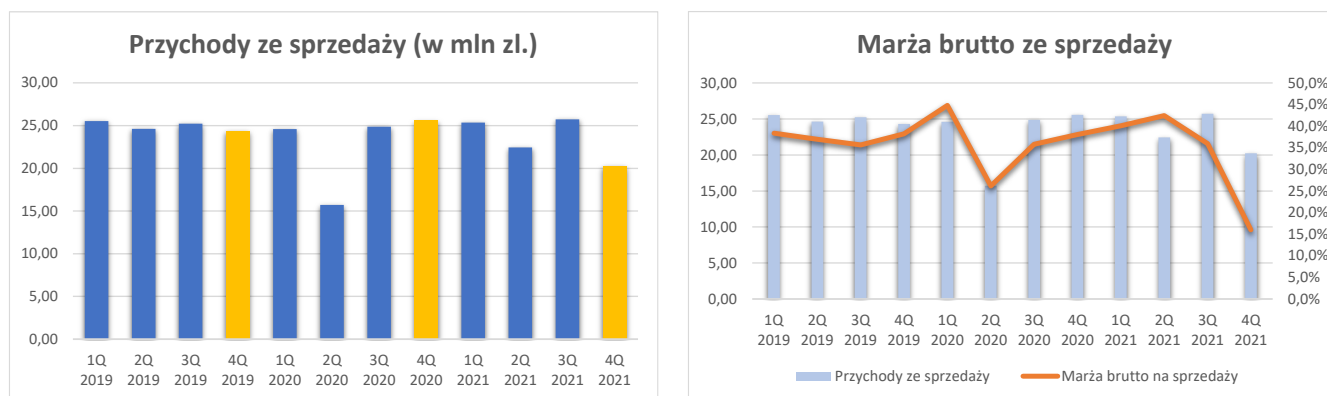
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Struktura przychodów ze sprzedaży według marki



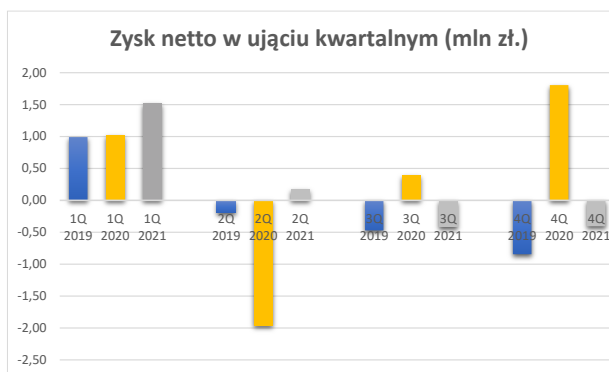
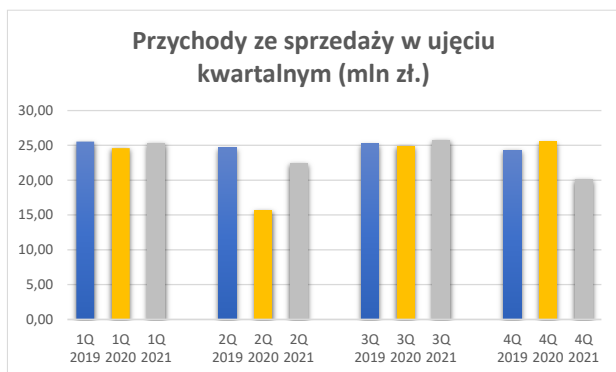
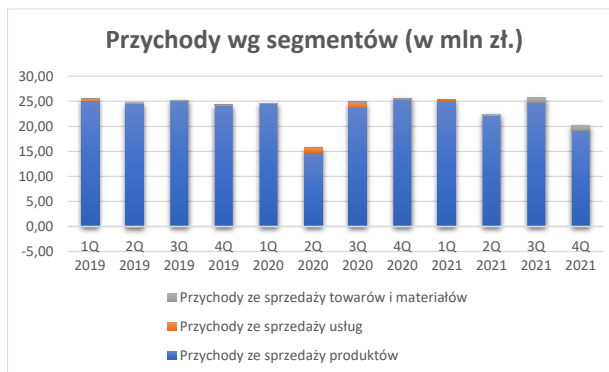
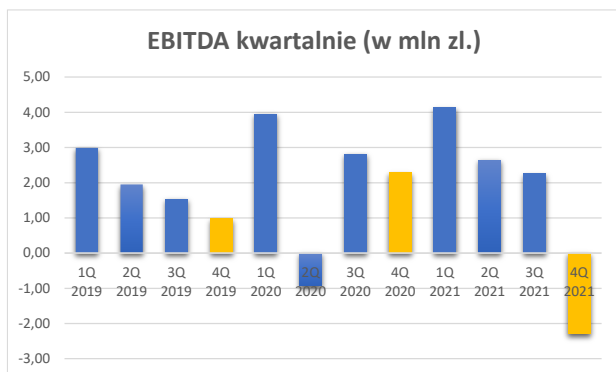
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Sprzedaż produktów na rynku DACH jest prowadzona pod marką własną Abeba, stąd jej udział w przychodach grupy pozostaje dominujący (77%). Na uwagę zasługuje istotny wzrost marki GROM, której sprzedaż w 2021 osiągnęła poziom 6,6 mln zł. i jej udział w łącznych przychodach Grupy wyniósł 7,1%.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Branżę obuwia roboczego i ochronnego, w której funkcjonuje Grupa, charakteryzuje stosunkowo ograniczona cykliczność sprzedaży. Na powyższym wykresie widać, że w IV kw. 201 roku, przychody ukształtowały się poniżej średniej na poziomie ok. 25 mln zł.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z wojną na Ukrainie

Zarząd nie jest w stanie wiarygodnie określić przyszłego wpływu tego konfliktu na wyniki Grupy. Zarząd zwraca uwagę, że ocena przedmiotowego ryzyka ma charakter wielowątkowy i obejmuje analizę utraty rynków surowcowych i zbytu, uzyskania oczekiwanego poziomu przychodów i kosztów, a także zapewnienie ciągłości dostaw obuwia oferowanego w ramach portfolio Grupy. Istotnym czynnikiem ryzyka w kontekście utrzymania oczekiwanego poziomu przychodów w Grupie Protektor jest zachowanie ciągłości dostaw obuwia ze spółki zależnej Rida oraz w mniejszym stopniu ze spółki zewnętrznej Terri-Pa, która została zbyta z dniem 31.12.2021 i nadal współpracuje z Grupą Protektor na zasadzie kooperacji. Obie jednostki zlokalizowane są w Mołdawii, w nieuznawanej na arenie międzynarodowej Naddniestrzańskiej Republice Mołdawskiej, przy granicy z Ukrainą. Zaangażowanie w działania wojenne żołnierzy Naddniestrza może wywołać sankcje gospodarcze i finansowe, które w konsekwencji mogłyby utrudnić lub uniemożliwić wymianę gospodarczą pomiędzy podmiotami zlokalizowanymi w Mołdawii (Naddniestrzu) i w Europie Zachodniej.

Ryzyko związane z pandemią COVID-19

Ryzyko związane z pandemią wciąż się utrzymuje zarówno 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 osiągniętej 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 13.05 oszacowana została na poziomie 3,4 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji PROTEKTOR na 3,4 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 3,5 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	3,5
Wycena DCF	75%	3,4
Cena wynikowa		3,4
Cena docelowa na koniec 2022		3,6

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 2022-24 (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).

	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
CCC SA	Polska	-	20,1	14,9	14,8	3,4	2,7	8,1	7,4	5,6
FOOT LOCKER INC	USA	3,8	6,4	6,8	1,0	0,9	0,8	1,9	2,9	3,2
GEOX SPA	USA	-	14,0	-	2,0	1,7	-	6,0	4,6	-
BATA INDIA LTD	Indie	163,4	51,7	40,4	12,0	10,2	8,5	50,6	27,4	22,7
MSA SAFETY INC	USA	23,0	21,2	-	-	-	-	15,7	14,2	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	USA	13,1	11,7	10,4	2,4	2,1	2,0	7,3	6,9	7,2
Mediana		18,0	17,1	12,6	2,4	2,1	2,3	7,7	7,2	6,4
PROTEKTOR	Polska	37,3	24,4	18,8	1,1	1,1	1,0	8,6	7,5	6,7
premia (dyskonto)		1,1	0,4	0,5	-0,5	-0,5	-0,6	0,1	0,0	0,0
Implikowana wycena		25,9	37,5	35,9	113,3	104,8	124,8	48,2	51,2	51,3
Wycena 1 akcji (PLN)		3,46								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka: prognoza w oparciu o rentowność 10-letnich obligacji skarbowych
- Koszt długu szacowany na podstawie prognozowanego WIBOR6M powiększony o marżę 1,5%
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,272 (obliczony na podstawie trzyletniego okresu stóp zwrotu akcji Protektor i indeksu WIG)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,08% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1%
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	93 760,0	98 448,0	103 370,4	108 538,9	113 965,9	119 664,2	120 860,8
EBITDA	6 743,0	7 457,1	8 530,9	9 507,0	10 090,2	10 299,4	10 351,2
EBIT	624,0	2 648,1	3 643,1	4 539,7	5 041,0	5 180,3	5 232,1
Stopa podatkowa	68%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	196,7	1 986,1	2 732,3	3 404,8	3 780,7	3 885,3	3 924,1
Amortyzacja	6 119,0	4 809,0	4 887,9	4 967,3	5 049,2	5 119,1	5 119,1
CAPEX	2 024,0	2 274,7	2 478,6	2 259,1	2 337,4	2 358,4	2 358,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	-3 549,0	4 706,5	1 246,1	2 292,1	2 356,7	2 424,6	2 424,6
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	7 840,7	-186,1	3 895,5	3 820,9	4 135,8	4 221,4	4 260,2
Współczynnik dyskontujący		0,95	0,88	0,82	0,77	0,72	0,69
DFCF		-176,9	3 420,1	3 121,8	3 170,0	3 060,4	2 921,3
Stopa wzrostu po okresie prognozy		1%					
Wartość rezydualna (TV)		90 155,2					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		61 821,2					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		74 416,6					
Dług netto/(gotówka netto)		10 209,0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		64 207,6					
Liczba akcji [w tys.]		19 021,6					
Cena jednej akcji [PLN]		3,4					
Przychody zmiana r/r		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r		324,4%	37,6%	24,6%	11,0%	2,8%	1,0%
FCF zmiana r/r		-102,4%	-2193,4%	-1,9%	8,2%	2,1%	0,9%
Marża EBITDA		7,6%	8,3%	8,8%	8,9%	8,6%	8,6%
Marża EBIT		2,7%	3,5%	4,2%	4,4%	4,3%	4,3%
Marża NOPLAT		2,0%	2,6%	3,1%	3,3%	3,2%	3,2%
CAPEX/Przychody		2,3%	2,4%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja		47,3%	50,7%	45,5%	46,3%	46,1%	46,1%
Zmiana kapitału obrotowego		4 706,48	1 246,12	2 292,13	2 356,74	2 424,57	2 424,57

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	8,18%	8,18%	7,18%	6,18%	5,18%	5,18%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Beta (zlewarowana)	0,32	0,31	0,30	0,30	0,29	0,29
Koszt kapitału własnego	9,8%	9,8%	8,7%	7,7%	6,7%	6,7%
Udział kapitału własnego	48,2%	48,2%	51,0%	52,2%	53,5%	53,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,1%	5,4%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	51,8%	51,8%	49,0%	47,8%	46,5%	46,5%
WACC	8,29%	8,28%	7,46%	6,59%	5,73%	5,73%

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

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1
	0,75%	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1
	0,50%	2,7	2,9	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2
	0,25%	2,8	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2
	0,00%	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,3
	-0,25%	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1	4,3
	-0,50%	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,9	4,1	4,4
	-0,75%	2,9	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	4,4
	-1,00%	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Zmiana prognozy finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 10.12.2021 [tys. zł.]

	2021			2022P			2023P		
	prognoza	realizacja	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	95 297,0	93 760,0	-1,6%	100 061,8	98 448,0	-1,6%	105 064,9	103 370,4	-1,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	36 164,2	32 190,0	-11,0%	37 972,5	34 895,1	-8,1%	39 871,1	36 639,9	-8,1%
Koszty sprzedaży	8 834,0	14 541,0	64,6%	9 275,7	14 767,2	59,2%	9 739,5	14 471,9	48,6%
Koszty ogólnego zarządu	25 081,4	16 558,0	-34,0%	26 335,4	18 213,8	-30,8%	27 652,2	19 124,5	-30,8%
Pozostałe przychody operacyjne	2 608,7	887,0	-66,0%	2 782,9	2 209,0	-20,6%	2 779,2	2 014,0	-27,5%
Pozostałe koszty operacyjne	2 284,0	1 354,0	-40,7%	1 940,0	1 475,0	-24,0%	2 112,0	1 414,5	-33,0%
EBITDA	8 122,0	6 743,0	-17,0%	7 623,8	7 457,1	-2,2%	8 004,9	8 530,9	6,6%
EBIT	2 573,5	624,0	-75,8%	3 204,2	2 648,1	-17,4%	3 146,6	3 643,1	15,8%
Zysk brutto	2 055,2	2 769,0	34,7%	2 556,1	1 915,5	-25,1%	2 545,1	2 928,8	15,1%
Podatek dochodowy	513,8	1 896,0	269,0%	639,0	478,9	-25,1%	636,3	732,2	15,1%
Zysk netto za okres	1 541,4	873,0	-43,4%	1 917,1	1 436,6	-25,1%	1 908,8	2 196,6	15,1%
Marża brutto ze sprzedaży	37,9%	34,3%		37,9%	35,4%		37,9%	35,4%	
Marża EBITDA	8,5%	7,2%		7,6%	7,6%		7,6%	8,3%	
Marża EBIT	2,7%	0,7%		3,2%	2,7%		3,0%	3,5%	
Marża netto	1,6%	0,9%		1,9%	1,5%		1,8%	2,1%	

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

W stosunku do poprzedniej prognozy z początku grudnia niewiele zmieniamy nasze założenia. Dalej uważamy, że wejście na rynek z nowymi produktami powinno zapewnić Protektorowi długo oczekiwany wzrost przychodów – zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 5%, natomiast wzrost cen surowców i spadek rentowności w 2021 roku przekłada się na wzrost prognozowanych kosztów. Liczymy na pozytywny efekt odmłodzenia produktów marki Abeba, której dominujący udział w przychodach Grupy zakładamy również w kolejnych latach, a rozpoczęcie współpracy z Vibram oraz Michelin w zakresie produkcji podeszw, powinno przelożyć się na dalszą poprawę jakości i stworzyć szansę na wzrost marży brutto ze sprzedaży. Pierwsze produkty mają się pojawić na rynku w I kw. 2022 (Vibram) oraz II kw. 2022 (Michelin). Uważamy że na wyniki w 2022 roku dalej pozytywnie powinien wpływać słaby złoty (Grupa ok. 85% przychodów generuje zagranicą). Po stronie kosztowej wciąż widzimy spore pole do optymalizacji poprzez m.in. połączenie magazynów i logistyki marek Abeba i Protektor oraz taką alokację produkcji pomiędzy Polską a Mołdawią, która zapewni z jednej strony lepsze wykorzystanie nowoczesnego parku

maszynowego w Polsce. Największe zagrożenia aktualnie upatrujemy w sytuacji za naszą wschodnią granicą i ryzykiem rozszerzenia się konfliktu zbrojnego na terytorium Nadniestrza, gdzie Protektor wciąż posiada jeden z zakładów produkcyjnych. Wciąż widzimy również ryzyko w kolejnych falach pandemii, co może mieć negatywne przełożenie na sprzedaż do branży HoReCa oraz możliwość pokazania się Protektorowi na targach branżowych z nowymi produktami, co jest niezwykle istotne myśląc o nowych kontraktach.

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	99 715,0	90 759,0	93 760,0	98 448,0	103 370,4	108 538,9	113 965,9	119 664,2
Przychody ze sprzedaży produktów	98 922,0	88 589,0	91 586,0	98 005,0	102 905,2	108 050,5	113 453,0	119 125,7
Przychody ze sprzedaży usług	266,0	1 947,0	106,0	147,7	155,1	162,8	170,9	179,5
Przychody ze sprzedaży towarów i	527,0	223,0	2 068,0	295,3	310,1	325,6	341,9	359,0
Koszt własny sprzedaży	62 525,0	57 002,0	61 570,0	63 552,9	66 730,5	70 067,0	73 570,4	77 248,9
Koszt sprzedanych produktów	61 943,0	54 836,0	59 931,0	63 213,2	66 373,9	69 692,6	73 177,2	76 836,1
Koszt sprzedanych usług	239,0	2 001,0	62,0	118,1	124,0	130,2	136,8	143,6
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	343,0	165,0	1 577,0	221,5	232,6	244,2	256,4	269,2
Zysk brutto ze sprzedaży	37 190,0	33 757,0	32 190,0	34 895,1	36 639,9	38 471,9	40 395,5	42 415,3
Koszty sprzedaży	9 695,0	8 733,0	14 541,0	14 767,2	14 471,9	14 110,1	14 815,6	15 556,3
Koszty ogólnego zarządu	24 270,0	23 887,0	16 558,0	18 213,8	19 124,5	20 080,7	21 084,8	22 139,0
Pozostałe przychody operacyjne	2 794,0	2 946,0	887,0	2 209,0	2 014,0	1 703,3	1 975,4	1 897,6
Pozostałe koszty operacyjne	2 972,0	1 596,0	1 354,0	1 475,0	1 414,5	1 444,8	1 429,6	1 437,2
Zysk na działalności operacyjnej	3 047,0	2 487,0	624,0	2 648,1	3 643,1	4 539,7	5 041,0	5 180,3
Przychody finansowe	190,0	141,0	971,0	434,0	515,3	640,1	529,8	561,8
Koszty finansowe	978,0	779,0	1 743,0	1 166,7	1 229,6	1 379,7	1 258,7	1 289,3
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	0,0	0,0	2 917,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	2 259,0	1 849,0	2 769,0	1 915,5	2 928,8	3 800,1	4 312,2	4 452,8
Podatek dochodowy	2 778,0	597,0	1 896,0	478,9	732,2	950,0	1 078,0	1 113,2
ZN z działalności kontynuowanej	-519,0	1 252,0	873,0	1 436,6	2 196,6	2 850,1	3 234,1	3 339,6
Zysk netto za okres	-519,0	1 252,0	873,0	1 436,6	2 196,6	2 850,1	3 234,1	3 339,6

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

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	6 634,0	6 186,0	2 197,0	4 259,7	5 216,1	4 827,1	5 760,1	4 985,7
CF Inwestycyjny	-1 632,0	3 092,0	-2 768,0	-1 974,7	-2 178,6	-1 959,1	-2 037,4	-2 058,4
CF Finansowy	-3 035,0	-6 883,0	-3 426,0	-2 366,7	-2 429,6	-2 579,7	-2 458,7	-2 489,3
Przepływy pieniężne netto	1 967,0	2 395,0	-3 997,0	-81,6	608,0	288,3	1 264,0	438,0
Środki pieniężne na początek okresu	1 685,0	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 968,4	2 576,4	2 864,7	4 128,7
Środki pieniężne na koniec okresu	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 968,4	2 576,4	2 864,7	4 128,7	4 567,7

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 019	2 020	2 021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	36 141,0	40 977,0	37 437,0	35 418,4	36 552,3	37 518,3	37 570,7	38 220,0
Wartości niematerialne i prawne	5 582,0	6 725,0	7 344,0	7 490,9	7 640,7	7 793,5	7 949,4	8 108,4
Rzeczowe aktywa trwałe	10 872,0	11 247,0	7 765,0	8 032,8	8 309,9	8 596,5	8 893,0	9 199,8
Rzeczowe aktywa trwałe - leasingi	18 152,0	20 347,0	16 445,0	16 536,0	16 635,1	16 725,5	16 819,0	16 819,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe rozliczenia międzyokr.	59,0	1 044,0	4 151,0	1 751,3	2 315,4	2 739,3	2 268,7	2 441,1
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1 476,0	1 614,0	1 732,0	1 607,3	1 651,1	1 663,5	1 640,6	1 651,7
Aktywa obrotowe	57 309,0	58 037,0	56 123,0	57 394,6	59 740,2	62 886,7	67 151,8	70 742,0
Zapasy	39 356,0	40 529,0	40 018,0	42 332,6	44 449,3	46 671,7	49 005,3	51 455,6
Należności z tytułu dostaw i usług	6 425,0	6 163,0	7 594,0	7 875,8	7 235,9	7 597,7	7 977,6	8 376,5
<i>od jednostek powiązanych</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>od pozostałych jednostek</i>	6 425,0	6 163,0	7 594,0	7 875,8	7 235,9	7 597,7	7 977,6	8 376,5
<i>Należności z tytułu bieżącego podatku doch.</i>	2 406,0	2 142,0	1 904,0	2 264,3	2 377,5	2 496,4	2 621,2	2 752,3
Pozostałe należności krótkoterminowe	745,0	1 828,0	3 550,0	1 969,0	2 067,4	2 170,8	2 279,3	2 393,3
Pozostałe krótkoterminowe aktywa fin.	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 968,4	2 576,4	2 864,7	4 128,7	4 567,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokr.	455,0	1 324,0	1 007,0	984,5	1 033,7	1 085,4	1 139,7	1 196,6
Aktywa trwałe zaklasyfikowane, jako przezn.	4 270,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	93 450,0	99 014,0	93 560,0	92 813,0	96 292,5	100 405,0	104 722,5	108 962,0
Kapitał (fundusz) własny	48 630,0	51 565,0	45 106,0	47 297,2	50 253,8	53 757,3	57 375,5	60 820,6
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	-738,0	1 103,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kapitały	1 745,0	686,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0
Zyski zatrzymane, w tym	26 245,0	28 388,0	17 631,0	19 822,2	22 778,8	26 282,3	29 900,5	33 345,6
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	26 736,0	27 304,0	16 949,0	18 385,6	20 582,2	23 432,3	26 666,4	30 006,0
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku przypadaj</i>	-491,0	1 084,0	682,0	1 436,6	2 196,6	2 850,1	3 234,1	3 339,6
Udziały niesprawujące kontroli	1 571,0	1 581,0	408,0	408,0	408,0	408,0	408,0	408,0
Zobowiązania i rezerwy	44 820,0	47 449,0	48 454,0	45 515,8	46 038,6	46 647,6	47 347,1	48 141,5
Zobowiązania długoterminowe	16 261,0	15 035,0	11 571,0	10 742,8	11 035,0	11 351,9	11 694,6	12 064,4
Długoterminowe %	3 225,0	1 468,0	1 098,0	898,0	698,0	498,0	298,0	98,0
Zobowiązania krótkoterminowe	28 559,0	32 414,0	36 883,0	34 773,0	35 003,6	35 295,7	35 652,5	36 077,0
Krótkoterminowe %	10 159,0	10 408,0	11 161,0	10 161,0	9 161,0	8 161,0	7 161,0	6 161,0
Pasywa razem	93 450,0	99 014,0	93 560,0	92 813,0	96 292,5	100 405,0	104 722,6	108 962,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Protektor w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (Environment), społecznej (Social) i ładu korporacyjnego (Governance) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW.

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

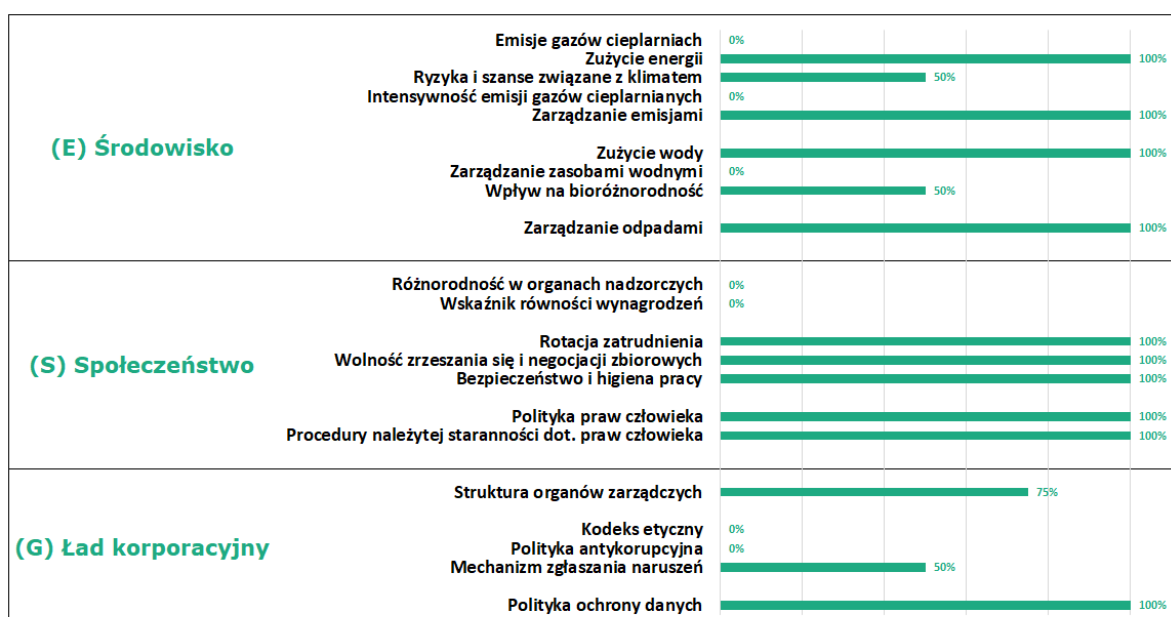
Protektor w 2020 roku stosowała się do zbioru zasad ładu korporacyjnego zawartego w dokumencie "Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016" przyjętych Uchwałą Nr 26/1413/2015 z dnia 13 października 2015 r. przez Radę Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Zbiór ten dostępny jest na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. poświęconej tematyce ładu korporacyjnego. W naszej ocenie stworzenie kodeksu etycznego może być bardzo istotne w kontekście posiadania przez Grupę zakładu produkcyjnego w Nadniestrzu (Mołdawia) i potencjalnego złego postrzegania Grupy przez inwestorów instytucjonalnych.

Protektor nie sporządza dedykowanych raportów poświęconych informacjom niefinansowym (w tym ESG), stąd informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych poszukujemy w raportach rocznych, sprawozdaniach Zarządu z działalności oraz na stronach internetowych Spółki. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Protektor oceniamy jako dostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 11,17 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C.**

DM BPS ESG SCORE	C
------------------	----------

L. PUNKTÓW	11,17
------------	--------------

ESG score	11,17
(E) Środowisko	2,85
(S) Społeczeństwo	5,84
(G) Ład korporacyjny	2,48



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z działalności za 2021 rok Strona internetowa protektorsa.pl

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępny na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne

W naszej ocenie Protektor posiada duży potencjał, aby poprawić komunikację z rynkiem głównie w obszarach związanych ze środowiskiem (ryzyka i szanse związane z klimatem, zarządzanie emisjami, zasobami wodnymi, bioróżnorodność) oraz z ładem korporacyjnym (stworzenie kodeksu etycznego i polityki antykorupcyjnej)

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. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 13 maja 2022 roku, 08:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 maja 2022 roku, 08:45

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 zlecających.

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 jakiegokolwiek 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

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	17.05.2021	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	19.05.2021	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
ML SYSTEM	TRZYMAJ	126,00	118,00	Raport Inicjujący	30.06.2021	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	01.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	07.09.2021	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	07.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	07.09.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	06.10.2021	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	08.10.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	30.12.2021	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	30.12.2021	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	04.01.2022	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541
	<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>