

13.03.2023 08:30

**Dane podstawowe**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>
<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>2,7</b>
Wycena DCF [PLN]	2,9
Wycena porównawcza [PLN]	1,9
Cena rynkowa [PLN]	2,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	14,6%
Kapitalizacja [mln PLN]	148,2
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

**Analitik**
**Artur Wizner**

Tel.: +48 (22) 53 95 548

**Profil Spółki**

Producent i dystrybutor obuwi 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**

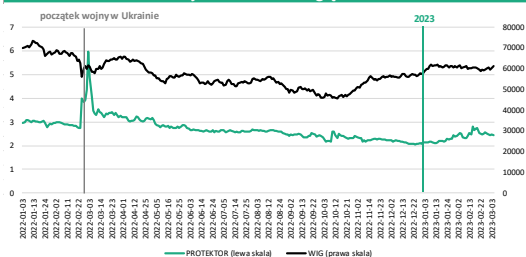
	[%]
Luma Investment SA	32,1
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	26,7
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	8,7
OFE Nationale-Nederlanden	4,0

**Czynniki wzrostu**

Udział w przetargach  
Konkurencyjna oferta  
Poprawa efektywności

**Czynniki ryzyka**

Ryzyko recesji  
Presja kosztowa  
Sytuacja w Nadniestrzu

**Kurs akcji PROTEKTOR względem WIG**


# Protektor SA

**Raport aktualizujący**

**Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako przeciętne.** Po trzech kwartałach 2022 Protektor wypracował sprzedaż w wysokości 77,5 mln zł, co oznacza wzrost o 5,4 % r/r. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie była wyższa niż rok wcześniej o 3,7 p.p. i wyniosła 35,7 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach spadł do 3 mln zł (-30,6%), a okres zakończył się stratą w wysokości 443 tys. zł. Spadki zysków wynikają z istotnego wzrostu kosztów sprzedaży (+66,3%) oraz prawie dwukrotnego wzrostu kosztów finansowych.

**Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, fundamenty Spółki uważamy za stabilne,** stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na względnie bezpiecznym poziomie 0,55. Na koniec września Protektor dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 982 tys. zł, co zapewnia płynność również na względnie bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była lekko poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 1,43).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwanie stanowić będzie odbudowa rentowności na wszystkich poziomach.

**Finalnie obniżamy naszą wycenę do 2,7 zł za 1 akcję na koniec 2023 r.,** co wynika z rewizji naszych prognoz w dół na poziomie zarówno przychodów (spodziewamy się, że ryzyko spowolnienia gospodarczego w wielu branżach może ulec materializacji) jak i zysków.

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	93 760	101 347	99 923	104 995	110 325	115 926
<b>EBITDA</b>	6 743	8 241	9 320	8 777	9 600	10 883
<b>marża EBITDA</b>	7,2%	8,1%	9,3%	8,4%	8,7%	9,4%
<b>EBIT</b>	624	1 754	2 443	1 460	1 809	2 586
<b>Zysk netto</b>	873	-1 258	583	449	758	1 226
<b>Kapitał własny</b>	44 698	18 164	19 339	20 244	21 771	24 242
<b>Dług netto</b>	21 214	24 615	25 892	24 193	20 593	14 032
<b>P/E</b>	50,5	-35,1	75,7	98,2	58,2	36,0
<b>P/BV</b>	1,0	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8
<b>EV/EBITDA</b>	9,7	8,3	7,5	7,8	6,7	5,3
<b>EPS</b>	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wycena

### Założenia do wyceny

Protektor jest dość mocno zależny od koniunktury w różnych sektorach (m.in. HoReCa, przemysł, budownictwo, sektor medyczny) w wielu krajach. Nastawiając się na bardziej konkurencyjną ofertę na głównych rynkach w 2020 roku przyjął strategię na lata 2020-23 Człowiek i jego bezpieczeństwo, zakładającą m.in. odmłodzenie i ulepszenie oferowanych produktów. W wyniku błędnych założeń dotyczących czasu trwania pandemii, Grupa w lutym br. poinformowała o rezygnacji z realizacji strategii. Dodatkowo rosyjska inwazja na Ukrainę, stworzyła dla Grupy zarówno szanse (wzrost sprzedaży obuwi militarnego GROM), jak również zagrożenia. Protektor wciąż posiada jeden z zakładów produkcyjnych w Nadniestrzu (Mołdawia). Uważamy, że spadek marży brutto ze sprzedaży w 2022 roku jest w dużej mierze związany z modelem sprzedaży (głównie kontrakty b2b). W naszej ocenie Protektor powinien być dość odporny na prognozowane spowolnienie gospodarcze (zakładamy stabilny wzrost przychodów), natomiast pod względem kosztowym, uważamy że konieczność przeniesienia produkcji z Mołdawii do Polski wygeneruje dodatkowe koszty, które będą mieć negatywny wpływ na wyniki w 2023 roku.

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla spółek z branży obuwniczej. Średnia wycena na dzień 13.03. oszacowana została na poziomie 2,7 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 2,9 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,9zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	2,9
Wycena Porównawcza	0,25	1,9
<b>Cena wynikowa na dzień 13.03</b>		<b>2,7</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2023</b>		<b>2,7</b>

Źródło: DM Banku BPS SA

### Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
CCC SA	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
FOOT LOCKER INC	9,9	10,6	9,8	1,3	1,2	1,1	5,1	5,4	5,2
GEOX SPA	17,0	9,0	-	2,2	1,8	-	5,7	4,8	7,3
BATA INDIA LTD	55,5	41,2	33,9	11,1	9,8	8,1	24,2	20,1	17,2
MSA SAFETY INC	24,6	21,9	-	-	-	-	15,0	13,8	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	16,4	14,6	12,7	2,5	2,1	2,2	9,2	8,5	7,7
Średnia	24,7	19,5	32,7	3,9	3,7	3,6	11,4	10,0	8,6
Mediana	17,0	14,6	23,3	2,3	2,1	2,6	9,3	7,9	7,3
Protektor	-35,1	75,7	98,2	0,7	0,7	0,7	9,7	8,1	7,0
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>9 888</b>	<b>6 565</b>	<b>17 642</b>	<b>44 526</b>	<b>43 363</b>	<b>55 746</b>	<b>60 472</b>	<b>44 853</b>	<b>49 018</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>1,94</b>								

Źródło: Bloomberg, PAP, DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: 0,14 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnym
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy brak wypłaty dywidendy w całym okresie prognozy

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
<b>Przychody</b>	<b>93 760</b>	<b>101 347</b>	<b>99 923</b>	<b>104 995</b>	<b>110 325</b>	<b>115 926</b>	<b>116 215</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6 743</b>	<b>8 241</b>	<b>9 320</b>	<b>8 777</b>	<b>9 600</b>	<b>10 883</b>	<b>2 599</b>
<b>EBIT</b>	<b>624</b>	<b>1 754</b>	<b>2 443</b>	<b>1 460</b>	<b>1 809</b>	<b>2 586</b>	<b>2 592</b>
CIT	68,5%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%
<b>NOPLAT</b>		<b>870</b>	<b>1 212</b>	<b>724</b>	<b>898</b>	<b>1 283</b>	<b>1 286</b>
Amortyzacja		6 488	6 877	7 317	7 791	8 298	8 298
CAPEX		-2 525	-2 401	-1 385	-1 457	-1 473	-1 473
Inwestycje w kapitał obrotowy		-2 152	5 152	5 708	4 796	2 254	2 254
<b>FCFF</b>		<b>6 984</b>	<b>537</b>	<b>948</b>	<b>2 436</b>	<b>5 853</b>	<b>5 853</b>
WACC		7,4%	7,1%	7,1%	6,8%	6,4%	6,4%
<b>DCFF</b>		<b>6 501</b>	<b>468</b>	<b>772</b>	<b>1 875</b>	<b>4 300</b>	
<b>Suma DCF</b>		<b>13 916,0</b>					
Wartość rezydualna (TV)		95 775,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		66 152,9					
Udział zdyskontowanej TV w EV		82,6%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>80 068,9</b>					
Środki pieniężne na 13.03.2023		3 781,0					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		28 524,2					
Dług netto na 13.03.2023		24 743,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>55 325,7</b>					
<b>Liczba akcji (tys.)</b>		<b>19 022</b>					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>2,91</b>					
Przychody zmiana r/r		8,1%	-1,4%	5,1%	5,1%	5,1%	
EBIT zmiana r/r			39,3%	-40,2%	23,9%	42,9%	
FCF zmiana r/r			-92,3%	76,5%	156,9%	140,3%	
Marża EBITDA		8,1%	9,3%	8,4%	8,7%	9,4%	
Marża EBIT		1,7%	2,4%	1,4%	1,6%	2,2%	
Marża NOPLAT		0,9%	1,2%	0,7%	0,8%	1,1%	
CAPEX/Przychody		2,5%	2,4%	1,3%	1,3%	1,3%	
CAPEX/Amortyzacja		38,9%	34,9%	18,9%	18,7%	17,8%	

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
<b>4,4%</b>	4,25	4,36	4,48	4,60	4,73	4,87	5,01	
<b>4,9%</b>	3,76	3,85	3,94	4,04	4,14	4,25	4,36	
<b>5,4%</b>	3,36	3,43	3,51	3,59	3,67	3,76	3,85	
<b>5,9%</b>	3,03	3,09	3,15	3,22	3,29	3,36	3,43	
<b>zmiana WACC dla TV</b>	<b>6,4%</b>	<b>2,75</b>	<b>2,80</b>	<b>2,85</b>	<b>2,91</b>	<b>2,97</b>	<b>3,03</b>	<b>3,09</b>
	<b>6,9%</b>	2,51	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75	2,80
	<b>7,4%</b>	2,30	2,34	2,38	2,42	2,46	2,51	2,55
	<b>7,9%</b>	2,12	2,15	2,19	2,22	2,26	2,30	2,34
	<b>8,4%</b>	1,96	1,99	2,02	2,05	2,08	2,12	2,15

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,49%	7,00%	7,00%	6,50%	6,00%	6,00%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,49%	11,00%	11,00%	10,50%	10,00%	10,00%
1-CIT (realny)	31,5%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>2,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	6,58%	6,11%	6,11%	5,61%	5,11%	5,11%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Zalewarowana beta	0,28	0,50	0,46	0,48	0,42	0,34	0,34
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>3,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	44 698	18 164	19 339	20 244	21 771	24 242	24 242
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	24 362	29 842	28 206	31 570	27 934	21 298	21 298
<b>Razem</b>	<b>69 060</b>	<b>48 006</b>	<b>47 545</b>	<b>51 814</b>	<b>49 705</b>	<b>45 540</b>	<b>45 540</b>
D/E	0,55	1,64	1,46	1,56	1,28	0,88	0,88
Udział Ke	0,65	0,38	0,41	0,39	0,44	0,53	0,53
Udział Kd	0,35	0,62	0,59	0,61	0,56	0,47	0,47
Ważony koszt kapitału własnego	2,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	4,0%	4,0%
Ważony koszt kapitału obcego	0,7%	3,5%	3,2%	3,3%	2,9%	2,3%	2,3%
<b>WACC</b>	<b>2,7%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>90 759</b>	<b>93 760</b>	<b>101 347</b>	<b>99 923</b>	<b>104 995</b>	<b>110 325</b>	<b>115 926</b>
Sprzedaż produktów	88 589	91 586	99 721	99 386	104 431	109 733	115 303
Sprzedaż usług	1 947	106	151	150	158	166	175
Sprzedaż materiałów	223	2 068	1 474	386	406	427	448
Koszty własny sprzedaży	-57 002	-61 570	-66 194	-64 843	-68 135	-72 421	-76 097
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>33 757</b>	<b>32 190</b>	<b>35 152</b>	<b>35 080</b>	<b>36 860</b>	<b>37 904</b>	<b>39 828</b>
Koszty sprzedaży	-8 733	-14 541	-17 068	-14 826	-15 578	-16 369	-17 200
Koszty zarządu	-23 887	-16 558	-16 834	-18 301	-20 298	-20 206	-20 524
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>1 137</b>	<b>1 091</b>	<b>1 251</b>	<b>1 953</b>	<b>984</b>	<b>1 329</b>	<b>2 104</b>
Pozostałe przychody operacyjne	2 946	887	879	826	811	816	817
Pozostałe koszty operacyjne	-1 596	-1 354	-376	-337	-335	-336	-336
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>2 487</b>	<b>624</b>	<b>1 754</b>	<b>2 443</b>	<b>1 460</b>	<b>1 809</b>	<b>2 586</b>
Przychody finansowe	141	971	669	887	808	845	838
Koszty finansowe	-779	-1 743	-2 909	-2 156	-1 362	-1 127	-951
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	2917	0	0	0	0	0
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>1 849</b>	<b>2 769</b>	<b>-487</b>	<b>1 174</b>	<b>905</b>	<b>1 527</b>	<b>2 472</b>
Podatek dochodowy	-597	-1 896	-771	-592	-456	-769	-1 245
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>1 252</b>	<b>873</b>	<b>-1 258</b>	<b>583</b>	<b>449</b>	<b>758</b>	<b>1 226</b>

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

### Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>AKTYWA</b>	<b>99 014</b>	<b>93 560</b>	<b>102 322</b>	<b>104 215</b>	<b>113 688</b>	<b>117 952</b>	<b>122 673</b>
Aktywa trwałe	40 977	37 437	43 372	45 044	46 795	48 629	50 550
Rzeczowe aktywa trwałe	31 594	24 210	28 014	29 383	30 819	32 325	33 905
Wartości niematerialne i prawne	6 725	7 344	7 901	7 901	7 901	7 901	7 901
Pozostałe aktywa długoterminowe	2 658	5 883	7 457	7 760	8 075	8 403	8 744
Aktywa obrotowe	58 037	56 123	58 950	59 171	66 894	69 324	72 123
Zapasy	40 529	40 018	45 676	47 531	49 461	51 469	53 559
Należności krótkoterminowe	10 133	13 048	8 868	10 447	10 977	11 534	12 120
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 047	2 050	4 406	1 193	6 456	6 320	6 445
Pozostałe aktywa	1 324	1 007	-	-	-	-	-
<b>PASYWA</b>	<b>99 014</b>	<b>93 560</b>	<b>102 322</b>	<b>104 215</b>	<b>113 688</b>	<b>117 952</b>	<b>122 673</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	49 984	44 698	18 164	19 339	20 244	21 771	24 242
Kapitał podstawowy	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572
Kapitał zapasowy	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	1 643	468	437	1 964	4 435
Udziały niekontrolujące	1 581	408	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	15 035	11 571	38 839	39 966	51 973	57 431	62 450
Długoterminowe kredyty i pożyczki	1 468	1 098	821	1 121	921	1 021	821
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	13 228	9 589	11 775	8 530	12 284	9 039	5 794
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	339	884	957	957	957	957	957
Zobowiązania krótkoterminowe	32 414	36 883	45 319	44 910	41 472	38 750	35 981
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	8 927	11 161	14 609	17 309	15 509	16 409	14 609
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 481	2 514	2 637	1 247	2 856	1 465	74
Zobowiązania handlowe	10 455	11 861	15 490	13 773	10 525	8 294	8 715
Pozostałe zobowiązania	11 551	11 347	12 582	12 582	12 582	12 582	12 582

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

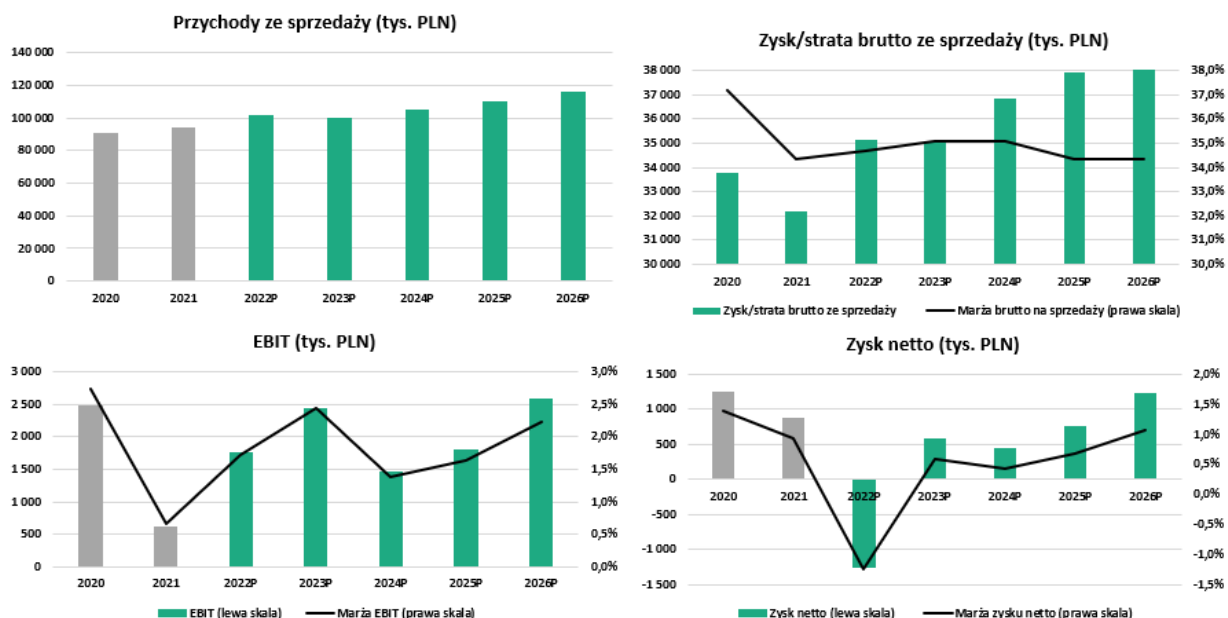
RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	6 186	2 197	7 459	2 979	4 646	6 084	9 185
Przepływy inwestycyjne	3 092	- 2 768	- 1 591	- 2 401	- 1 385	- 1 457	- 1 473
Przepływy finansowe	- 6 883	- 3 426	- 3 512	- 3 792	- 2 002	- 4 763	- 7 587
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>2 395</b>	<b>- 3 997</b>	<b>2 356</b>	<b>- 3 213</b>	<b>5 263</b>	<b>- 136</b>	<b>124</b>
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	2 395	- 3 997	2 356	- 3 213	5 263	- 136	124
Środki pieniężne na początek okresu	3 652	6 047	2 050	4 406	1 193	6 456	6 320
Środki pieniężne na koniec okresu	<b>6 047</b>	<b>2 050</b>	<b>4 406</b>	<b>1 193</b>	<b>6 456</b>	<b>6 320</b>	<b>6 445</b>

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-9,0%	3,3%	8,1%	-1,4%	5,1%	5,1%	5,1%
EBITDA (zmiana, r/r)	9,0%	-17,0%	22,2%	13,1%	-5,8%	9,4%	13,4%
EBIT (zmiana, r/r)	-18,4%	-74,9%	181,0%	39,3%	-40,2%	23,9%	42,9%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-341,2%	-30,3%	-244,1%	-146,3%	-22,9%	68,6%	61,9%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>37,2%</b>	<b>34,3%</b>	<b>34,7%</b>	<b>35,1%</b>	<b>35,1%</b>	<b>34,4%</b>	<b>34,4%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>8,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,4%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Marża brutto</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,1%</b>
<b>COGS / Przychody</b>	<b>62,8%</b>	<b>65,7%</b>	<b>65,3%</b>	<b>64,9%</b>	<b>64,9%</b>	<b>65,6%</b>	<b>65,6%</b>
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	<b>37,4%</b>	<b>34,8%</b>	<b>30,7%</b>	<b>33,9%</b>	<b>31,6%</b>	<b>32,5%</b>	<b>31,6%</b>
<b>SG&amp;A / COGS</b>	<b>59,6%</b>	<b>53,0%</b>	<b>47,0%</b>	<b>52,3%</b>	<b>48,6%</b>	<b>49,5%</b>	<b>48,1%</b>
<b>ROE</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-6,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>5,1%</b>
<b>ROA</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Dług (tys. PLN)</b>	<b>25 104</b>	<b>24 362</b>	<b>29 842</b>	<b>28 206</b>	<b>31 570</b>	<b>27 934</b>	<b>21 298</b>
<b>D/(D+E)</b>	<b>0,33</b>	<b>0,35</b>	<b>0,62</b>	<b>0,59</b>	<b>0,61</b>	<b>0,56</b>	<b>0,47</b>
<b>D/E</b>	<b>0,50</b>	<b>0,55</b>	<b>1,64</b>	<b>1,46</b>	<b>1,56</b>	<b>1,28</b>	<b>0,88</b>
<b>EV (tys. PLN)</b>	<b>25 043</b>	<b>21 788</b>	<b>18 664</b>	<b>17 087</b>	<b>18 986</b>	<b>22 486</b>	<b>29 247</b>
<b>Dług / EV</b>	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>	<b>1,60</b>	<b>1,65</b>	<b>1,66</b>	<b>1,24</b>	<b>0,73</b>
<b>CAPEX / Przychody</b>	<b>3,46%</b>	<b>2,16%</b>	<b>2,49%</b>	<b>2,40%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,27%</b>
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	<b>55,7%</b>	<b>33,1%</b>	<b>38,9%</b>	<b>34,9%</b>	<b>18,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,8%</b>
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,2%</b>
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>1,9%</b>

Źródło: DM Banku BPS SA



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka

## 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 inżynieryjno – 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: 13 marca 2022 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 marca 2022 roku, 8:35

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 zleciodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny 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. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BPS nie świadczył usług na rzecz Protektor SA i nie otrzymywał od spółki wynagrodzenia.

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 Gieldzie 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
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
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner

<p><b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b></p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a></p> <p><a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a></p>	
<p><b>Departament Analiz</b></p>	
<p><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</p> <p><b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548</p> <p><b>Dr Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874</p>	<p><b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny</p>
<p><b>Departament Sprzedaży</b></p>	
<p><b>Andrzej Maliszewski, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:andrzej.maliszewski@dmbps.pl">andrzej.maliszewski@dmbps.pl</a> tel.: +48 (22) 53-95-521</p> <p><b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Z-ca-Dyrektora Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: +48 (22) 53 95 084</p>	<p><b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559</p> <p><b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522</p> <p><b>Tomasz Kublik, MPW</b> <a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 511</p> <p><b>Tomasz Wojna</b> <a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 541</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>