

12.05.2023 17:20

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	2,7
Wycena DCF [PLN]	2,5
Wycena porównawcza [PLN]	2,9
Cena rynkowa [PLN]	2,3
Pot.wzrostu/spadku [%]	17,2%
Kapitalizacja [mln PLN]	43,7
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

Analityk

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	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

PROTEKTOR SA

raport aktualizujący

W gospodarce króluje niepewność

Protektor zaopatruje w obuwiu wiele sektorów (m.in. HoReCa, przemysł, budownictwo, sektor medyczny) i jest w pewnym sensie barometrem gospodarki zarówno w Polsce (ok. 20% przychodów) jak i w Europie Zachodniej (ok. 80% przychodów), ponieważ prognozowane spowolnienie gospodarcze na tych rynkach jest na bieżąco dyskontowane w notowaniach Grupy. Wyniki za 2022 ukazują jednak wzrost przychodów (+7% r/r), w tym prawie dwukrotny wzrost sprzedaży obuwia militarnego GROM. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie była wyższa niż rok wcześniej o 0,9 p.p. i wyniosła 35,2 proc. Zysk operacyjny wzrósł do 2,9 mln zł, natomiast cały rok 2022 zakończył się stratą w wysokości 1,02 mln zł. W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwanie stanowiąc będzie odbudowa rentowności na wszystkich poziomach.

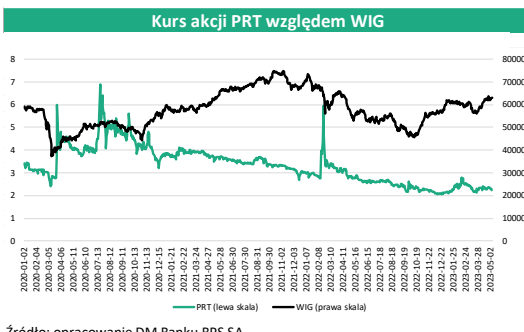
Oceniając obiektywnie wyniki Protektora za 2022 rok i biorąc pod uwagę kondycję wszystkich branż będących odbiorcami produktów Grupy, nieznacznie korygujemy w dół nasze poprzednie prognozy i pozostawiamy cenę docelową 2,7 zł na koniec 2023 roku bez zmian.

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



tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	100 361	97 358	102 942	108 846	115 089	121 690
EBITDA	9 374	9 336	10 052	10 709	12 603	13 661
marża EBITDA	9,3%	9,6%	9,8%	9,8%	11,0%	11,2%
EBIT	2 873	2 631	3 131	3 565	5 228	6 227
Zysk netto	-1 018	226	1 197	1 442	2 305	2 907
Kapitał własny	44 113	41 339	43 751	46 657	51 301	57 159
Dług netto	32 126	34 038	32 849	32 178	31 368	28 737
P/E	-42,5	191,2	36,2	30,0	18,8	14,9
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,0	8,3	7,6	7,0	5,9	5,3
EPS	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 roku.....	4
Czynniki ryzyka	6
Wycena	7
Otoczenie makroekonomiczne	10
Zmiana prognoz finansowych	12
ESG	14
Wykaz stosowanych skrótów.....	16
Informacje i zastrzeżenia prawne	16



Ostatnie wydarzenia

- 25.04.2023 (ESPI RB 4/2023) Wybór najkorzystniejszej oferty. Zarząd PROTEKTOR S.A. z siedzibą w Lublinie, pod adresem: ul. Vetterów 24A-24B, 20-277 Lublin, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Lublin-Wschód w Lublinie z siedzibą w Świdniku, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000033534 ("Spółka"), kapitał zakładowy 9 572 300,00 zł, NIP 7120102959, realizując obowiązek Emitenta określony w art. 17 ust. 1 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (rozporządzenie MAR) niniejszym informuje, że w dniu 25 kwietnia 2023 roku Spółka powzięła informację, że w przetargu nieograniczonym ogłoszonym przez Komendę Główną Straży Granicznej ("Zamawiający") na realizację zamówienia pn.: "Dostawa obuwia do umundurowania wyjściowego, służbowego i polowego" dokonano wyboru oferty Spółki jako najkorzystniejszej w częściach nr 3, 5 i 7 zamówienia, (...)
- 10.03.2023 (ESPI RB 3/2023) Odwołanie Członka Zarządu i powołanie Członków Zarządu na nową kadencję. Zarząd spółki działającej pod firmą PROTEKTOR Spółka Akcyjna z siedzibą w Lublinie (dalej: "Emitent" lub "Spółka") realizując obowiązek Emitenta określony w § 5 pkt 4 i 5 w zw. z § 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (t. j. Dz. U. z 2018 r., poz. 757) niniejszym informuje, że w dniu 9 marca 2023 roku Rada Nadzorcza Spółki dokonała następujących zmian w składzie Zarządu Spółki:
 - a) odwołała Pana Mariusza Drużyńskiego z Zarządu Spółki;
 - b) powołała Pana Tomasza Malickiego w skład Zarządu Spółki na nową, trzyletnią wspólną kadencję, która wygaśnie z końcem roku obrotowego 2026 oraz powierzyła mu funkcję Prezesa Zarządu Spółki;
 - c) powołała Pana Kamila Gajdzińskiego w skład Zarządu Spółki na nową, trzyletnią wspólną kadencję, która wygaśnie z końcem roku obrotowego 2026. (...)
- 06.02.2023 (ESPI RB 2/2023) Rezygnacja z realizacji strategii Spółki w związku ze zmianą okoliczności. Zarząd spółki działającej pod firmą PROTEKTOR Spółka Akcyjna z siedzibą w Lublinie (dalej: "Emitent" lub "Spółka"), w nawiązaniu do raportu bieżącego nr 17/2020 z dnia 18 czerwca 2020 r. oraz w związku z przygotowaniem budżetu na rok 2023 dla Grupy Kapitałowej Protektor, dokonał w ostatnim czasie rewizji podejścia strategicznego i przyjętych w "Strategii Grupy Kapitałowej Protektor 2020-2023" założeń dla Spółki i Grupy. Strategia 2020-2023 została opracowana i przyjęta w pierwszej połowie 2020 roku, który był rokiem wyjątkowej niepewności i niestabilności na rynku - zarówno polskim, jak i światowym. O przyjęciu Strategii 2020-2023 Spółka informowała raportem bieżącym nr 17/2020 z dnia 18 czerwca 2020 roku. (...)

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 roku

Mimo obaw o poziom zamówień i biorąc pod uwagę prognozowane spowolnienie gospodarcze, na poziomie przychodów Protektor w 2022 roku odnotował ponad 7-procentowy wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. W wynikach widać pozytywny trend niższego wzrostu kosztów sprzedanych produktów (+5,6% r/r), co przełożyło się na poprawę marży brutto ze sprzedaży z 34,3% do 35,2%. Sugeruje to, że pewne problemy z przeliczeniem rosnących kosztów produkcji na cenę produktów, które były widoczne po pierwszym półroczu, ustały. Mimo utrzymania w ryzach kosztów ogólnego zarządu (16 mln zł vs 16,6 mln zł w 2021 (-3,4% r/r)), odnotowany został duży wzrost kosztów sprzedaży z 14,5 mln zł do 16,8 mln zł (+15,5% r/r). Wzrost pozostałych przychodów operacyjnych (+67,5% r/r) oraz spadek pozostałych kosztów operacyjnych (-14,8% r/r) przełożył się na znaczny wzrost zysku operacyjnego (z 0,6 mln zł do 2,9 mln zł). Dodając wzrost kosztów finansowych (z 1,7 mln zł do 2,4 mln zł) oraz spadek przychodów finansowych (z 971 tys. zł do 739 tys. zł), zysk na poziomie brutto spadł z 2,8 mln zł do 1,3 mln zł (-54,7% r/r), przy czym wyłączając efekt zdarzeń jednorazowych (sprzedaż Terri-Pa) na poziomie zysku brutto miała miejsce znaczna poprawa. Finalnie rok 2022 roku Grupa zakończyła stratą w wysokości 1 mln zł w stosunku do 0,9 mln zł zysku w 2021 roku. W naszej ocenie, mimo wzrostu przychodów oraz sporej poprawie na poziomie zysku operacyjnego, zaprezentowane wyniki za 2022 rok są nieco rozczarowujące.

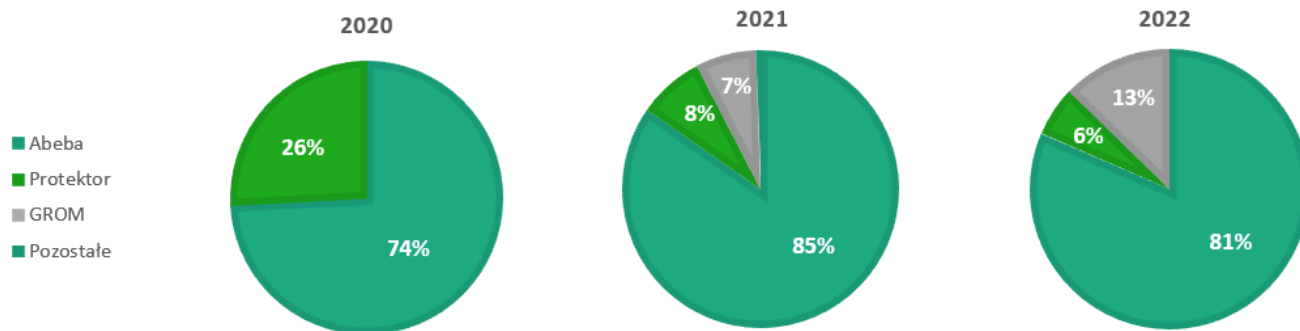
RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022
Przychody ze sprzedaży	25 534,0	24 630,0	25 235,0	24 316,0	24 592,0	15 721,0	24 866,0	25 580,0	25 351,0	22 446,0	25 734,0	20 229,0	27 487,0	25 455,0	24 573,0	22 846,0
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	26 197,0	25 380,0	24 441,0	22 281,0
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	39,0	39,0	37,0	35,0
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	1 251,0	36,0	95,0	530,0
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	10 269,0	8 354,0	9 026,0	7 677,0
Pozostałe przychody operacyjne SG&A	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	331,0	147,0	180,0	828,0
Koszty ogólnego zarządu	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	4 389,0	4 437,0	4 071,0	4 248,0
Pozostałe koszty operacyjne	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	4 276,0	4 321,0	4 018,0	3 376,0
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	3 397,0	1 666,0	2 748,0	1 518,0
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	1 781,0	63,0	1 145,0	-116,0
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	381,0	-325,0	423,0	260,0
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	507,0	339,0	1 466,0	46,0
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji												2 917,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	1 655,0	-601,0	102,0	98,0
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	823,0	-695,0	-571,0	-575,0
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%	37,4%	32,8%	36,7%	33,6%
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%	12,4%	6,5%	11,2%	6,6%
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%	3,0%	-2,7%	-2,3%	-2,5%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Protektor SA

Suma bilansowa na koniec 2022 roku wyniosła 99 mln zł i była wyższa o 5,4 mln zł (+6%) w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Na uwagę zasługuje wzrost salda zapasów z 40 mln zł na koniec 2021 roku do 43,4 mln zł na koniec 2022 roku. Spadło natomiast saldo należności z tytułu dostaw i usług z 13 do 8,5 mln zł (-34,6%).

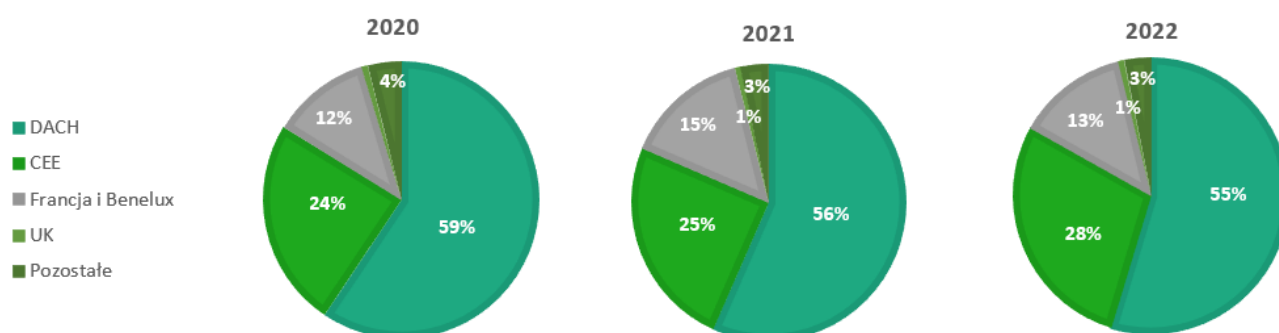
Przedstawiona poniżej struktura przychodów utrzymuje się na stabilnym poziomie. W dalszym ciągu głównym rynkiem dla Grupy są kraje DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria), których udział w przychodach wyniósł 55% (-1 p. p. r/r). Drugim pod względem wielkości rynkiem zbytu są kraje CEE z udziałem 28% (+3 p. p. r/r), w tym Polska z udziałem 19,4% (+2,6 p. p. r/r). Na trzecim miejscu znajduje się Francja i kraje Beneluksu z udziałem stanowiącym 13% przychodów ze sprzedaży (-2 p. p. r/r).

Struktura przychodów ze sprzedaży według marki



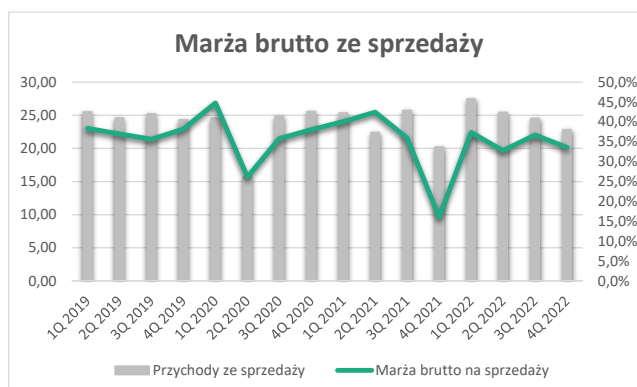
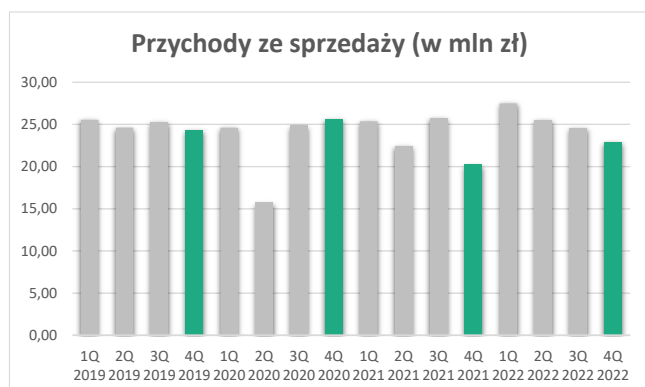
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Geograficzna struktura przychodów ze sprzedaży



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 (81%). Na uwagę zasługuje prawie dwukrotny wzrost sprzedaży marki GROM, która w 2022 roku osiągnęła poziom 12,6 mln zł i jej udział w łącznych przychodach Grupy wyniósł 13%.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Branżę obuwia roboczego i ochronnego, w której funkcjonuje Grupa, charakteryzuje stosunkowo ograniczona cykliczność sprzedaży. W IV kw. 2022 roku przychody ukształtowały się na poziomie średniej z ostatnich lat, tj. ok. 23 mln zł, natomiast marża brutto z sprzedaży wyniosła 33,6%, co oceniamy jako niewielki spadek w ujęciu k/k i zarazem wzrost w porównaniu do IV kwartału 2021.

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 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/EBITDA dla polskich i zagranicznych spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 12.05 oszacowana została na poziomie 2,6 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji PROTEKTOR na 2,5 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,9 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	2,5
Wycena Porównawcza	0,25	2,9
Cena wynikowa na dzień 12.05		2,6
Cena docelowa na koniec 2023		2,7

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji PROTEKTOR odnieśliśmy do pięciu zagranicznych i jednej polskiej spółki 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 PROTEKTOR, 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	-	-	46,9	3,4	4,9	3,9	10,5	8,2	6,4
FOOT LOCKER INC	8,7	10,9	9,4	1,1	1,1	1,0	4,2	5,1	4,5
GEOX SPA	11,3	7,5	5,3	1,9	1,3	-	5,4	4,7	4,4
BATA INDIA LTD	60,5	44,6	36,5	12,2	10,9	9,0	26,0	21,6	18,5
MSA SAFETY INC	23,5	21,6	-	-	-	-	15,7	14,6	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	15,4	13,7	12,0	2,3	2,0	2,0	8,5	7,7	6,9
Średnia	23,9	19,7	22,0	4,2	4,0	4,0	11,7	10,3	8,2
Mediana	15,4	13,7	12,0	2,3	2,0	3,0	9,5	7,9	6,4
Protektor	192,9	36,5	30,3	0,7	0,7	0,6	8,3	7,6	7,1
Implikowana wycena (tys. PLN)	3 483	16 338	17 277	94 065	86 775	138 355	54 497	46 872	35 987
Wycena 1 akcji (PLN)	2,89								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: 0,16 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-05.2023, dzienne szeregi czasowe) (poprzednio: 0,14)
- Premia za ryzyko: 7,40% (bez zmian)
- Stopa wolna od ryzyka: 5,75% (poprzednio: 6,11%), zakładamy spadek o 0,5 p. p. r/r począwszy od 2025 roku
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień wyceny
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 50,4% w latach 2023-27 (podobnie jak w okresie rezydualnym)(średnia z lat 2020-2022).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wypłacała dywidendy.
- Dług netto: na dzień wyceny
- Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,25% (bez zmian)

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	100 361	97 358	102 942	108 846	115 089	121 690	121 994
EBITDA	9 374	9 336	10 052	10 709	12 603	13 661	13 695
EBIT	2 873	2 631	3 131	3 565	5 228	6 227	6 243
CIT	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%
NOPLAT		1 305	1 554	1 769	2 594	3 090	3 098
Amortyzacja		6 706	6 921	7 144	7 375	7 433	7 433
CAPEX		-4 060	-4 225	-4 397	-4 575	-4 621	-4 621
Inwestycje w kapitał obrotowy		5 193	1 811	1 884	1 960	-29	-29
FCFF		-1 242	2 438	2 632	3 433	5 931	5 931
WACC		7,0%	7,0%	6,6%	6,2%	6,2%	6,2%
DCFF		-1 160	2 129	2 170	2 697	4 397	
Suma DCF		10 232,9					
Wartość rezydualna (TV)		100 259,9					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		70 021,2					
Udział zdyskontowanej TV w EV		87,2%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		80 254,1					
Środki pieniężne na 12.05.2023		2 077,5					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 12.05.2023		35 201,0					
Dług netto na 12.05.2023		33 123,5					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		47 130,6					
Liczba akcji (tys.)		19 022					
Cena 1 akcji (PLN)		2,48					
Przychody zmiana r/r		-3,0%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
EBIT zmiana r/r			19,0%	13,9%	46,7%	19,1%	
FCF zmiana r/r			-296,3%	7,9%	30,4%	72,8%	
Marża EBITDA		9,6%	9,8%	9,8%	11,0%	11,2%	
Marża EBIT		2,7%	3,0%	3,3%	4,5%	5,1%	
Marża NOPLAT		1,3%	1,5%	1,6%	2,3%	2,5%	
CAPEX/Przychody		4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,8%	
CAPEX/Amortyzacja		60,6%	61,0%	61,5%	62,0%	62,2%	

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%
zmiana WACC dla TV	4,2%	3,97	4,09	4,23	4,37	4,51	4,67	4,83
	4,7%	3,42	3,52	3,62	3,73	3,85	3,97	4,09
	5,2%	2,98	3,06	3,14	3,23	3,32	3,42	3,52
	5,7%	2,61	2,68	2,75	2,82	2,90	2,98	3,06
	6,2%	2,30	2,36	2,42	2,48	2,54	2,61	2,68
	6,7%	2,04	2,09	2,14	2,19	2,25	2,30	2,36
	7,2%	1,82	1,86	1,90	1,95	1,99	2,04	2,09
	7,7%	1,62	1,66	1,70	1,74	1,78	1,82	1,86
	8,2%	1,45	1,48	1,52	1,55	1,58	1,62	1,66

Źródło: DM Banku BPS SA

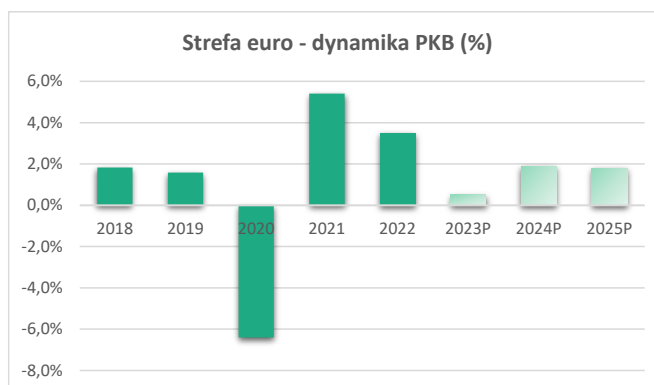
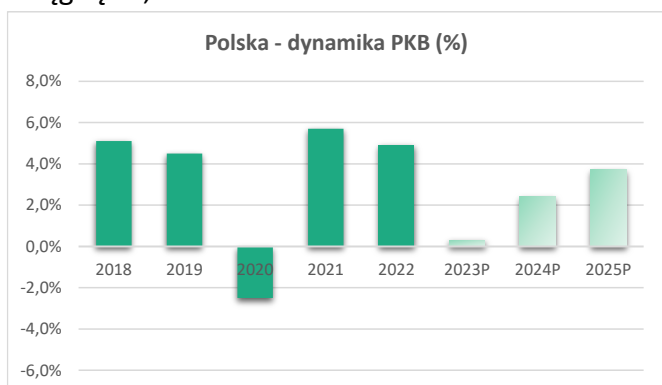
Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,49%	6,95%	6,95%	6,45%	5,95%	5,95%	5,95%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,49%	10,95%	10,95%	10,45%	9,95%	9,95%	9,95%
1-CIT (realny)	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%
Efektywny koszt kapitału o	3,3%	5,7%	5,4%	5,4%	5,2%	4,9%	4,9%	4,9%
Stopa wolna od ryzyka (rentc	1,49%	6,58%	5,75%	5,75%	5,25%	4,75%	4,75%	4,75%
Beta (oszacowana względem	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Zalewarowana beta	0,30	0,34	0,36	0,37	0,35	0,32	0,28	0,32
Premia za ryzyko rynkowe (D	5,54%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	3,2%	9,1%	8,4%	8,5%	7,9%	7,1%	6,8%	7,1%
Kapitał własny (tys. PLN)	44 698	44 113	41 339	43 751	46 657	51 301	57 159	51 301
Zobowiązania oprocentowar	24 362	34 495	35 601	40 201	39 401	35 401	29 601	35 401
Razem	69 060	78 608	76 940	83 952	86 058	86 702	86 760	86 702
Udział Ke	0,65	0,56	0,54	0,52	0,54	0,59	0,66	0,59
Udział Kd	0,35	0,44	0,46	0,48	0,46	0,41	0,34	0,41
WACC	3,2%	7,6%	7,0%	7,0%	6,6%	6,2%	6,2%	6,2%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Otoczenie makroekonomiczne

Rok 2022 był wyjątkowo wymagający dla powoli wychodzącej na prostą po dwóch latach pandemii globalnej gospodarki. W lutym 2022 wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę nastąpił znaczący wzrost kosztów energii i surowców, co przyczyniło się do wzrostu inflacji oraz stóp procentowych, jako narzędzia do jej ograniczenia. Te czynniki dotykające niemal wszystkie gałęzie przemysłu sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła hamować. Szczególnie zagrożone brakiem rosyjskiego gazu oraz wysokimi kosztami energii są gospodarki europejskie. Według najnowszych prognoz NBP oraz EBC (marzec 2023), wzrost gospodarczy w Polsce w 2023 roku ma wynieść 0,3%, w 2024 wzrosnąć do 2,4%, a w 2025 osiągnąć 3,7% wzrost, natomiast w strefie euro w 2023 roku ma wynieść 0,5%, w 2023 wzrosnąć do 1,9%, a w 2025 osiągnąć 1,8%.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS, EUROSTAT, P- prognoza Banku Światowego

Źródło: opracowanie DM Banku BPS, EUROSTAT, P- prognoza ECB

Grupa Protektor jest dostawcą obuwia do wielu branż na różnych rynkach. W ubiegłym roku Grupa zakończyła prace wdrożeniowe nowej linii obuwia Active (dedykowanej do przemysłu medycznego i gastronomicznego) oraz Soligor (dedykowanej do prac wydobywczych). W bieżącym roku Protektor rozwija swoje portfolio o m. in. obuwie skierowane do segmentu energetycznego. Przeanalizowaliśmy jakie sektory naszym zdaniem są najbardziej wrażliwe na czynniki ryzyka, z którymi aktualnie mamy do czynienia tj. wysokie ceny surowców i materiałów, wzrost cen energii, presja na wzrost wynagrodzeń, zakłócone łańcuchy dostaw oraz spadek realnej siły nabywczej ostatecznych odbiorców na skutek wysokiej inflacji, oceniając przy tym szanse dla nowych linii produktowych.

Odbiorcy produktów Grupy Protektor



Źródło: eprotector.com

Sektor ochrony zdrowia. W naszej ocenie jest to najbardziej stabilny sektor i najmniej wrażliwy na wahania koniunktury. Wśród niepowodzeń 2022 roku Zarząd Protektora wymienił opóźnienia w realizacji projektów obuwia CLOG (dedykowanego do szpitali i branży farmaceutycznej), w naszej ocenie ta linia powinna pozytywnie kontrybuować do wyników w bieżącym roku. Zamówienia szpitali i przychodni charakteryzuje dodatkowo wymóg spełniania ściśle określonych kryteriów przez produkty (obuwie, maski ochronne). Ryzykiem są długoterminowe kontrakty, których rentowność spada wraz ze wzrostem kosztów materiałów oraz transportu.

Przemysł. Perspektywy dla europejskiego przemysłu uległy pogorszeniu wraz ze wzrostem cen energii oraz gazu. W naszej ocenie w tym sektorze zachodzi duże ryzyko spowolnienia gospodarczego w bieżącym roku, na co jednak powinien być odporny przemysł wydobywczy, do którego dedykowana jest linia Soligor.

Budownictwo. Branża budowlana jest sektorem, który kumulował w ostatnim roku presję kosztową obserwowaną w wielu gałęziach przemysłu, będących jego bezpośrednimi dostawcami. Efektem tego jest dynamiczny wzrost cen wielu kluczowych materiałów wykorzystywanych przez branżę (w większości przypadków o co najmniej kilkadziesiąt procent), dodając do tego utrzymujące się od dłuższego czasu problemy z siłą roboczą, co stanowi silną presję na wzrost wynagrodzeń w sektorze oraz wzrost stóp procentowych, podnoszących koszty nowych inwestycji. Jest to sektor, w którym widzimy duże ryzyko spowolnienia w bieżącym roku. Sytuację mógłby poprawić wzrost publicznych wydatków infrastrukturalnych, lecz jest on coraz mniej pewny wraz z oddalającą się perspektywą uruchomienia środków z KPO.

Pozostałe sektory. W innych sektorach widzimy zarówno wiele szans, jak i zagrożeń. Najbardziej w naszej ocenie wciąż wygląda sytuacja branży HoReCa, która została najsilniej dotknięta przez pandemię, a wyjściu na prostą na przeszkodzie stoją wysokie ceny energii oraz gazu. Uważamy, że większość inwestycji, w tym również podstawowych, może być na dłuższy czas wstrzymanych lub ograniczonych do minimum. W transporcie i logistyce, mimo iż w tej branży pandemia również odcisnęła swoje piętno w postaci zakłóceń w łańcuchach dostaw, w naszej ocenie sytuacja wygląda stabilnie. Wzrost kosztów (paliwa) został dość szybko przełożony na wzrost cen usług transportowych. Sektor od dłuższego czasu zmagają się z wyzwaniem w postaci rosnących kosztów zatrudnienia pracowników, a także dostępność wykwalifikowanych kadr. Największe szanse na wzrost przychodów Grupy Protektor widzimy w segmencie obuwia militarnego (marka GROM) zarówno po stronie klientów indywidualnych (sklep internetowy) jak i dużych przetargów publicznych.

Zmiana prognoz finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 13.03.2023 [tys. zł.]

	2022			2023P			2024P		
	prognoza	realizacja	różnica	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	101 347,0	100 361,0	-1,0%	99 923,0	97 358,5	-2,6%	104 995,0	102 942,3	-2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	35 152,0	35 326,0	0,5%	35 080,0	34 511,8	-1,6%	36 860,0	36 748,5	-0,3%
Koszty sprzedaży	-17 068,0	-16 794,0	-1,6%	-14 826,0	-13 667,3	-7,8%	-15 578,0	-14 451,2	-7,2%
Koszty ogólnego zarządu	-16 834,0	-15 991,0	-5,0%	-18 301,0	-17 710,8	-3,2%	-20 298,0	-18 726,5	-7,7%
Pozostałe przychody operacyjne	879,0	1 486,0	69,1%	826,0	1 255,2	52,0%	811,0	1 455,7	79,5%
Pozostałe koszty operacyjne	-376,0	-1 154,0	206,9%	-337,0	-1 758,2	421,7%	-335,0	-1 895,4	465,8%
EBITDA	8 241,0	9 374,0	13,7%	9 320,0	10 052,2	7,9%	8 777,0	10 709,2	22,0%
EBIT	1 754,0	2 873,0	63,8%	2 443,0	2 630,7	7,7%	1 460,0	3 131,0	114,5%
Zysk brutto	-487,0	1 254,0	-	1 174,0	456,5	-61,1%	905,0	2 411,9	166,5%
Podatek dochodowy	-771,0	-2 272,0	194,7%	-592,0	-230,0	-61,2%	-456,0	-1 215,1	166,5%
Zysk netto za okres	-1 258,0	-1 018,0	-19,1%	583,0	226,5	-61,2%	449,0	1 196,8	166,5%
Marża brutto ze sprzedaży	34,7%	35,2%		35,1%	35,4%		35,1%	35,7%	
Marża EBITDA	8,1%	9,3%		9,3%	10,3%		8,4%	10,4%	
Marża EBIT	1,7%	2,9%		2,4%	2,7%		1,4%	3,0%	
Marża netto	-1,2%	-1,0%		0,6%	0,2%		0,4%	1,2%	

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

W stosunku do poprzedniej prognozy z marca 2023 zmieniamy nasze założenia dotyczące przychodów w niewielkim stopniu, w naszej ocenie powinny one utrzymać się na stabilnym poziomie, natomiast weryfikując założenia na podstawie wyników za 2022 rok, podnosimy prognozowane marże. W dłuższej perspektywie dalej uważamy, że wejście na rynek z nowymi produktami powinno zapewnić Protektorowi długo oczekiwany wzrost przychodów oraz marż. Liczymy również na pozytywny efekt odmłodzenia produktów marki Abeba, której dominujący udział w przychodach Grupy zakładamy również w kolejnych latach. 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 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.

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	90 759	93 760	100 361	97 358	102 942	108 846	115 089	121 690
Sprzedaż produktów	88 589	91 586	98 299	94 951	100 396	106 154	112 243	118 680
Sprzedaż usług	1 947	106	150	149	158	167	176	186
Sprzedaż materiałów	223	2 068	1 912	2 259	2 388	2 525	2 670	2 823
Koszty własny sprzedaży	-57 002	-61 570	-65 035	-62 847	-66 194	-69 718	-73 429	-77 336
Zysk brutto na sprzedaży	33 757	32 190	35 326	34 512	36 749	39 128	41 660	44 354
Koszty sprzedaży	-8 733	-14 541	-16 794	-13 667	-14 451	-15 280	-16 156	-17 083
Koszty zarządu	-23 887	-16 558	-15 991	-17 711	-18 727	-19 801	-20 238	-21 399
Zysk/strata ze sprzedaży	1 137	1 091	2 541	3 134	3 571	4 048	5 265	5 872
Pozostałe przychody operacyjne	2 946	887	1 486	1 255	1 456	1 410	1 426	1 426
Pozostałe koszty operacyjne	-1 596	-1 354	-1 154	-1 758	-1 895	-1 893	-1 463	-1 070
Zysk/strata z działalności operacyjnej	2 487	624	2 873	2 631	3 131	3 565	5 228	6 227
Przychody finansowe	141	971	739	929	876	903	901	902
Koszty finansowe	-779	-1 743	-2 358	-3 103	-1 595	-1 563	-1 485	-1 271
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	2 917	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	1 849	2 769	1 254	456	2 412	2 905	4 645	5 858
Podatek dochodowy	-597	-1 896	-2 272	-230	-1 215	-1 464	-2 340	-2 951
Zysk/strata netto	1 252	873	-1 018	226	1 197	1 442	2 305	2 907

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIEŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przeplwy operacyjne	6 186	2 197	5 782	6 220	6 609	6 831	6 870	8 864
Przeplwy inwestycyjne	3 092 -	2 768 -	1 247 -	4 060 -	4 225 -	4 397 -	4 575 -	4 761
Przeplwy finansowe	- 6 883	- 3 426	- 4 216	- 2 947	- 3 405	- 2 563	- 5 485	- 7 271
Przeplwy pieniężne netto	2 395 -	3 997	301 -	788	5 789 -	129 -	3 190 -	3 168
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	2 395 -	3 997	301 -	788	5 789 -	129 -	3 190 -	3 168
Środki pieniężne na początek okresu	3 652	6 047	2 050	2 351	1 563	7 352	7 223	4 033
Środki pieniężne na koniec okresu	6 047	2 050	2 351	1 563	7 352	7 223	4 033	864

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	99 014	93 560	98 958	97 731	103 638	103 451	103 361	104 150
Aktywa trwałe	40 977	37 437	42 349	39 067	36 681	34 117	34 575	37 828
Rzeczowe aktywa trwałe	31 594	24 210	26 022	23 174	20 266	17 160	17 053	19 720
Wartości niematerialne i prawne	6 725	7 344	8 061	8 264	8 475	8 695	8 924	9 162
Pozostałe aktywa długoterminowe	2 658	5 883	7 332	7 630	7 940	8 262	8 597	8 946
Aktywa obrotowe	58 037	56 123	56 609	58 663	66 957	69 334	68 786	66 321
Zapasy	40 529	40 018	43 437	45 201	47 036	48 946	50 933	50 933
Należności krótkoterminowe	10 133	13 048	8 527	10 322	10 914	11 540	12 202	12 902
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 047	2 050	2 369	1 563	7 352	7 223	4 033	864
Pozostałe aktywa	1 324	1 007	2 250	1 577	1 655	1 624	1 618	1 622
PASYWA	99 014	93 560	98 958	97 731	103 638	103 451	103 361	104 150
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	49 984	44 698	44 113	41 339	43 751	46 657	51 301	57 159
Kapitał podstawowy	9 572	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	10 235
Pozostałe kapitały	-	-	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	15 488	15 944	18 356	21 262	25 906	31 764
Udziały niekontrolujące	1 581	408	438	438	438	438	438	438
Zobowiązania długoterminowe	15 035	11 571	12 317	12 241	12 899	13 621	10 815	8 018
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	13 228	9 589	11 336	11 445	12 145	12 845	10 045	7 245
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	339	884	666	796	754	776	770	772
Zobowiązania krótkoterminowe	32 414	36 883	42 528	44 150	46 988	43 174	41 245	38 973
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	8 927	11 161	18 682	19 632	23 232	21 432	21 432	19 632
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 481	2 514	4 477	4 524	4 824	5 124	3 924	2 724
Zobowiązania handlowe	10 455	11 861	12 377	10 743	11 359	12 011	12 700	13 428
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	-	-	2 385	4 644	2 966	-	-	-
Rezerwy	-	-	1 344	1 344	1 344	1 344	1 344	1 344
Pozostałe zobowiązania	11 551	11 347	3 263	3 263	3 263	3 263	1 845	1 845

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

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. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w maju i bazował na danych z 2021 r. Na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, ponownie dokonaliśmy oceny, lecz nie widząc poprawy utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze bez zmian.

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

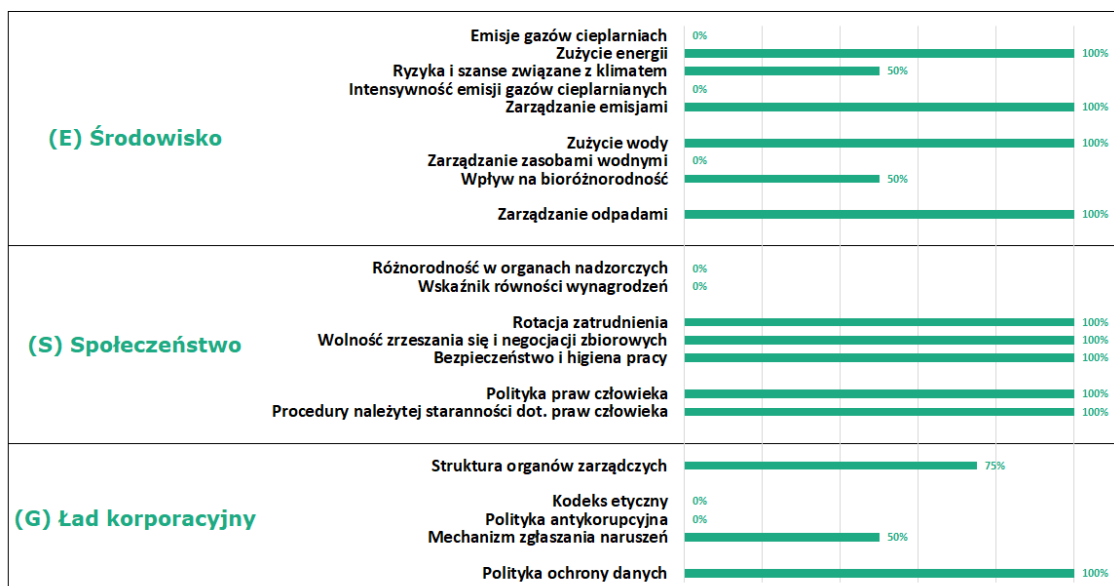
kontekście posiadania przez Grupę zakładu produkcyjnego w Nadniestrzu (Mołdawia) i potencjalnego złego postrzegania Grupy przez inwestorów instytucjonalnych.

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/wsparcieanalizy

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 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. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 12 maja 2023 roku, 17:20

Pierwsze udostępnienie opracowania: 12 maja 2023 roku, 17:30

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 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. 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
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
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
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.10.2022	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 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>	