

09.06.2023 08:20

**Dane podstawowe**

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>2,8</b>
Wycena DCF [PLN]	2,7
Wycena porównawcza [PLN]	2,7
Cena rynkowa [PLN]	2,3
Pot.wzrostu/spadku [%]	23,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	43,7
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 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** [%]

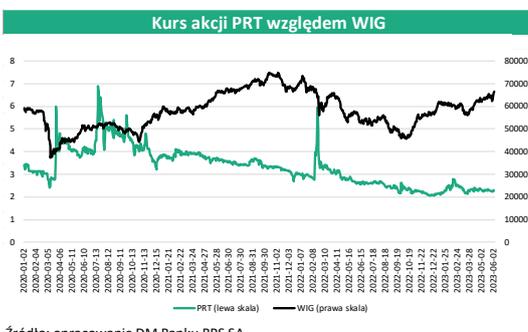
Luma Investment SA	32,1
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	26,7
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	8,7
OFE Nationale-Nederlanden	4,0

**Czynniki wzrostu**

Udział w przetargach  
Konkurencyjna oferta  
Poprawa efektywności

**Czynniki ryzyka**

Ryzyko recesji  
Presja kosztowa  
Sytuacja w Nadniestrzu



# PROTEKTOR SA

raport aktualizujący

**W Europie czuć spowolnienie**

Protektor zaopatruje w obuwie 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 I kwartał 2023 ukazują wzrost przychodów (+1,3% r/r), co w warunkach inflacji oznacza spadek sprzedaży wolumenowo. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie była na podobnym poziomie co rok wcześniej i wyniosła 36 proc. Zysk operacyjny wzrósł do 1,9 mln zł, natomiast I kwartał 2023 zakończył się zyskiem w wysokości 0,7 mln zł (-13,7% r/r). W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, jak również widzimy pozytywne tendencje w odbudowie rentowności na wszystkich poziomach.

Oceniając obiektywnie wyniki Protektora za I kwartał 2023 roku i biorąc pod uwagę kondycję wszystkich branż będących odbiorcami produktów Grupy, nieznacznie korygujemy w górę nasze poprzednie prognozy i podnosimy cenę docelową z 2,7 zł na 2,8 zł na koniec 2023 roku.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	100 361	107 906	116 327	125 406	135 194	145 745
EBITDA	9 374	9 200	9 815	10 550	12 542	13 640
marża EBITDA	9,3%	8,5%	8,4%	8,4%	9,3%	9,4%
EBIT	2 873	2 470	2 873	3 385	5 146	6 185
Zysk netto	-1 018	342	1 106	1 363	2 248	2 842
<b>Kapitał własny</b>	44 113	41 525	44 834	48 863	54 082	62 500
Dług netto	32 126	30 423	27 851	25 404	21 963	16 200
P/E	-42,9	127,8	39,5	32,1	19,4	15,4
P/BV	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,1	8,1	7,3	6,5	5,2	4,4
EPS	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Spis treści

Ostatnie wydarzenia .....	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I kwartale 2023 roku .....	3
Czynniki ryzyka .....	5
Wycena .....	7
Otoczenie makroekonomiczne .....	9
Zmiana prognoz finansowych .....	11
ESG .....	13
Wykaz stosowanych skrótów .....	15
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	15



## Ostatnie wydarzenia

- 31.05.2023 (ESPI RB 7/2023) Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia. Zarząd PROTEKTOR S.A. z siedzibą w Lublinie (...), zwołuje na dzień 28 czerwca 2023 roku na godzinę 11:00 Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki. Zwyczajne Walne Zgromadzenie odbędzie się w hotelu IBIS Warszawa Stare Miasto w Warszawie (00-209) przy ul. Muranowskiej 2. (...)
- 29.05.2023 (ESPI RB 6/2023) Podjęcie przez Zarząd uchwały w sprawie wniosku Zarządu Spółki dotyczącego przeznaczenia zysku netto za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2022 roku. Zarząd spółki działającej pod firmą PROTEKTOR Spółka Akcyjna z siedzibą w Lublinie (dalej: "Emitent" lub "Spółka") 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) informuje, że w dniu 29 maja 2023 roku Zarząd Spółki podjął uchwałę w sprawie wniosku Zarządu Spółki dotyczącego przeznaczenia zysku netto za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2022 r. (...)
- 19.05.2023 (ESPI RB 5/2023) Zawiadomienie o zawarciu umowy istotnej. Zarząd spółki działającej pod firmą PROTEKTOR Spółka Akcyjna z siedzibą w Lublinie (dalej: "Emitent" lub "Spółka") 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), w nawiązaniu do raportu bieżącego nr 4/2023 informuje, że w dniu 19 maja 2023 roku Spółka zawarła umowy z Komendą Główną Straży Granicznej ("Zamawiający") na realizację zamówienia pn.: "Dostawa obuwia do umundurowania wyjściowego, służbowego i polowego". (...)

## Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I kwartale 2023 roku

Mimo obaw o poziom zamówień i biorąc pod uwagę prognozowane spowolnienie gospodarcze, na poziomie przychodów Protektor w I kwartale 2023 roku odnotował niewielki (1,3%) wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, natomiast 22% wzrost względem IV kwartału 2022. W wynikach nie widać mocno negatywnego trendu wyższego wzrostu kosztów sprzedanych produktów (+3,5% r/r), co przełożyło się na utrzymanie marży brutto ze sprzedaży na poziomie 36% (-1,4 p. p. r/r). Sugeruje to, że pewne problemy z przerzuceniem rosnących kosztów produkcji na cenę produktów, które były widoczne w ubiegłym roku. Mimo utrzymania w ryzach kosztów ogólnego zarządu (4,1 mln zł vs 4,4 mln zł w I kw. 2022 (-7,3% r/r)), odnotowany został również spadek kosztów sprzedaży z 4,4 mln zł do 4,3 mln zł (-2,6% r/r). Spadek pozostałych przychodów operacyjnych (-25,7,5% r/r) oraz spadek pozostałych kosztów operacyjnych (-2,7% r/r) przełożył się na nieznaczny wzrost zysku operacyjnego (z 1,8 mln zł do 1,9 mln zł). Dodając wzrost kosztów finansowych (z 507 tys. zł do 633 tys. zł) oraz spadek przychodów finansowych (z 381 tys. zł do 255 tys. zł), zysk na poziomie brutto spadł z 1,7 mln zł do 1,5 mln zł (-9,3% r/r). Finalnie I kwartał 2023 roku Grupa zakończyła zyskiem netto w wysokości 0,7 mln zł w stosunku do 0,8 mln zł zysku w I kwartale 2022 roku. W naszej ocenie, zaprezentowane wyniki za I kwartał 2023 roku są zgodne z oczekiwaniami.

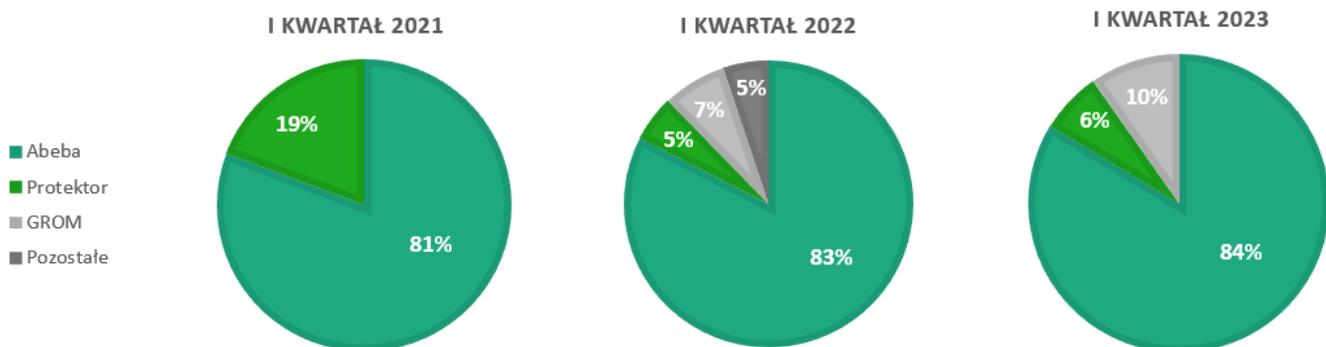
RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>25 534,0</b>	<b>24 630,0</b>	<b>25 235,0</b>	<b>24 316,0</b>	<b>24 592,0</b>	<b>15 721,0</b>	<b>24 866,0</b>	<b>25 580,0</b>	<b>25 351,0</b>	<b>22 446,0</b>	<b>25 734,0</b>	<b>20 229,0</b>	<b>27 487,0</b>	<b>25 455,0</b>	<b>24 573,0</b>	<b>22 846,0</b>	<b>27 840,0</b>
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	26 294,0
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	38,0
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	1 508,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>9 796,0</b>	<b>9 109,0</b>	<b>8 994,0</b>	<b>9 291,0</b>	<b>11 014,0</b>	<b>4 112,0</b>	<b>8 901,0</b>	<b>9 732,0</b>	<b>10 161,0</b>	<b>9 526,0</b>	<b>9 259,0</b>	<b>3 244,0</b>	<b>10 269,0</b>	<b>8 354,0</b>	<b>9 026,0</b>	<b>7 677,0</b>	<b>10 022,0</b>
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	331,0	147,0	180,0	828,0	246,0
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	4 389,0	4 437,0	4 071,0	4 248,0	4 073,0
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	4 276,0	4 321,0	4 018,0	3 376,0	3 963,0
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	113,0	116,0	53,0	872,0	110,0
<b>EBITDA</b>	<b>2 991,0</b>	<b>1 953,0</b>	<b>1 535,0</b>	<b>974,0</b>	<b>3 950,0</b>	<b>-931,0</b>	<b>2 812,0</b>	<b>2 293,0</b>	<b>4 124,0</b>	<b>2 644,0</b>	<b>2 264,0</b>	<b>-2 289,0</b>	<b>3 397,0</b>	<b>1 666,0</b>	<b>2 748,0</b>	<b>1 518,0</b>	<b>3 549,0</b>
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	1 879,0
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	255,0
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	633,0
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji												2 917,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 857,0</b>	<b>405,0</b>	<b>65,0</b>	<b>-68,0</b>	<b>2 095,0</b>	<b>-2 269,0</b>	<b>1 414,0</b>	<b>611,0</b>	<b>2 425,0</b>	<b>878,0</b>	<b>279,0</b>	<b>-813,0</b>	<b>1 655,0</b>	<b>-601,0</b>	<b>102,0</b>	<b>98,0</b>	<b>1 501,0</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>991,0</b>	<b>-196,0</b>	<b>-470,0</b>	<b>-844,0</b>	<b>1 013,0</b>	<b>-1 959,0</b>	<b>394,0</b>	<b>1 806,0</b>	<b>1 524,0</b>	<b>170,0</b>	<b>-414,0</b>	<b>-407,0</b>	<b>823,0</b>	<b>-695,0</b>	<b>-571,0</b>	<b>-575,0</b>	<b>710,0</b>
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>38,4%</b>	<b>37,0%</b>	<b>35,6%</b>	<b>38,2%</b>	<b>44,8%</b>	<b>26,2%</b>	<b>35,8%</b>	<b>38,0%</b>	<b>40,1%</b>	<b>42,4%</b>	<b>36,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>37,4%</b>	<b>32,8%</b>	<b>36,7%</b>	<b>33,6%</b>	<b>36,0%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>11,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>16,1%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>16,3%</b>	<b>11,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-11,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>11,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>12,7%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>3,9%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-12,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>2,6%</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

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

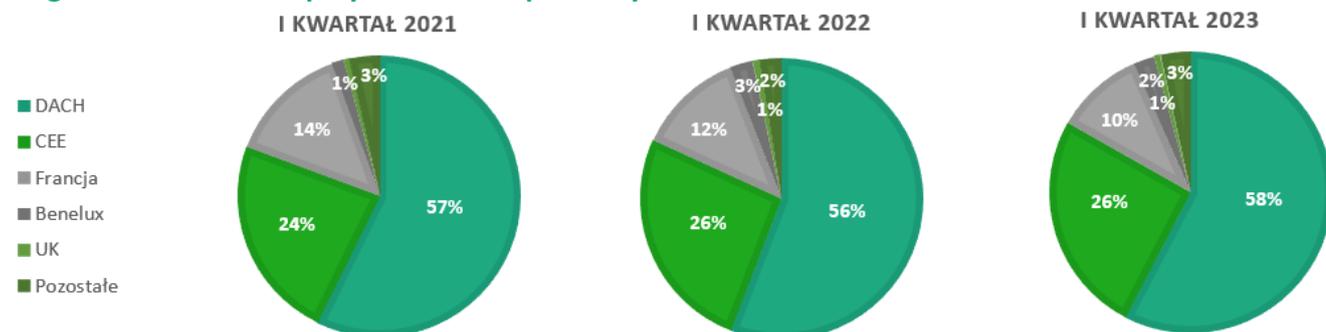
Suma bilansowa na koniec I kwartału 2023 roku wyniosła 99 mln zł i była wyższa o 1 mln zł (-1%) w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Na uwagę zasługuje wyraźny spadek z tytułu dostaw i usług z 15 do 12 mln zł (-19%). Salda zapasów kształtuje się na niemal niezmienionym poziomie 41 mln zł. 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 58% (+2 p. p. r/r). Drugim pod względem wielkości rynkiem zbytu są kraje CEE z udziałem 26% (+3 p. p. r/r), w tym Polska z udziałem 17,2% (-0,4 p. p. r/r). Na trzecim miejscu znajduje się Francja i kraje Beneluksu z udziałem stanowiącym 12% przychodów ze sprzedaży (-3 p. p. r/r).

### Struktura przychodów ze sprzedaży według marki



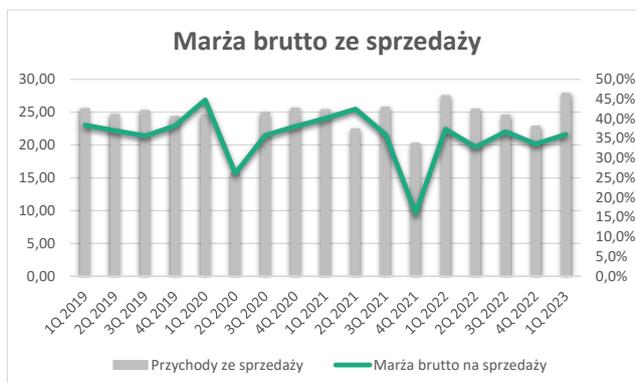
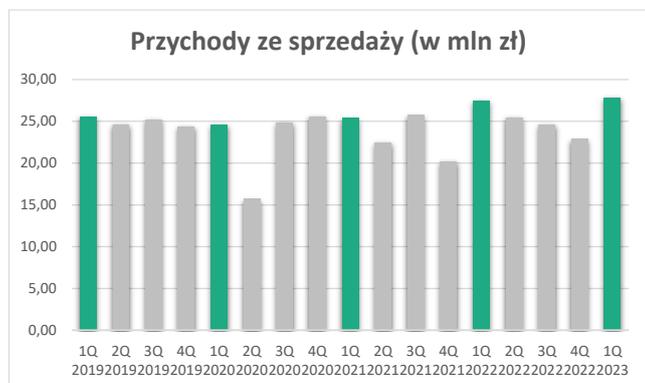
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

### 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 (84%). Na uwagę zasługuje dalszy wzrost sprzedaży marki GROM, która w I kwartale 2023 roku osiągnęła poziom 3,3 mln zł i jej udział w łącznych przychodach Grupy wyniósł 9,7%.



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 I kw. 2023 roku przychody ukształtowały się na poziomie 28 mln zł, czyli powyżej średniej z ostatnich lat, tj. ok. 25 mln zł, natomiast marża brutto z sprzedaży wyniosła 36%, co oceniamy jako niewielki spadek w ujęciu r/r i zarazem wzrost w porównaniu do IV kwartału 2022.

## 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/EBIDTA dla polskich i zagranicznych spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 09.06 oszacowana została na poziomie 2,7 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji PROTEKTOR na 2,7 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,7 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	2,7
Wycena Porównawcza	0,25	2,7
<b>Cena wynikowa na dzień 09.06</b>		<b>2,7</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2023</b>		<b>2,8</b>

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	-	-	20,9	3,1	3,5	3,1	11,2	8,4	6,4
FOOT LOCKER INC	6,0	12,6	9,0	0,8	0,8	0,7	3,2	5,3	4,3
GEOX SPA	19,0	8,2	6,7	1,9	1,5	1,2	5,1	4,4	5,2
BATA INDIA LTD	62,4	48,1	39,6	12,6	11,6	9,7	26,7	22,1	19,1
MSA SAFETY INC	48,1	24,3	-	-	-	-	16,4	15,4	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	15,0	13,2	11,6	2,2	2,0	1,9	8,3	7,5	6,8
Średnia	30,1	21,3	17,6	4,1	3,9	3,3	11,8	10,5	8,3
Mediana	19,0	13,2	11,6	2,2	2,0	1,9	9,7	8,0	6,4
Protektor	127,8	39,5	32,1	0,7	0,6	0,6	8,1	7,3	6,5
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>6 504</b>	<b>14 650</b>	<b>15 873</b>	<b>93 101</b>	<b>88 644</b>	<b>92 161</b>	<b>59 156</b>	<b>50 199</b>	<b>42 574</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>2,70</b>								

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 11.2015-06.2023, 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	107 906	116 327	125 406	135 194	145 745	146 110
EBITDA	9 374	9 200	9 815	10 550	12 542	13 640	13 674
EBIT	2 873	2 470	2 873	3 385	5 146	6 185	6 200
CIT	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%
NOPLAT		1 226	1 425	1 680	2 553	3 069	3 077
Amortyzacja		6 730	6 942	7 165	7 396	7 455	7 455
CAPEX		-3 189	-4 183	-4 353	-4 530	-4 575	-4 575
Inwestycje w kapitał obrotowy		2 241	1 681	1 748	1 817	-46	-46
FCFF		2 525	2 503	2 744	3 602	5 995	5 995
WACC		7,2%	7,2%	6,8%	6,4%	6,3%	6,3%
DCFF		2 357	2 180	2 255	2 816	4 413	
Suma DCF		14 020,1					
Wartość rezydualna (TV)		98 837,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		68 447,1					
Udział zdyskontowanej TV w EV		83,0%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>82 467,2</b>					
Środki pieniężne na 09.06.2023		2 779,8					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 09.06.2023		34 067,4					
Dług netto na 09.06.2023		31 287,6					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>51 179,6</b>					
Liczba akcji (tys.)		19 022					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>2,69</b>					
Przychody zmiana r/r		7,5%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	
EBIT zmiana r/r			16,3%	17,8%	52,0%	20,2%	
FCF zmiana r/r			-0,9%	9,6%	31,3%	66,4%	
Marża EBITDA		8,5%	8,4%	8,4%	9,3%	9,4%	
Marża EBIT		2,3%	2,5%	2,7%	3,8%	4,2%	
Marża NOPLAT		1,1%	1,2%	1,3%	1,9%	2,1%	
CAPEX/Przychody		3,0%	3,6%	3,5%	3,4%	3,1%	
CAPEX/Amortyzacja		47,4%	60,3%	60,8%	61,2%	61,4%	

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%
4,3%	4,09	4,20	4,32	4,45	4,59	4,73	4,88
4,8%	3,57	3,67	3,76	3,87	3,97	4,09	4,20
5,3%	3,16	3,23	3,31	3,40	3,48	3,57	3,67
5,8%	2,81	2,87	2,94	3,01	3,08	3,16	3,23
<b>zmiana WACC dla TV</b>	<b>6,3%</b>	<b>2,52</b>	<b>2,57</b>	<b>2,63</b>	<b>2,69</b>	<b>2,75</b>	<b>2,81</b>
	6,8%	2,27	2,32	2,36	2,41	2,46	2,52
	7,3%	2,05	2,09	2,14	2,18	2,22	2,27
	7,8%	1,86	1,90	1,94	1,97	2,01	2,05
	8,3%	1,70	1,73	1,76	1,80	1,83	1,86

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

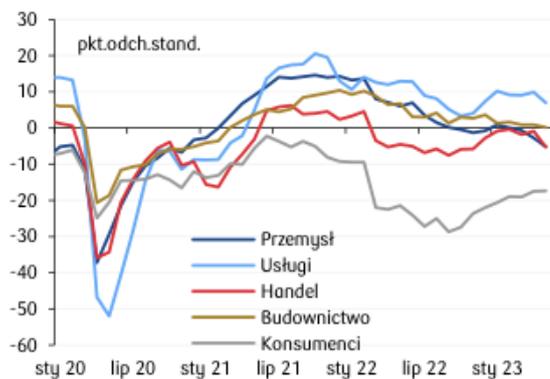
Kalkulacja WACC	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,49%	6,95%	6,95%	6,45%	5,95%	5,95%	5,95%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,49%	10,95%	10,95%	10,45%	9,95%	9,95%	9,95%
1-CIT (realny)	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%	49,6%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	6,58%	5,92%	5,92%	5,42%	4,92%	4,92%	4,92%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Zalewarowana beta	0,31	0,35	0,36	0,37	0,36	0,33	0,29	0,33
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>3,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,3%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	44 698	44 113	41 525	44 834	48 863	54 082	62 500	54 082
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	24 362	34 495	33 741	39 709	40 277	37 645	33 213	37 645
<b>Razem</b>	<b>69 060</b>	<b>78 608</b>	<b>75 266</b>	<b>84 543</b>	<b>89 140</b>	<b>91 727</b>	<b>95 713</b>	<b>91 727</b>
D/E	0,55	0,78	0,81	0,89	0,82	0,70	0,53	0,70
Udział Ke	0,65	0,56	0,55	0,53	0,55	0,59	0,65	0,59
Udział Kd	0,35	0,44	0,45	0,47	0,45	0,41	0,35	0,41
Ważony koszt kapitału własnego	2,1%	5,1%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,6%	4,3%
Ważony koszt kapitału obcego	1,2%	2,5%	2,4%	2,6%	2,3%	2,0%	1,7%	2,0%
<b>WACC</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>

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 dotyczące niemal wszystkie gałęzie przemysłu sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła hamować. Według najnowszych danych wskaźnik koniunktury ESI w maju obniżył się zarówno w strefie euro (96,5 pkt vs 99,0 pkt. w kwietniu), jak i całej UE (95,2 pkt. vs 97,1 pkt.). Wskaźnik ESI dla Polski wzrósł do 93,3 pkt. z 91,4 pkt. w kwietniu (100 pkt. wyznacza długoterminową średnią). Dane dla UE oceniamy jako słabe na tle odczytów z poprzednich miesięcy, a skala majowego spadku wskaźnika ESI była najgłębsza od września 2022. Pogorszyły się przede wszystkim nastroje w handlu detalicznym (co jest złym sygnałem dla konsumpcji), a w mniejszym stopniu w przemyśle i w usługach. Spadki dotyczyły przede wszystkim oczekiwań przyszłej produkcji (w usługach aktywności biznesowej). Firmy przemysłowe i usługowe wskazywały, że poziom zapasów ogółem oraz zapasów wyrobów gotowych staje się zbyt duży – sugeruje to kontynuację odwracania się cyklu zapasów oraz rosnącą barierę od strony popytu. Delikatną poprawę kontynuowały natomiast nastroje konsumenckie. Relatywnie mocno pogorszyły się perspektywy dla zatrudnienia – indeks EEI dla strefy euro w maju spadł o 2,8 pkt. (najgłębiej od czerwca 2022). Poziom indeksu jest najniższy od pierwszej połowy 2021. Według ostatnich danych PKB w strefie euro wzrósł o 1% r/r w I kwartale 2023, wobec 1,8% wzrostu w IV kwartale 2022. W naszej ocenie, nie jest to jeszcze powód do niepokoju. Biorąc natomiast pod uwagę zamówienia w przemyśle Niemiec, które spadły o 0,4% m/m w kwietniu, a w ujęciu rocznym o 9,9%, dla Protektora, dla którego Niemcy są głównym rynkiem w strukturze sprzedaży, dane te nie są zbyt optymistyczne.

### Wskaźnik koniunktury w strefie euro



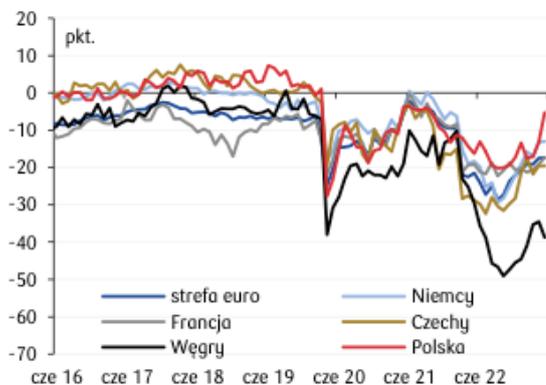
Źródło: Komisja Europejska

### Indeks zatrudnienia EEI dla strefy euro



Źródło: Komisja Europejska

### Indeks koniunktury konsumenckiej w wybranych krajach



Źródło: Komisja Europejska

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. Uważamy, że wzrost dywersyfikacji oraz rosnąca sprzedaż obuwia paramilitarnego GROM, powinien zrównoważyć ewentualne spadki zamówień na rynku niemieckim.

### Odbiorcy produktów Grupy Protektor



Budownictwo / Prace wykończeniowe



Farmacja



Gastronomia / Kuchnie



Horeca



Przemysł spożywczy



Przemysł ciężki



Przemysł elektroniczny



Przemysł lekki



Przemysł medyczny



Strażak i ratownictwo medyczne



Szpitale



Transport / Magazyny



Taktyczne / Militarne



Ochrona / Konwoje



Trekkingowe



Serwis samochodowy / techniczny



Inne

Źródło: [eprotektor.com](http://eprotektor.com)

## Zmiana prognoz finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 12.05.2023 [tys. zł.]

	2023P			2024P			2025P		
	stara	nowa	różnica	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	97 358,5	107 905,7	10,8%	102 942,3	116 327,4	13,0%	108 846,0	125 406,4	15,2%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	34 511,8	37 551,1	8,8%	36 748,5	41 429,8	12,7%	41 660,0	44 976,7	8,0%
Koszty sprzedaży	-13 667,3	-16 238,5	18,8%	-14 451,2	-17 366,9	20,2%	-15 280,0	-18 722,3	22,5%
Koszty ogólnego zarządu	-17 710,8	-18 825,4	6,3%	-18 726,5	-21 161,5	13,0%	-19 801,0	-22 813,0	15,2%
Pozostałe przychody operacyjne	1 255,2	1 179,0	-6,1%	1 455,7	1 401,9	-3,7%	1 410,0	1 362,2	-3,4%
Pozostałe koszty operacyjne	-1 758,2	-1 196,4	-32,0%	-1 895,4	-1 430,7	-24,5%	-1 463,0	-1 418,5	-3,0%
<b>EBITDA</b>	9 336,0	9 199,8	-1,5%	10 052,0	9 814,8	-2,4%	10 709,2	10 550,5	-1,5%
<b>EBIT</b>	2 630,7	2 469,8	-6,1%	3 131,0	2 872,6	-8,3%	3 565,0	3 385,1	-5,0%
<b>Zysk brutto</b>	456,5	759,2	66,3%	2 411,9	2 229,0	-7,6%	2 905,0	2 747,8	-5,4%
Podatek dochodowy	-230,0	-417,3	81,5%	-1 215,1	-1 123,0	-7,6%	-1 464,0	-1 384,3	-5,4%
<b>Zysk netto za okres</b>	226,5	341,9	51,0%	1 196,8	1 106,0	-7,6%	1 442,0	1 363,4	-5,4%
Marża brutto ze sprzedaży	35,4%	34,8%		35,7%	35,6%		38,3%	35,9%	
Marża EBITDA	9,6%	8,5%		9,8%	8,4%		9,8%	8,4%	
Marża EBIT	2,7%	2,3%		3,0%	2,5%		3,3%	2,7%	
Marża netto	0,2%	0,3%		1,2%	1,0%		1,3%	1,1%	

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

W stosunku do poprzedniej prognozy z maja 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 I kwartał 2023 roku, obniżamy 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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>90 759</b>	<b>93 760</b>	<b>100 361</b>	<b>107 906</b>	<b>116 327</b>	<b>125 406</b>	<b>135 194</b>	<b>145 745</b>
Sprzedaż produktów	88 589	91 586	98 299	101 914	109 868	118 442	127 686	137 652
Sprzedaż usług	1 947	106	150	147	159	171	185	199
Sprzedaż materiałów	223	2 068	1 912	5 845	6 301	6 793	7 323	7 895
Koszty własny sprzedaży	-57 002	-61 570	-65 035	-70 355	-74 898	-80 430	-86 369	-92 745
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>33 757</b>	<b>32 190</b>	<b>35 326</b>	<b>37 551</b>	<b>41 430</b>	<b>44 977</b>	<b>48 825</b>	<b>53 000</b>
Koszty sprzedaży	-8 733	-14 541	-16 794	-16 239	-17 367	-18 722	-20 184	-21 759
Koszty zarządu	-23 887	-16 558	-15 991	-18 825	-21 161	-22 813	-23 774	-25 629
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>1 137</b>	<b>1 091</b>	<b>2 541</b>	<b>2 487</b>	<b>2 901</b>	<b>3 441</b>	<b>4 868</b>	<b>5 612</b>
Pozostałe przychody operacyjne	2 946	887	1 486	1 179	1 402	1 362	1 374	1 375
Pozostałe koszty operacyjne	-1 596	-1 354	-1 154	-1 196	-1 431	-1 419	-1 096	-802
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>2 487</b>	<b>624</b>	<b>2 873</b>	<b>2 470</b>	<b>2 873</b>	<b>3 385</b>	<b>5 146</b>	<b>6 185</b>
Przychody finansowe	141	971	739	988	911	940	938	938
Koszty finansowe	-779	-1 743	-2 358	-2 698	-1 555	-1 578	-1 554	-1 395
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	2 917	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>1 849</b>	<b>2 769</b>	<b>1 254</b>	<b>759</b>	<b>2 229</b>	<b>2 748</b>	<b>4 530</b>	<b>5 728</b>
Podatek dochodowy	-597	-1 896	-2 272	-417	-1 123	-1 384	-2 282	-2 886
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>1 252</b>	<b>873</b>	<b>-1 018</b>	<b>342</b>	<b>1 106</b>	<b>1 363</b>	<b>2 248</b>	<b>2 842</b>

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przeplwy operacyjne	6 186	2 197	5 782	9 474	7 758	8 426	9 373	11 920
Przeplwy inwestycyjne	3 092	- 2 768	- 1 247	- 3 191	- 4 183	- 4 353	- 4 530	- 4 714
Przeplwy finansowe	-	6 883	- 3 426	- 4 216	5 333	4 965	- 1 058	- 4 034
<b>Przeplwy pieniężne netto</b>	<b>2 395</b>	<b>- 3 997</b>	<b>301</b>	<b>949</b>	<b>8 540</b>	<b>3 015</b>	<b>809</b>	<b>1 331</b>
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	2 395	- 3 997	301	949	8 540	3 015	809	1 331
Środki pieniężne na początek okresu	3 652	6 047	2 050	2 351	3 300	11 840	14 855	15 664
Środki pieniężne na koniec okresu	<b>6 047</b>	<b>2 050</b>	<b>2 351</b>	<b>3 300</b>	<b>11 840</b>	<b>14 855</b>	<b>15 664</b>	<b>16 995</b>

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

## Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>AKTYWA</b>	<b>99 014</b>	<b>93 560</b>	<b>98 958</b>	<b>97 922</b>	<b>106 785</b>	<b>109 852</b>	<b>113 954</b>	<b>119 584</b>
Aktywa trwałe	40 977	37 437	42 349	39 148	36 697	34 067	34 455	37 636
Rzeczowe aktywa trwałe	31 594	24 210	26 022	23 361	20 393	17 224	17 052	19 651
Wartości niematerialne i prawne	6 725	7 344	8 061	8 205	8 414	8 631	8 858	9 094
Pozostałe aktywa długoterminowe	2 658	5 883	7 332	7 583	7 891	8 211	8 545	8 892
Aktywa obrotowe	58 037	56 123	56 609	58 774	70 088	75 786	79 500	81 947
Zapasy	40 529	40 018	43 437	42 295	44 012	45 799	47 659	47 659
Należności krótkoterminowe	10 133	13 048	8 527	11 441	12 333	13 296	14 334	15 452
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 047	2 050	2 369	3 318	11 858	14 873	15 682	17 013
Pozostałe aktywa	1 324	1 007	2 250	1 721	1 884	1 817	1 825	1 823
<b>PASYWA</b>	<b>99 014</b>	<b>93 560</b>	<b>98 958</b>	<b>97 922</b>	<b>106 785</b>	<b>109 852</b>	<b>113 954</b>	<b>119 584</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	49 984	44 698	44 113	41 525	44 834	48 863	54 082	62 500
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	15 441	17 670	20 418	24 948	30 676
Udziały niekontrolujące	1 581	408	438	448	448	448	448	448
Zobowiązania długoterminowe	15 035	11 571	12 317	16 449	17 103	17 827	15 021	12 223
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	13 228	9 589	11 336	15 445	16 145	16 845	14 045	11 245
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	339	884	666	792	746	770	764	766
Zobowiązania krótkoterminowe	32 414	36 883	42 528	39 948	44 467	42 371	43 619	43 152
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	8 927	11 161	18 682	11 617	16 585	16 153	17 521	17 089
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 481	2 514	4 477	6 679	6 979	7 279	6 079	4 879
Zobowiązania handlowe	10 455	11 861	12 377	11 907	12 836	13 838	14 918	16 083
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	-	-	2 385	4 644	2 966	-	-	-
Rezerwy	-	-	1 344	1 617	1 617	1 617	1 617	1 617
Pozostałe zobowiązania	11 551	11 347	3 263	3 484	3 484	3 484	3 484	3 484

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

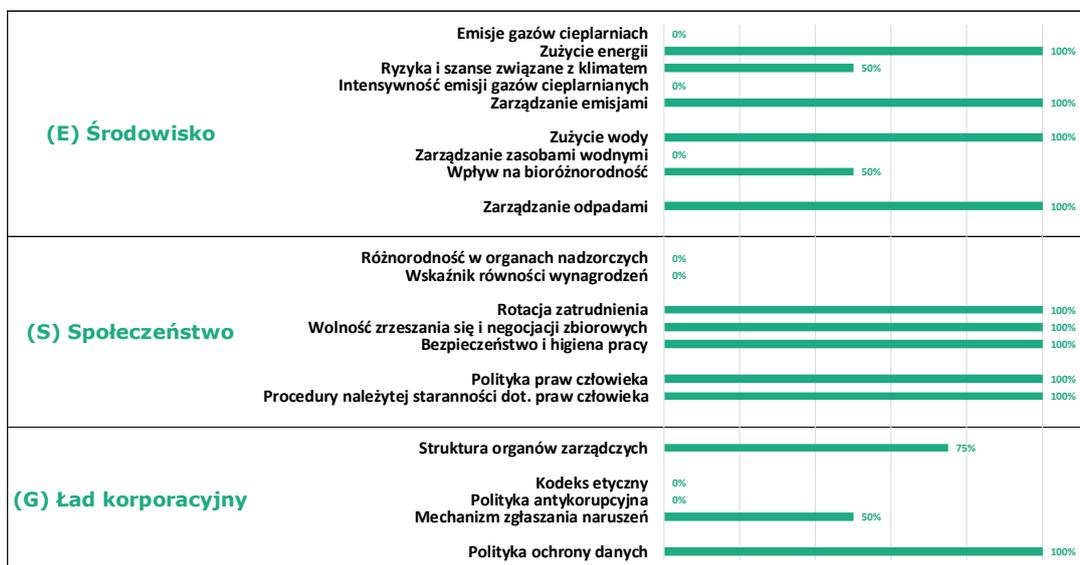
kontekście posiadania przez Grupę zakładu produkcyjnego w Nadniestrzu (Mołdawia) i potencjalnego złego postrzegania Grupy przez inwestorów instytucjonalnych.

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	<b>C</b>
------------------	----------

L. PUNKTÓW	<b>11,17</b>
------------	--------------

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



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

Zródło: opracowanie DM BPS

<b>ŹRÓDŁA DANYCH</b>
Sprawozdanie Zarządu z działalności za 2022 rok Strona internetowa <a href="http://protektors.pl">protektors.pl</a>

<b>METODOLOGIA</b>
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: <a href="http://www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne">www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne</a>

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.

**EI** – (ang. *European Employee Index*) - Wskaźnik oczekiwań dotyczących zatrudnienia

**ESI** – (ang. *Economic Sentiment Indicator*) - wskaźnik ufności w handlu detalicznym w Unii Europejskiej,

**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: 09 czerwca 2023 roku, 08:20

Pierwsze udostępnienie opracowania: 09 czerwca 2023 roku, 08:40

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w 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
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	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	8,62	4,89	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	32,70	31,20	Raport Aktualizujący	06.06.2023	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,80	2,27	Raport Aktualizujący	09.06.2023	Artur Wizner

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