

# Protektor

Przemysł

## W oczekiwaniu na nowe kolekcje

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki Protektor. Po bardzo słabym sprzedaży i wynikowo 2Q20, w 3Q20 udało się mocno ograniczyć koszty, a także odbudować spadki sprzedaży wynikające ze spowolnienia gospodarczego podczas pierwszej fali Covid-19. Dzięki zwiększonym przychodom z tyt. sprzedaży maseczek medycznych liczymy, że wynik EBTIDA w 4Q20 potwierdzi wysoką, pozytywną dynamikę w ujęciu rdr, dlatego rewidujemy w górę naszą prognozę wyników dla całego 2020. Natomiast w odniesieniu do kolejnych lat zdecydowaliśmy się lekko obniżyć nasze szacunki. Zwracamy uwagę, że obecna strategia spółki i cele finansowe w niej zawarte opierają się na założeniu, że spadek sprzedaży obuwia w związku z pandemią COVID-19 potrwa do 4Q20, co w naszej ocenie jest założeniem optymistycznym. Uważamy, że rynek odzieży ochronnej w 1H21 doświadczy spadków i dopiero 2H21 przyniesie poprawę sprzedaży. Obniżenie prognozowanych przychodów w okresie objętym przez strategię prowadzi do zredukowania naszych szacunków EBITDA w 2023 z 15,9 mln zł do 14,6 mln zł. Nasz model wyceny wskazuje obecnie na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 4,14 zł vs. 6,05 zł poprzednio.

- **Obniżenie bazy przychodowej w 2021 w związku z trwającą pandemią głównym powodem rewizji prognoz.** Obecna strategia spółki, jak i nasze wcześniejsze prognozy, opierały się na założeniu, że ewentualne spadki sprzedaży związane z pandemią Covid-19 zakończą się w 2020. Obecnie widzimy, że nadejście drugiej i trzeciej fali zakażeń jak i ograniczenie dostępności szczepionek w Europie będą miały wpływ na koniunkturę gospodarczą w 1H21. O ile w poprzednim raporcie zakładaliśmy, że przychody ze sprzedaży sięgną w 2023 r. ok. 144 mln zł, a EBITDA wyniesie 15.9 mln zł (wobec odpowiednio 180 mln zł i 25 mln zł według strategii spółki), nasze obecne prognozy to odpowiednio PLN 131.6 mln zł i 14.6 mln zł.
- **Rok 2021 pod znakiem wprowadzania nowych kolekcji:** Nowe linie produktowe będą wchodziły do oferty stopniowo, dlatego naszym zdaniem efekt sprzedażowy będzie rozłożony w czasie i będzie w pełni odzwierciedlony w wynikach dopiero od 2022 r. W pierwszej fazie, na przełomie 1Q21 i 2Q21 do sprzedaży wejdą nowe produkty przeznaczone dla branży logistycznej oraz budowlanej. Na przełomie 2Q21 i 3Q21 na rynek trafią nowe modele dedykowane dla szpitali i przemysłu medycznego.
- **Produkcja i sprzedaż maseczek może utrzymywać się po pandemii:** Spółka skupia się obecnie na produkcji maseczki medycznej, której sprzedaż jest mocno skoncentrowana na rynku służby zdrowia. Odpowiednie certyfikacje i sprzedaż głównie do instytucji takich jak szpitale dają szansę na utrzymanie się sprzedaży po opanowaniu pandemii.

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody (mln zł)	104,2	99,7	90,0	102,4	119,7
EBITDA (mln zł)	4,0	7,5	8,1	9,1	12,4
Zysk operacyjny (mln zł)	1,3	3,0	3,7	4,7	8,0
Zysk netto (mln zł)	-1,7	-0,5	1,1	1,7	3,7
Zysk netto na akcję (zł)	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Dywidenda na akcję (zł)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
C/Z (x)	n.m.	n.m.	65,0	40,4	18,4
EV/EBITDA (x)	20,8	12,7	11,2	9,9	7,5
Stopa dywidendy (%)	3%	0%	0%	0%	0%

Cena zamknięcia (11 lutego 2021)	3,60 PLN
12-miesięczna cena docelowa	4,14 PLN
Cena zamknięcia (maks./min.) (12M)	7,90/2,20 PLN

### Profil spółki

Grupa Kapitałowa Protektor specjalizuje się w produkcji obuwia bezpiecznego, zawodowego i ciężkiego. Obuwie sprzedawane jest do wielu sektorów usługowych i przemysłowych w tym: budownictwa, służby zdrowia, hoteli i gastronomii. Spółka posiada w swojej ofercie również obuwie dla służb mundurowych oraz segmentu paramilitarnego.

### Wybrane czynniki ryzyka

- Pogorszenie koniunktury związane z Covid-19.
- Nasilenie presji konkurencyjnej ze strony dystrybutorów i producentów taniego obuwia
- Niepełny poziom wykorzystania parku maszynowego

### Dane instrumentu finansowego

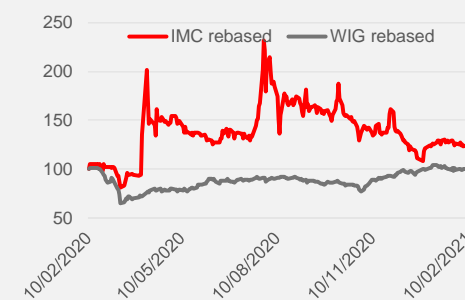
Reuters	PRT.WA
Bloomberg	PRT.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	42,9
Akcje w wolnym obrocie (%)	30,51%
Wycena rynkowa (mln PLN)	68,9
Liczba akcji (mln)	19,02

### Główni akcjonariusze

Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	29,60%
Luma Investment SA	28,14%
Porozumienie akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	12,28%

### Wydarzenia korporacyjne

Skonsolidowany raport roczny	30 kwietnia 2021
------------------------------	------------------



### Zmiana Kursu (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	-2,6%	-7,9%	-21,8%
Relatywna do WIG	0,5%	-19,8%	-30,7%
Relatywna do MSCI EME	-7,0%	-27,4%	-50,3%

### Krzysztof Koziel

#### Analitik Akcji

BM Pekao

+48 22 586 28 54

krzysztof.koziel@pekao.com.pl

## Aktualności/ostatnie wydarzenia

- W dniu 31 sierpnia 2020, Protektor wystawił Deklarację Zgodności UE z Dyrektywą 93/42/EWG oraz ustawą o wyrobach medycznych z dnia 20 maja 2010 roku, w odniesieniu do wyrobu pod nazwą "maska medyczna trójwarstwowa jednorazowa". Badania zgodności zostały wykonane na skuteczność filtracji bakterii, czystości mikrobiologicznej, oporów oddychania oraz oceny biokompatybilności, i wskazały zgodność ww. masek z normą dla typu II. Protektor dokonał jednocześnie zgłoszenia ww. produktu do Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych.
- W dniu 19 października 2020 r. Spółka zawarła z mBank S.A umowę ramową dla linii wieloproduktowej, na mocy której Spółce został przyznany limit kredytowy do wysokości 9.5 mln zł. Limit ma zostać przeznaczony na sfinansowanie bieżącej działalności Emitenta oraz realizację celów, opisanych w strategii na lata 2020-2023.
- 14 grudnia 2020 r. Protektor otrzymała od spółki Vizum Lab pismo zatytułowane: "Odstąpienie od umowy warunkowej z dnia 30.05.2019", w którym Vizum Lab poinformowało o braku możliwości dalszej realizacji umowy, zawartej pomiędzy Vizum Lab jako zamawiającym a spółką, a także że Vizum Lab zmuszone jest odstąpić od Umowy.
- W dniu 18 stycznia 2021 r. Spółka uzyskała informację o pozytywnej ocenie i wybraniu do dofinansowania przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju (NCBR) zgłoszonego przez Spółkę projektu pn. "Obuwie przyszłości - opracowanie inteligentnych rozwiązań dla pensjonariuszy i pracowników domów opieki, szpitali, jak również rozwiązań wspierających pracę ratowników, w szczególności straży pożarnej".

Celem Projektu będzie przeprowadzenie prac B+R, w wyniku których powstanie obuwie wyposażone w inteligentne rozwiązania pozwalające m.in. na lokalizację i wykrywanie zagrożeń (smartware). Całkowity koszt realizacji Projektu wynosi 15,7 mln zł. Rekomendowana przez NCBR kwota dofinansowania, tj. 6,3 mln zł, odpowiada kwocie wnioskowanego przez Spółkę dofinansowania. Spółka będzie mogła rozpocząć realizację Projektu po podpisaniu z NCBR stosownej umowy. Realizacja Projektu stanowi element wdrażania w życie strategii na lata 2020-2023.

## Podsumowanie i komentarz do wyników 2Q20 i 3Q20

### Wyniki 2Q20 pod znakiem pandemii Covid-19

W 2Q20 największy wpływ na wyniki miała pandemia Covid-19, w wyniku czego przychody ze sprzedaży obniżyły się o 36% do 15,7 mln zł. Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 26,2% wobec 37% w tym samym okresie przed rokiem. Spadek sprzedaży o 10 mln zł rdr przełożył się na mocne pogorszenie wyników. W komentarzu do wyników Zarząd podkreślił, że dzięki dyscyplinie kosztowej udało się ograniczyć spadek EBITDA do -1,8 mln zł rdr.

Wskutek spadku dźwigni operacyjnej koszty sprzedaży do przychodów wzrosły o 3 p.p. do 12%. Koszty ogólnego zarządu w ujęciu procentowym do przychodów zwiększyły się o 7,5 p.p. do 33%.

W 2Q20 uruchomiono produkcję jednorazowych maseczek higienicznych posiadających certyfikat Narodowego Instytutu Zdrowia Publicznego. Ponadto, Protektor rozpoczął pracę nad uzyskaniem certyfikatu na produkcję masek medycznych w typie II, co w ostateczności miało miejsce 31 sierpnia 2020 r. We wrześniu spółka rozpoczęła pracę nad maseczką w typie IIR (z przeznaczeniem do wykorzystania na blokach operacyjnych).

Według Zarządu cięcia kosztów nie miały wpływu na postęp strategii rozwoju produktów. Spółka przygotowuje lub pracuje nad wdrożeniem następujących kolekcji:

- Linia Trax – sandał, półbut, trzewik. Obuwie projektowane jest z głównie z myślą o młodszych odbiorcach. Charakteryzować się będzie sportowym stylem, będzie lekkie i przewiewne. Dedykowane głównie do branży przemysłowej, transportu oraz przemysłu elektronicznego.
- Linia Construct – półbut i trzewik. Zaprojektowane z myślą o budownictwie i przemyśle drzewnym. Obuwie cechować się będzie solidną konstrukcją cholewki i nowoczesnym wyglądem, a podeszwa będzie wyposażona w *shock absorber*.
- Linia Road – sandał, półbut, trzewik. Obuwie projektowane głównie z myślą o przemyśle automotive i transporcie. Charakteryzować się będą nowoczesną kolorystyką oraz sportowym stylem.
- Nowa linia obuwia dedykowana dla straży pożarnej i ratownictwa medycznego.
- Nowe linie obuwia CLOG (Pure i Wave) dla segmentu medycznego.
- Nowe modele „Anatom tec”. Produkty te znajdują zastosowanie w transporcie, logistyce, przemyśle motoryzacyjnym, budowie maszyn, przemyśle drukarskim i opakowaniowym

W sierpniu 2020 r. Protektor złożył wniosek o dofinansowanie projektu B+R „Obuwie przyszłości - opracowanie inteligentnych rozwiązań (smartware) pozwalających na rozszerzenie opieki nad pensjonariuszami i pracownikami domów opieki, szpitali oraz rozwiązań pozwalających na sprawniejszą współpracę ratowników, w szczególności straży pożarnej w oparciu o wyposażenie obuwia w czujniki, systemy przetwarzania i przesyłania danych”. W styczniu 2021 spółka poinformowała o przyznaniu dofinansowania w kwocie 6,3 mln zł wobec 15,7 mln zł całkowitego kosztu projektu.

W ramach rozwoju kanałów sprzedaży, spółka pracuje nad nową platformą e-commerce dla obiorców B2B i B2C, która dla marki Protektor planowo ma być uruchomiona w 1Q21. Protektor postanowił również wdrożyć system klasy ERP, którego implementacja we wszystkich spółkach w grupie jest planowana na 2Q21. Zdaniem zarządu, implementacja

ERP oraz inne działania w obszarze planowania produkcji, zakupów i zapasów, powinny uwolnić ok. 5-8 mln zł kapitału obrotowego w ciągu 2 lat.

Wśród zdarzeń jednorazowych, które wystąpiły w 2Q20, należy wymienić sprzedaż nieruchomości zlokalizowanej w Lublinie, której łączna cena sprzedaży wyniosła 5,8 mln zł. W wyniku rozliczenia zadłużenia w kwocie 3,2 mln zł, pozostała część pomniejszona o podatek VAT powiększyła stan gotówki na bilansie. Dodatkowo, sprzedaż nieruchomości pozwoli ograniczyć koszty administracyjne spółki o 0,6 mln zł w ujęciu rocznym.

### **Powrót względnej normalności w 3Q20, odbudowa wyników dzięki dyscyplinie kosztowej**

Po obciążonym pandemią 2Q20, w 3Q20 sytuacja w spółce wróciła do względnej normalności. Co prawda przychody ze sprzedaży jak i marża brutto ze sprzedaży w dalszym ciągu wykazywały minimalnie negatywną dynamikę w ujęciu rdr (w obu przypadkach ok. -1.5%), jednak z uwagi na ograniczenie kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży (0,7 mln zł rdr) jak również dzięki wyższemu saldu pozostałych przychodów operacyjnych (+0,37 mln zł) udało się poprawić EBIT w 3Q20 o nieco ponad 1 mln zł (EBITDA o 1,2 mln zł). Niższa dynamika wzrostu zysku netto (o +0,86 mln zł rdr) wynika z zaksięgowania wysokiego podatku (-0,49 mln zł) który przeważał nad pozytywnym efektem jaki spółka odnotowała w ujęciu rdr poziomie działalności finansowej.

Produkcja obuwia całej GK Protektor w 3Q20 osiągnęła poziom 43,8 tys. par a więc 30% więcej niż w tym samym okresie rok wcześniej. W przypadku maseczek higienicznych, Protektor wyprodukował 3,475 tys. sztuk w 3Q20.

W październiku 2020 spółka poinformowała o podpisaniu z mBankiem umowy ramowej dla linii wieloproduktowej z limitem 9,5 mln zł.

W 4Q20 spółka wprowadziła na rynek nową linię dla przemysłu lekkiego, pod nazwą X-DROP. Ponadto, w 4Q20 Protektor ukończył prace prototypowe i wzorcowe nad pozostałymi liniami produktowymi czyli Trax, Road i Construct. W pierwszej fazie, na przełomie 1Q21 i 2Q21 do sprzedaży wejdą nowe produkty przeznaczone dla branży logistycznej oraz budowlanej. Na przełomie 2Q21 i 3Q21 na rynek trafią nowe modele dedykowane dla szpitali i przemysłu medycznego (m.in. seria CLOG). Ostatnie w kolejności, do sprzedaży trafią nowe modele dla straży pożarnej i ratownictwa medycznego.

Również w 4Q20 trwały końcowe prace na nową platformą B2B oraz wdrożeniem ERP w obszarze logistyki i technologii produkcji.

## Zmiana prognoz finansowych

Pomimo negatywnych zmian w otoczeniu, zwłaszcza w odniesieniu do przebiegu pandemii, nie wprowadzamy znaczących zmian w naszej prognozie wyników na 2020 rok. O ile 2Q20 okazał się trudny, biorąc pod uwagę 36% spadek przychodów (o ok. 10 mln PLN wartościowo), to wyniki 3Q20 jak i prognozowany przez nas zysk EBITDA za 4Q20, powinny być ocenione pozytywnie. W największym stopniu do poprawy wyników w drugiej połowie roku przyczynia się sprzedaż maseczek oraz dyscyplina kosztowa za co należy spółkę pochwalić. W drugiej kolejności o lepszych wynikach decydują wyższe salda wyników na działalności operacyjnej i finansowej, jednak trudno przesądzać czy mają one charakter jednorazowy i czy bieżący rok będzie wyglądał pod tym względem inaczej.

Kluczowe znaczenie dla naszych średnio- i długoterminowych prognoz finansowych dla Protektora ma realizacja celów zawartych w strategii. Nasza bieżąca prognoza sprzedaży zakłada, że spółka w 2023 r. osiągnie 132 mln zł przychodów wobec 144 mln zł zakładanych przez nas poprzednio oraz 180 mln zł według strategii spółki. Tak jak wskazuje aktualizacja naszych prognoz na 2020 rok, poziom przychodów w ubiegłym roku może być 8% niższy w relacji do naszych wcześniejszych oczekiwań (na poziomie rentowności zostało odrobione na efektywnościach kosztowych), co naszym zdaniem obniża bazę do wzrostu w kolejnych latach. Dodatkowo, nie do końca wiadomo jak będą przebiegały kolejne fazy pandemii biorąc pod uwagę niską dostępność szczepionek oraz nowe mutacje wirusa, co oddala perspektywę osiągnięcia zbiorowej odporności. Zwracamy uwagę, że obecna strategia spółki *„opiera się na założeniu, że sytuacja gospodarcza w Polsce i Europie zacznie się stabilizować od początku 2021 roku, a spadek sprzedaży obuwią w związku z pandemią COVID-19 potrwa do 4Q 2020 roku.”* Naszym zdaniem, istnieje duże ryzyko, że 2021 także upłynie pod znakiem pandemii i dopiero w drugiej połowie roku liczylibyśmy na poprawę otoczenia makroekonomicznego.

Nasza rewizja szacunków EBITDA na 2021 r. wynika głównie z obniżenia prognoz przychodów. W odniesieniu do naszej poprzedniej analizy, prognozujemy 8% niższą EBITDA wobec 9% spadku prognozowanej sprzedaży. W 2022 r. różnica między wcześniejszymi założeniami a bieżącą prognozą jest nieco niższa, głównie dzięki planowanym wdrożeniom nowych kolekcji butów w 2021. Nowa oferta prawdopodobnie zacznie w pełni kontrybuować do wyników dopiero po kilku kwartałach, dlatego zakładamy, że 2021 upłynie raczej pod znakiem inwestycji a potencjalny zwrot zmaterializuje się w okresie kolejnych 12 miesięcy.

### PROTEKTOR: REWIZJA PROGNOZ BM PEKAO

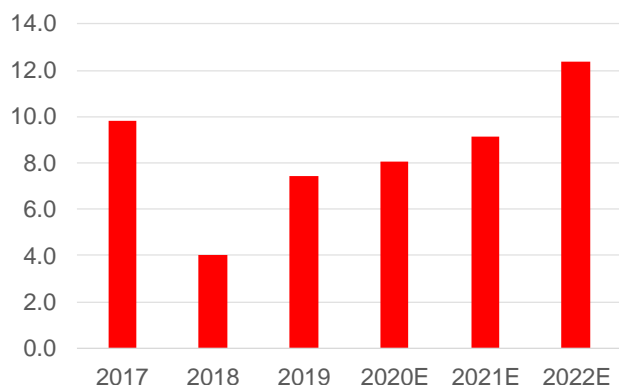
mln PLN	2020E			2021E			2022E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
Przychody	90,0	97,7	-8%	102,4	112	-9%	119,7	127,2	-6%
EBITDA	8,1	7,6	6%	9,1	9,9	-8%	12,4	12,7	-3%
EBIT	3,7	3,2	15%	4,7	5,5	-14%	8,0	8,3	-4%
Zysk netto	1,1	1,6	-34%	1,7	3,1	-45%	3,7	5,0	-25%
Marża EBITDA (%)	9,0%	7,8%		8,9%	8,8%		10,3%	10,0%	
Marża operacyjna (%)	4,1%	3,3%		4,6%	4,9%		6,6%	6,5%	
Marża zysku netto (%)	1,2%	1,6%		1,7%	2,8%		3,1%	3,9%	

Source: BM Pekao

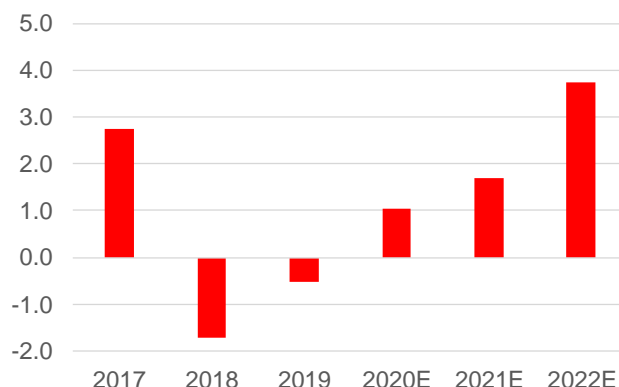
W perspektywie do 2023 w dalszym ciągu zakładamy wzrost rentowności EBITDA do 11% wobec 14% według celu strategicznego. W naszej ocenie obniżenie kosztu jednostkowego produkcji będzie wymagało nieco więcej czasu, zwłaszcza w obszarze przeorganizowania procesów. Należy również pamiętać, że cel marżowy jest wypadkową zmiany miksu produktowego oraz działań w zakresie obniżenia kosztów, dlatego niższy od zakładanego przez Zarząd wzrost sprzedaży może odbić się na niższej realizacji celu

rentowności. Różnice w szacunkach zysku netto wynikają w głównej mierze z wyższej oczekiwanej efektywnej stopy podatkowej.

Protektor: prognoza EBITDA (mln zł)



Protektor: prognoza zysku netto (mln zł)



Źródło: BM Pekao

### Prognozujemy EBITDA na poziomie 8,1 mln zł w 2020, 14,6 mln zł w 2023

Bazując na powyższych założeniach prognozujemy osiągnięcie przez Protektor zysku EBITDA na poziomie 8,1 mln zł w 2020 oraz prawie dwukrotnego wzrostu do 2023. Nieco wyższy od naszych wcześniejszych prognoz wzrost zysku w 2020 jest związany przede wszystkim z uruchomieniem sprzedaży maseczek higienicznych oraz intensywniejszych działań optymalizacyjnych w obszarze kosztów. W związku z trwającą pandemią COVID-19 segment obuwia w dalszym ciągu może notować spadki sprzedaży stąd nieco niższe prognozy w okresie 2021+. Od 2H21 spodziewamy się stopniowej poprawy wyników w segmencie obuwia wynikającej z wprowadzania odświeżonych linii produktowych. Wraz z nadejściem cieplejszych temperatur i dzięki postępowi programu szczepień, spodziewamy się ogólnej poprawy koniunktury.



## Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie kursu akcji Protektor.

**Otoczenie makroekonomiczne i nastroje przedsiębiorstw:** Pogorszenie w otoczeniu makroekonomicznym głównie ze względu na pandemię COVID-19 może wpłynąć na koniunkturę w sektorze przemysłowym oraz usługowym, co może mieć wpływ na wolniejszy od zakładanego powrót popytu na obuwie i odzież ochronną w Europie.

**Otoczenie konkurencyjne:** Agresywna walka o udziały rynkowe przez konkurencyjne przedsiębiorstwa może mieć wpływ na niższy poziom marż realizowanych na sprzedaży.

**Ryzyko walutowe (EUR i USD):** Ekspozycja na ryzyko walutowe wynika z rozliczeń z dostawcami w walutach obcych. Abeba (spółka zależna Protektora) właściwie całą sprzedaż realizuje poza granicami Polski. Część surowców również jest kupowana w walucie obcej.

**Ryzyko wzrostu ceny podstawowych surowców:** Nagłe i gwałtowne wzrosty cen surowców, takich jak skóra czy ropopochodne, mogą zwiększyć koszt wytworzenia i tym samym negatywnie wpłynąć na rentowność.

**Ryzyko większej niż zakładana presji kosztowej, zwłaszcza z tytułu rosnących wynagrodzeń:** Przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń, mocniejsze od zakładanych wzrosty płacy minimalnej, jeśli nie będzie im towarzyszyć wyraźnie mocniejsza konsumpcja, tworzą ryzyko większej presji na wyniki spółki poprzez kompresję marż.

**Ryzyko nietrafionych inwestycji:** Spółka planuje znacząco zwiększyć poziom inwestycji, zwłaszcza w innowacje produkt, co rodzi ryzyko nietrafienia z nową kolekcją w gusta końcowego odbiorcy.

## Podsumowanie wyceny

Nasze obliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki Protektor na poziomie 4,14 zł. Poniżej przedstawiamy opis wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena dla spółki Protektor opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników oraz 3. ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności generacji gotówki.

W modelu DCF wykorzystujemy szczegółowe prognozy dla lat 2021-2030 oraz uwzględniamy wartość rezydualną.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 1,25%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5,0% oraz niezależarowany współczynnik beta na poziomie 1x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 6,5%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.

Szczegółowy opis założeń i prognoz finansowych w odniesieniu do perspektyw spółki przedstawiliśmy w poprzedniej części raportu.

### PROTEKTOR: MODEL DCF

mIn PLN	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Przychody	102,4	119,7	131,6	134,9	138,2	141,7	145,2	148,9	152,6	156,4	
EBIT	4,7	8,0	10,2	10,3	10,5	10,8	11,1	11,3	11,6	11,9	
Podatek	-2,5	-3,7	-4,8	-4,9	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,7	
NOPAT	2,2	4,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2	
+ Amortyzacja	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	
+ Zmiany w kapitale obrotowym	1,5	-3,5	1,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
+ Nakłady inwestycyjne	-5,5	-5,5	-5,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	
Inwestycje netto	-1,1	-1,1	-1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	
WACC (%)	6,5%										
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2021E-2030E	33					Stopa wolna od ryzyka (%)					1,25%
Wartość rezydualna	113					Beta niezależarowana (x)					1,00
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1,0%					Beta zalewarowana (x)					1,36
Zdyskontowana wartość rezydualna	61					Premia kapitału własnego (%)					5,0%
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	94					Koszt kapitału własnego (%)					8,0%
- Dług netto (31 grudnia 2020, zawiera zob. Z tyt. MSSF 16)	22					Premia kapitału obcego (%)					2,50%
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2021)	72					Stopa podatkowa (%)					19%
Miesiąc	2					Koszt kapitału obcego po podatku (%)					3%
Wartość godziwa	73					% udział - kapitał obcy					31%
Liczba akcji (mIn)	19,0					% udział - kapitał własny					69%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,8					<b>WACC (%)</b>					<b>6,5%</b>
<b>12-miesięczna cena docelowa (PLN)</b>	<b>4,14</b>										

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao



**PROTEKTOR: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH RFR I ERP (ZŁ/AKCJA)**

		ERP						
		2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
RFR	0.95%	11,9	7,9	5,8	4,4	3,5	2,9	2,4
	1.05%	11,3	7,6	5,6	4,3	3,5	2,8	2,3
	1.15%	10,8	7,4	5,5	4,2	3,4	2,8	2,3
	1.25%	10,3	7,1	5,3	4,14	3,3	2,7	2,2
	1.35%	9,9	6,9	5,2	4,0	3,2	2,6	2,2
	1.45%	9,5	6,7	5,0	3,9	3,2	2,6	2,1
	1.55%	9,1	6,5	4,9	3,9	3,1	2,5	2,1

Źródło: BM Pekao

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy już wcześniej uważamy ją za nieoptymalną w celu wyznaczenia wartości godziwej akcji Protektor. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

Wynik wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową Protektor na poziomie 5,64 zł. Z uwagi na całkowicie inny model wzrostu biznesu, zwrot w kierunku e-commerce gdzie w przypadku Protektora doświadczenie i kompetencje są dopiero budowane, sądzimy że wycena porównawcza w żadnym stopniu nie jest wymierna dla odpowiedniego oszacowania wartości spółki.

**PROTEKTOR: WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ**

Nazwa spółki	Kod Bloomberg	Cena	EV (waluta lok.)	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
FOOT LOCKER INC	FL US Equity	51,3	7,182	20,1	11,7	10,9	7,4	5,1	4,8
GEOX SPA	GEO IM Equity	0,8	590	-1,8	-6,7	-41,9	n.a.	6,9	4,5
ADIDAS AG	ADS GY Equity	284	60,404	119,6	34,8	27,7	30,2	16,9	14,1
NIKE INC -CL B	NKE US Equity	141,9	224,650	46,4	36,7	31,8	33,5	27,3	24,0
CROCS INC	CROX US Equity	78,7	5,531	27,1	21,5	19,1	20,0	15,2	13,5
TOD'S SPA	TOD IM Equity	27,9	1,502	-8,9	-22,2	-60,5	48,6	11,1	8,0
CCC SA	CCC PW Equity	103	8,776	-7,5	81,4	29,9	42,2	9,9	9,0
<b>Mediana</b>				<b>15,4</b>	<b>18,6</b>	<b>16,8</b>	<b>21,7</b>	<b>11,9</b>	<b>9,9</b>
Protektor	PRT PW Equity			40,4	18,4	14,2	9,9	7,5	6,4
<b>Premia/dyskonto do grupy porównawczej</b>				<b>162%</b>	<b>-1%</b>	<b>-16%</b>	<b>-54%</b>	<b>-37%</b>	<b>-36%</b>
Implikowana wycena Protektor/akcję (PLN)				1,37	3,65	4,26	9,28	6,44	6,32
Średnia wycen(PLN)									5,22
<b>12-miesięczna wycena Protektor (PLN)</b>									<b>5,64</b>

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

## Prognozy finansowe - tabela

### PROTEKTOR: PODSUMOWANIE DANYCH HISTORYCZNYCH I PROGNOZ FINANSOWYCH

mIn PLN	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>						
Przychody ze sprzedaży	112,1	104,2	99,7	90,0	102,4	119,7
Koszt własny sprzedaży	-74,5	-67,4	-62,5	-56,2	-64,7	-75,0
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>37,6</b>	<b>36,8</b>	<b>37,2</b>	<b>32,7</b>	<b>37,7</b>	<b>44,7</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-31,0	-33,6	-34,0	-29,8	-33,0	-36,8
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0,7	-1,9	-0,2	0,7	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>7,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>8,0</b>
Koszty/przychody finansowe	0,2	-0,1	-0,8	-0,4	-0,5	-0,5
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>7,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>7,5</b>
Podatek dochodowy	-4,7	-2,9	-2,8	-2,2	-2,5	-3,7
<b>Zysk netto</b>	<b>2,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7</b>
Marża brutto na sprzedaży (%)	33,5%	35,3%	37,3%	36,3%	36,8%	37,3%
Marża operacyjna (%)	6,5%	1,2%	3,1%	4,1%	4,6%	6,6%
Marża netto (%)	2,4%	-1,6%	-0,5%	1,2%	1,7%	3,1%
<b>BILANS</b>						
Aktywa obrotowe	55,4	55,4	53,0	53,4	52,9	55,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,1	1,7	3,7	4,6	4,4	1,8
Należności z tytułu dostaw i usług i pozostałe	6,0	6,1	6,4	5,8	6,6	7,7
Zapasy	41,9	42,2	39,4	39,4	38,2	42,3
Pozostałe aktywa obrotowe	3,3	5,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa trwałe	32,3	24,2	36,1	32,7	36,1	39,0
Rzeczowe aktywa trwałe	25,1	17,4	16,7	13,3	16,7	19,6
Wartość firmy i pozostałe aktywa niematerialne	5,3	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6
Należności długoterminowe	1,7	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Pozostałe aktywa trwałe	0,2	0,1	12,4	12,4	12,4	12,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>87,6</b>	<b>83,9</b>	<b>93,5</b>	<b>90,3</b>	<b>93,2</b>	<b>98,6</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	25,5	27,0	28,6	27,6	28,8	30,5
Pożyczki i kredyty bankowe	11,4	10,4	10,2	10,2	10,2	10,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	6,1	7,1	9,5	8,6	9,8	11,4
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	8,0	8,0	4,8	4,8	4,8	4,8
Przychody przyszłych okresów	0,0	1,6	4,0	4,0	4,0	4,0
Zobowiązania długoterminowe	6,3	6,0	16,3	13,0	13,0	13,0
Pożyczki i kredyty bankowe	4,7	1,7	3,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1,6	4,3	13,0	13,0	13,0	13,0
Kapitał własny	54,1	49,2	47,1	48,0	49,6	53,2
<b>Pasywa razem</b>	<b>87,6</b>	<b>83,9</b>	<b>93,5</b>	<b>90,3</b>	<b>93,2</b>	<b>98,6</b>
<b>RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH</b>						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	4,2	0,8	6,6	3,4	5,3	2,9
Zysk przed opodatkowaniem	7,5	1,2	2,3	3,2	4,2	7,5
Amortyzacja	2,7	2,8	4,4	4,4	4,4	4,4
Zmiany w kapitale obrotowym i inne korekty	-5,9	-3,1	0,0	-4,3	-3,3	-9,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-3,4	-0,7	-1,6	0,8	-5,5	-5,5
Wydatki na zakup majątku trwałego	-3,5	-1,1	-1,7	-5,0	-5,5	-5,5
Pozostałe	0,0	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-5,1	-2,5	-3,0	-3,2	0,0	0,0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	0,8	2,1	1,3	-3,2	0,0	0,0
Środki uzyskane ze sprzedaży akcji własnych	-1,1	-1,6	-2,9	0,0	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-4,4	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-0,8	-1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana netto środków pieniężnych i ekwiwalentów</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,6</b>

Źródło: Protektor, Biuro Maklerskie Pekao

## ANALITYCY

### Dyrektor, Biuro Analiz Inwestycyjnych

Maciej Borkowski, CFA

[maciej.borkowski@pekao.com.pl](mailto:maciej.borkowski@pekao.com.pl)

### Banki, Finanse

Jerzy Kosiński

[jerzy.kosinski@pekao.com.pl](mailto:jerzy.kosinski@pekao.com.pl)

### Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł

[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

### TMT, Gaming

Łukasz Kosiński

[lukasz.kosiarski@pekao.com.pl](mailto:lukasz.kosiarski@pekao.com.pl)

### Energetyka

Maksymilian Piotrowski

[maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl](mailto:maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl)

### Strategia rynkowa

Piotr Kaźmierkiewicz

[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

### Analiza Techniczna

Bartosz Kulesza

[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

### Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa

[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

[infocdm@pekao.com.pl](mailto:infocdm@pekao.com.pl)

### Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

### Infolinia TeleCDM:

- 801 140 490,
- +48 22 591 24 90 (koszt wg cennika operatora)

### Internet

[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## **ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Biuro Maklerskie Pekao („BM”) w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

BM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego.

### **Informacje dotyczące rekomendacji**

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne w okresie ostatnich 12 miesięcy, oraz jaką część emitentów można przypisać do każdej z powyższych kategorii, oraz wykaz zmian elementów rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub emitentów instrumentu finansowego będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, rozpowszechnionych w okresie ostatnich 12 miesięcy wydanych przez BM, znajduje się pod adresem:

[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 11 lutego 2021.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 12.02.2021, godz. 16:40. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 12.02.2021, godz. 16:45.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi, ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565, została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Niniejsza analiza inwestycyjna została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, w tym poprawności metodologicznej i obiektywizmie, wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na chwilę sporządzenia. BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z nich nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

### **Definicje oznaczeń (sygnałów) zawartych w rekomendacji:**

**Kupuj** – raport z zaleceniem „Kupuj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego kupno. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

**Sprzedaj** – raport z zaleceniem „Sprzedaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego sprzedaż lub sprzedaż na krótko. Warunki krótkiej sprzedaży są szczegółowo opisane w Pakiecie Informacyjnym. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

**Trzymaj** – raport z zaleceniem „Trzymaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy jest wyższa od aktualnej, lecz potencjalna stopa zwrotu z inwestycji w taki instrument jest niższa niż koszt kapitału.

### **Wyjaśnienie metodologii stosowanej do formułowania sygnałów inwestycyjnych**

Niniejsza rekomendacja oparta jest na metodologii analizy fundamentalnej. Wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów. **Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne. **Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej. **Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

### **Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu**

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earning” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto za okres ostatnich 12 miesięcy emitenta instrumentu finansowego.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji spółki.

NWZ – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

### **Ujawnienia w obrębie potencjalnych konfliktów interesów**

Niniejsza informacja o ujawnieniach potencjalnych konfliktów interesów jest aktualizowana każdorazowo, gdy osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji powzięły informację, które wpływają na jej treść, jednak nie rzadziej niż raz na miesiąc.

Każdorazowo, gdy w niniejszych zastrzeżeniach prawnych mowa o emitencie, rozumie się przez to emitentów lub wystawców wszystkich instrumentów finansowych wskazanych w dokumencie rekomendacji, wszystkich emitentów instrumentów finansowych będących komponentami indeksów giełdowych lub wystawców wszystkich instrumentów pochodnych wskazanych w treści rekomendacji.

BM wdrożył polityki i procedury mające na celu ochronę przepływu informacji oraz neutralizację lub zmniejszenie ryzyka zaistnienia konfliktu interesów. Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji są oddzielone barierami fizycznymi i niefizycznymi od osób mogących uczestniczyć w świadczeniu usług maklerskich innych niż sporządzanie analiz inwestycyjnych lub doradztwo inwestycyjne. Wszelkie faktyczne i potencjalne konflikty interesów, znane osobom sporządzającym rekomendację, są ujawniane w treści rekomendacji.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji BM nie posiada pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% kapitału podstawowego ogółem emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych, których dotyczy rekomendacja.

Emitent instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji nie posiada udziału w kapitale podstawowym ogółem BM przekraczającego próg 5%.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie pełnią roli animatora rynku lub dostawcy płynności dla akcji Protektor S.A.

Według wiedzy osób biorących udział rekomendacji Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie pełniły w okresie ostatnich 12 miesięcy funkcji gwaranta lub współgwaranta jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych Protektor S.A.

Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie podpisały z Protektor S.A. umowy, której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji inwestycyjnych.

Emitent lub wystawca instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji, może być lub był w okresie ostatnich 12 miesięcy stroną umowy z podmiotami z Grupy Banku Pekao S.A., na podstawie których świadczone są usługi firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE skutkujące powstaniem w tym samym okresie obowiązku zapłaty lub otrzymania odszkodowania. Ze względu na istnienie wewnętrznych barier informacyjnych wdrożonych w BM osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji nie mają wiedzy na temat takich umów.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji nie jest powiązane z transakcjami dotyczącymi usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które one prowadzą lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymuje ona lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A.

Informacja o posiadaniu przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji pozycji długiej lub krótkiej na instrumencie będącym przedmiotem Rekomendacji inwestycyjnej lub na instrumencie pochodnym, którego instrumentem bazowym jest rekomendowany, lub informację, że osoba sporządzająca rekomendację inwestycyjną nie jest w posiadaniu takiej pozycji:

Imię i nazwisko	Instrument	Liczba	Pozycja	Cena transakcji	Data transakcji
Krzysztof Kozieł	PRT	0	Nie dotyczy	-	-

Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji lub osoby im bliskie nie pełnią funkcji w organach emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych wysokiego szczebla w tym podmiocie.

Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji mogą pośrednio posiadać instrumenty finansowe będące przedmiotem rekomendacji poprzez inwestycje w instrumenty emitowane lub wystawiane przez instytucje zbiorowego inwestowania.

Osobom sporządzającym rekomendacje nie są znane żadne inne okoliczności, które w uzasadniony sposób mogłyby wpływać na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, z którą współpracują przy sporządzaniu rekomendacji.