

12.10.2022 08:30

**Dane podstawowe**

Cena docelowa [PLN]	2,9
Wycena DCF [PLN]	2,9
Wycena porównawcza [PLN]	2,7
Cena rynkowa [PLN]	2,6
Pot.wzrostu/spadku [%]	11,5%
Kapitalizacja [mln PLN]	49,5
Free float [%]	29,2%
Sektor	odzież i obuwie
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

**Analityk:**

Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

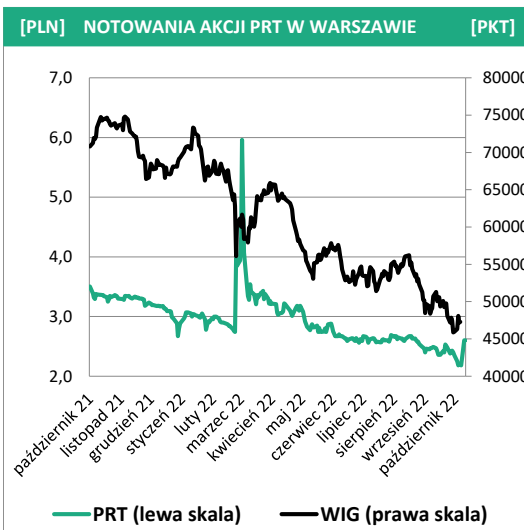
**Profil Spółki:**

Producent i dystrybutor obuwia ochronnego, militarnego oraz specjalistycznego o wysokiej klasie bezpieczeństwa. Produkty spółki eksportowane są na ponad 30 rynków w Europie, Azji, Afryce i Ameryce Południowej.

Źródło: www.gpw.pl

**Główni Akcjonariusze :**

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



# PROTEKTOR SA

raport aktualizujący

**Barometr coraz słabszej gospodarki**

Protektor zaopatruje w obuwiu wiele sektorów (m.in. HoReCa, przemysł, budownictwo, sektor medyczny) i jest w pewnym sensie barometrem gospodarki zarówno w Polsce (ok. 17% przychodów) jak i w Europie Zachodniej (ok. 72% przychodów), ponieważ prognozowane spowolnienie gospodarcze na tych rynkach jest na bieżąco dyskutowane w notowaniach Grupy. Wraz z wybuchem wojny na Ukrainie, a więc prawdopodobnym wzroście wydatków na obronność w większości krajów ościennych, został pobudzony optymizm inwestorów spodziewających się wzrostu zamówień w segmencie obuwia militarnego. Niestety wyniki za I kwartał mocno ostudziły oczekiwania, obnażając problemy z jakimi w bieżącym roku zmagają się większość przedsiębiorstw, czyli wzrost kosztów i spadek marż na wszystkich poziomach. Wyniki za II kwartał 2022 ukazujące wzrost przychodów (+13,4 r/r), w tym ponad dwukrotny wzrost sprzedaży obuwia militarnego GROM przywróciły optymizm.

Oceniając obiektywnie wyniki Protektora za I półrocze 2022 i biorąc pod uwagę kondycję wszystkich branż będących odbiorcami produktów Grupy, a także uwzględniając wzrost premii za ryzyko dla kraju, korygujemy nasze poprzednie prognozy i obniżamy cenę docelową z 3,6 do 2,9 zł na koniec 2022 roku.

**Czynniki wzrostu**

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

**Czynniki ryzyka**

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

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	93 760,0	97 543,4	100 604,6	103 373,8	105 902,0	108 227,6
EBITDA	6 743,0	6 714,2	7 507,9	7 986,9	8 390,7	8 392,9
marża EBITDA	7,2%	6,9%	7,5%	7,7%	7,9%	7,8%
EBIT	624,0	1 905,2	2 620,0	3 019,5	3 341,5	3 273,9
Zysk netto	873,0	441,2	1 298,2	1 919,1	2 134,0	2 228,2
Kapitał własny	45 106,0	45 306,5	47 461,7	50 001,6	52 350,6	54 673,0
Dług	12 259,0	12 059,0	10 859,0	9 659,0	8 459,0	7 259,0
P/E	56,7	112,1	38,1	25,8	23,2	22,2
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,5	5,6	5,1	5,0	4,9	5,0
EPS	0,05	0,02	0,07	0,10	0,11	0,12

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

## Spis treści

Ostatnie wydarzenia .....	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022 .....	3
Czynniki ryzyka .....	6
Wycena .....	8
Otoczenie makroekonomiczne .....	10
Zmiana prognozy finansowych .....	13
ESG .....	16
Wykaz stosowanych skrótów .....	18
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	18



## Ostatnie wydarzenia

- 03.10.2022 (ESPI RB 34/2022) Zawarcie umowy ramowej.  
*(...) w dniu 3 października 2022 roku Spółka powzięła informację o podpisaniu przez drugą stronę, tj. Skarb Państwa- Komendanta Głównego Policji ("Zamawiający") umowy ramowej na produkcję i dostawę do 6 000 par trzewików służbowych ("Umowa"). Łączna wartość środków, jakie Zamawiający zamierza zgodnie z Umową przeznaczyć na realizację postępowań o realizację zamówień publicznych w oparciu o Umowę, wynosi 2.124.000,00 zł brutto (wartość maksymalna brutto przedmiotu Umowy), przy czym jest to orientacyjna kwota zobowiązań, jakie może zaciągnąć Zamawiający na podstawie Umowy". (...)*
- 01.08.2022 (ESPI RB 32/2022) Uznanie przez NCBR bezzasadności prowadzenia prac badawczo-rozwojowych w ramach projektu dofinansowanego przez NCBR.  
*(...) w dniu 31 lipca 2022 roku Spółka otrzymała z Narodowego Centrum Badań i Rozwoju ("NCBR") pismo potwierdzające, że zaprzestanie prowadzenia dalszych prac w projekcie pn. "Obuwie przyszłości - opracowanie inteligentnych rozwiązań (smartware) dla pensjonariuszy i pracowników domów opieki, szpitali, jak również rozwiązań wspierających pracę ratowników, w szczególności straży pożarnej" ("Projekt") jest zasadne w związku z brakiem ekonomicznego uzasadnienia dla dalszej realizacji Projektu. Jednocześnie NCBR poinformował, że Projekt został zgodnie z umową uznany za zakończony, a Spółka otrzyma dofinansowanie proporcjonalnie do zakresu zrealizowanych prac.*

## Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022

Mimo obaw o poziom zamówień i biorąc pod uwagę prognozowane spowolnienie gospodarcze, na poziomie przychodów Protektor w I półroczu 2022 odnotował ponad 10-procentowy wzrost w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Co istotne, nie wynikał on jedynie ze wzrostu cen, lecz przede wszystkim z większego wolumenu. W I połowie 2022 roku Grupa sprzedała 346 tys. par w porównaniu do 317 tys. par w I połowie 2021 (+9,1% r/r). Widoczny wzrost kosztów sprzedanych produktów (+22,1% r/r) i w konsekwencji spadek marży brutto ze sprzedaży z 41,2% do 35,2%, sugeruje, że Grupa ma pewne problemy z przerzuceniem rosnących kosztów produkcji na cenę produktów. Mimo spadku kosztów ogólnego zarządu z 11,6 mln zł do 8,6 mln zł w I połowie 2022 (-25,7%), duży wzrost kosztów sprzedaży z 4,8 mln zł do 8,4 mln zł (+74,5% r/r) przełożył się na znaczny spadek zysku operacyjnego (z 3,7 mln zł do 1,8 mln zł, czyli prawie o 50%). Dodając niewielki wzrost kosztów finansowych (z 628 tys. zł do 846 tys. zł) oraz odczuwalny spadek przychodów finansowych (z 275 tys. zł do 56 tys. zł), zysk na poziomie brutto spadł z 3,3 mln zł do 1,05 mln zł (-68,1% r/r). Finalnie zysk netto Grupy w I półroczu 2022 wyniósł 128 tys. zł i był o 1 566 tys. zł niższy w stosunku do I półrocza 2021 (spadek o 92,4%). Marża netto spadła z 3,5% do 0,2%. W naszej ocenie, mimo wzrostu przychodów zarówno wartościowo, jak i wolumenowo, zaprezentowane wyniki za I półrocze 2022 są nieco rozczarowujące. Liczyliśmy, że realizacja strategii na lata 2020-2023 zacznie przynosić efekty zarówno po stronie kosztowej (optymalizacja produkcji, logistyki i sprzedaży) jak również przychodowej (poprawa marż na nowych liniach obuwia).

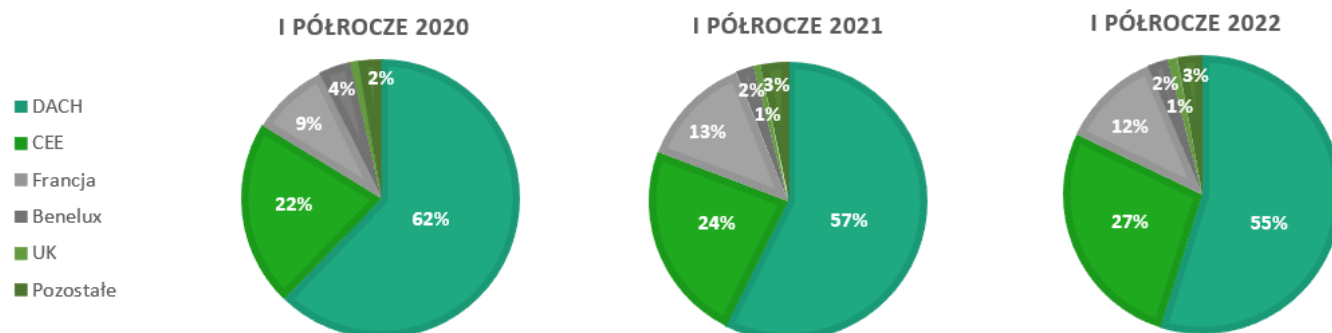
RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>25 534,0</b>	<b>24 630,0</b>	<b>25 235,0</b>	<b>24 316,0</b>	<b>24 592,0</b>	<b>15 721,0</b>	<b>24 866,0</b>	<b>25 580,0</b>	<b>25 351,0</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>
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
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
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
<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>
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
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
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
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
<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>EBIT</b>	<b>2 041,0</b>	<b>740,0</b>	<b>391,0</b>	<b>-125,0</b>	<b>2 667,0</b>	<b>-2 251,0</b>	<b>1 452,0</b>	<b>621,0</b>	<b>2 543,0</b>	<b>1 113,0</b>	<b>649,0</b>	<b>-3 681,0</b>	<b>1 781,0</b>	<b>63,0</b>
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
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
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji												2 917,0	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>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>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>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>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>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

Suma bilansowa na koniec I półrocza 2022 wyniosła 99,1 mln zł i była wyższa o 5,6 mln zł (+6%) w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Na uwagę zasługuje wzrost salda zapasów z 40 mln zł na koniec I półrocza 2021 do 42,6 mln zł na koniec I półrocza 2022 roku. Wzrosło również saldo należności z tytułu dostaw i usług z 7,6 do 11,8 mln zł.

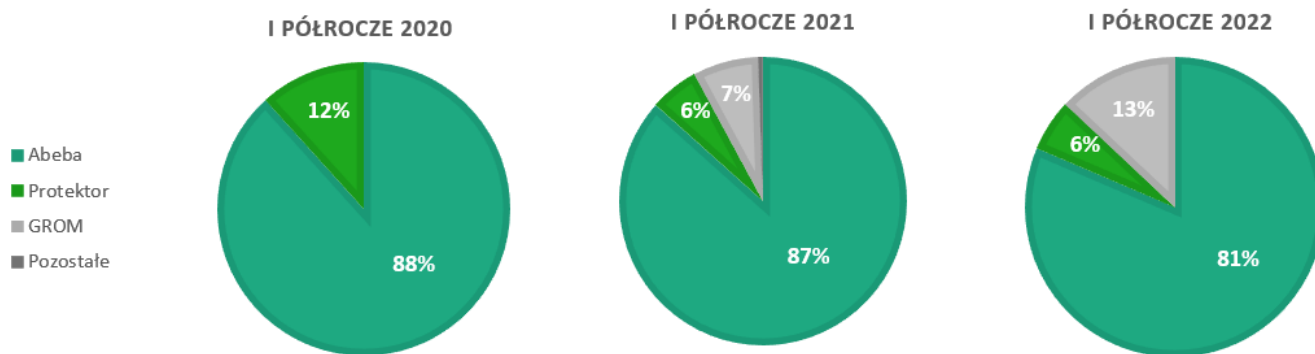
Przedstawiona poniżej struktura przychodów utrzymuje się na stabilnym poziomie. W dalszym ciągu głównym rynkiem dla Grupy są kraje DACH (Niemcy, Austria, Szwajcaria), których udział w przychodach wyniósł 55% (-2 pp. r/r). Drugim pod względem wielkości rynkiem zbytu są kraje CEE z udziałem 27% (+3,8 pp. r/r), w tym Polska z udziałem 18,7% (+4,1 pp. r/r). Na trzecim miejscu znajduje się Francja i kraje Beneluxu z udziałem stanowiącym 14% przychodów ze sprzedaży (-1,2 pp. r/r).

### Struktura przychodów ze sprzedaży według geografii



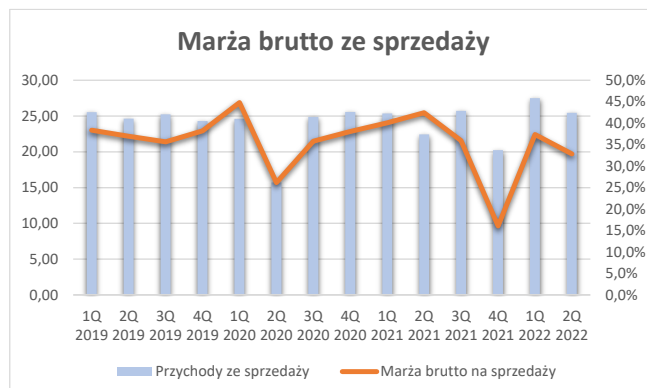
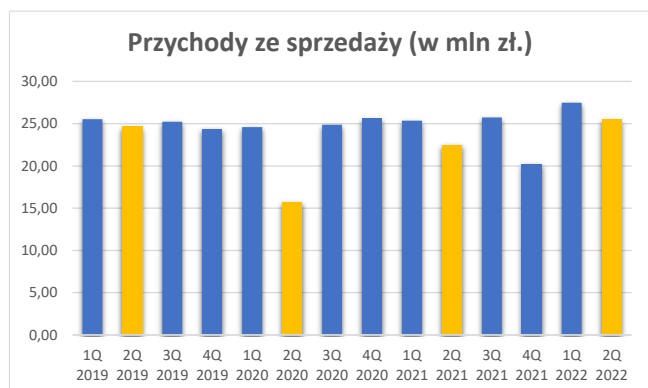
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

## Struktura przychodów ze sprzedaży według marki



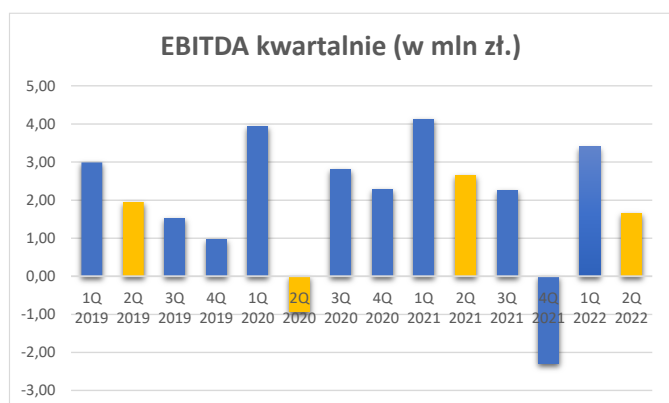
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

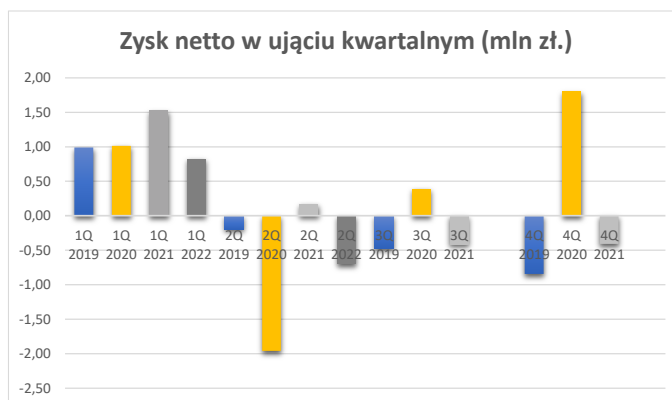
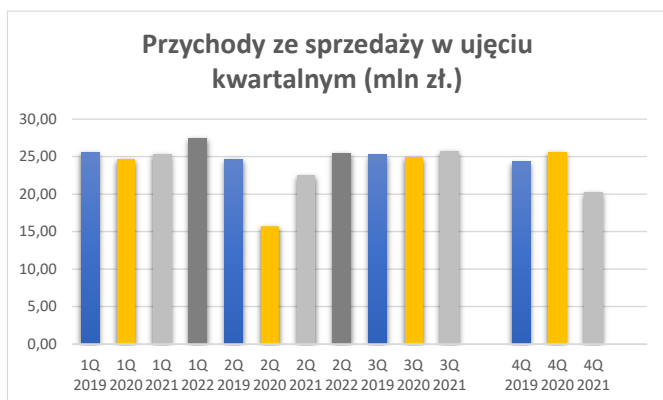
Sprzedaż produktów na rynku DACH jest prowadzona pod marką własną Abeba, stąd jej udział w przychodach grupy pozostaje dominujący (81%). Na uwagę zasługuje ponad dwukrotny wzrost sprzedaży marki GROM, która w półroczu 2022 osiągnęła poziom 6,9 mln zł. i jej udział w łącznych przychodach Grupy wyniósł 13%.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Branżę obuwia roboczego i ochronnego, w której funkcjonuje Grupa, charakteryzuje stosunkowo ograniczona cykliczność sprzedaży. w II kw. 2022 roku, przychody ukształtowały się na poziomie średniej z ostatnich lat, tj. ok. 25 mln zł, natomiast marża brutto z sprzedaży wyniosła 32,8%, co przy obserwowalnym wzroście kosztów produkcji we wszystkich branżach uważamy za niewielki spadek.





Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Protektor SA

Nieco słabiej wyniki Grupy prezentują się na pozostałych poziomach. EBITDA w II kwartale 2022 wyniosła 1,67 mln zł co stanowi spadek w stosunku do I kwartału o 51% oraz o 37% r/r. W drugim kwartale Grupa odnotowała stratę w wysokości 695 tys. zł w porównaniu do 823 tys. zł zysku w I kwartale oraz 170 tys. zł w II kwartale ubiegłego roku. Do pogorszenia się wyniku w największym stopniu przyczyniły się utrzymanie kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu na poziomie zbliżonym do I kwartału przy niższych przychodach.

## Czynniki ryzyka

### Ryzyko związane z wojną na Ukrainie

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

### Ryzyko związane z pandemią COVID-19

Ryzyko związane z pandemią wciąż się utrzymuje zarówno po stronie popytowej (spadek popytu na skutek pogorszenia się sytuacji materialnej konsumentów), jak i podaźowej (zachwianie ciągłości dostaw, ograniczenie produkcji). Konsekwencje, jakie niesie ze sobą pojawienie się i rozwój pandemii, to spadek przychodów w Grupie Protektor, zaburzenie dostaw surowców niezbędnych do produkcji, zamknięcie zakładów w związku ze zdiagnozowaniem u pracowników wirusa COVID-19, a także możliwe powtarzające się wahania popytu i podaży oraz pojawiające się zatory płatnicze w związku z nawrotami pandemii w przyszłości.

### Ryzyko makroekonomiczne

Na poziom zakupów produktów branży odzieżowej mają wpływ czynniki zewnętrzne, do których należą: tempo wzrostu PKB, poziom inflacji, stopa bezrobocia oraz wysokość dochodów osobistych ludności, polityka fiskalna i monetarna państwa, zmiany poziomu konsumpcji, stabilność geopolityczna. W przypadku pogorszenia sytuacji gospodarczej w Polsce lub na świecie, wyniki finansowe Spółki ulegną pogorszeniu.

### Ryzyko związane z procedurami i warunkami przetargów publicznych

Spółka działa na konkurencyjnym rynku. W warunkach silnej konkurencji ceny przetargowe mogą być zaniżane lub ustalane na poziomie ograniczającym do minimum marżę producenta. Nie można wykluczyć ryzyka, że w przyszłości w przypadku kontraktów uzyskiwanych w ramach przetargów publicznych, rentowność ich może być niższa od osiągniętej obecnie.

### Ryzyko ekonomiczne i polityczne

Przychody Grupy Protektor realizowane są przede wszystkim na rynku europejskim, stąd wyniki Grupy uzależnione są od sytuacji ekonomicznej Niemiec oraz krajów Europy Zachodniej, będącymi głównymi rynkami zbytu zagranicznych spółek zależnych. W dużo mniejszym stopniu Grupa Kapitałowa wrażliwa jest na zmiany popytu na rynku polskim oraz w krajach Europy Wschodniej. Wrażliwość przychodów na spadek aktywności branży przemysłowej oraz kondycję sektorów gospodarczych, które są odbiorcami produktów oferowanych przez Grupę pozostaje w ścisłym związku z sytuacją gospodarczą. Ryzykiem o charakterze politycznym obarczona jest również obecność Grupy Kapitałowej w Naddniestrzu, w związku z niejasnym statusem tego regionu na arenie międzynarodowej.

### Ryzyko związane z systemem podatkowym

Działalność produkcyjna i handlowa Grupy Kapitałowej Protektor realizowana jest zarówno w Unii Europejskiej (Polska, Niemcy, Francja), jak i poza nią w Mołdawii. Organy podatkowe mogą przyjąć odmienną interpretację przepisów podatkowych niż zakładana przez spółki wchodzące w skład Grupy, co może mieć wpływ na działalność Grupy oraz jej sytuację finansową, wyniki i perspektywy rozwoju. Zarząd nie przewiduje wystąpienia tego typu niebezpieczeństwa, ale też nie może go całkowicie wykluczyć.

### Ryzyko utraty kluczowych pracowników

Rozwój Spółki zależy od wiedzy i doświadczenia wysoko wykwalifikowanej kadry zarządzającej. Konkurencja wśród pracodawców może z kolei przełożyć się na wzrost kosztów zatrudnienia pracowników, a co za tym idzie – na osiągnięte wyniki finansowe.

## Wycena

Do wyceny Protektora wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich i zagranicznych spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 12.10 oszacowana została na poziomie 2,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji PROTEKTOR na 2,9 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,7 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	2,7
Wycena DCF	75%	2,9
Cena wynikowa		2,9
<b>Cena docelowa na koniec 2022</b>		<b>2,9</b>

Źródło: DM Banku BPS

## 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 2022-24 (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).

	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
CCC SA	Polska	-	-	18,5	13,2	2,5	2,6	8,1	6,6	5,3
FOOT LOCKER INC	USA	4,3	7,5	7,8	1,1	1,0	0,9	2,5	3,8	4,1
GEOX SPA	USA	-	16,4	7,4	1,6	1,5	1,2	6,8	4,8	4,5
BATA INDIA LTD	Indie	169,9	55,0	43,1	12,5	13,7	12,5	52,8	26,1	23,6
MSA SAFETY INC	USA	21,5	19,2	-	-	-	-	15,2	13,6	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	USA	14,0	12,5	10,9	2,3	2,0	1,8	7,6	7,2	6,8
<b>Mediana</b>		<b>17,8</b>	<b>16,4</b>	<b>10,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>7,9</b>	<b>6,9</b>	<b>5,3</b>
PROTEKTOR	Polska	112,1	38,1	25,8	1,1	1,0	1,0	8,9	8,0	7,5
premia (dyskonto)		5,3	1,3	1,4	-0,5	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,4
<b>Implikowana wycena</b>		<b>7,8</b>	<b>21,3</b>	<b>21,0</b>	<b>105,4</b>	<b>95,5</b>	<b>88,0</b>	<b>43,6</b>	<b>43,0</b>	<b>34,9</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>		<b>2,69</b>								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: -0,167 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 10.2020-10.2022). (poprzednio: 0,272)
- Premia za ryzyko: 7,19% (poprzednio 5,08%)
- Stopa wolna od ryzyka: 7,805% (poprzednio: 6,996%), zakładamy wzrost o 0,5 pp r/r w 2023 roku, a od 2024 roku proporcjonalny spadek
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 25,0% w latach 2022-26 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wypłacała dywidendy.
- Dług netto: na dzień wyceny
- Stopa wzrostu po okresie prognozy: 1%



WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>93 760,0</b>	<b>97 543,4</b>	<b>100 604,6</b>	<b>103 373,8</b>	<b>105 902,0</b>	<b>108 227,6</b>	<b>109 309,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6 743,0</b>	<b>6 714,2</b>	<b>7 507,9</b>	<b>7 986,9</b>	<b>8 390,7</b>	<b>8 392,9</b>	<b>8 425,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>624,0</b>	<b>1 905,2</b>	<b>2 620,0</b>	<b>3 019,5</b>	<b>3 341,5</b>	<b>3 273,9</b>	<b>3 306,6</b>
Stopa podatkowa	<b>68%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>
<b>NOPLAT</b>	196,7	1 428,9	1 965,0	2 264,7	2 506,1	2 455,4	2 480,0
Amortyzacja	6 119,0	4 809,0	4 887,9	4 967,3	5 049,2	5 119,1	5 119,1
CAPEX	2 024,0	2 274,7	2 478,6	2 259,1	2 337,4	2 358,4	2 358,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	-3 549,0	3 471,3	789,9	1 692,3	1 632,0	1 581,4	1 581,4
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>7 840,7</b>	<b>491,9</b>	<b>3 584,4</b>	<b>3 280,6</b>	<b>3 585,8</b>	<b>3 634,7</b>	<b>3 659,3</b>
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,91	0,84	0,79	0,75	0,71
<b>DFCF</b>		<b>483,8</b>	<b>3 253,0</b>	<b>2 769,3</b>	<b>2 838,5</b>	<b>2 720,3</b>	
Stopa wzrostu po okresie prognozy		1%					
Wartość rezydualna (TV)		76 752,7					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		54 310,9					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>66 375,8</b>					
Dług netto/(gotówka netto)		10 358,0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>56 017,9</b>					
Liczba akcji [w tys.]		19 021,6					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>2,9</b>					
Przychody zmiana r/r		4,0%	3,1%	2,8%	2,4%	2,2%	1,0%
EBIT zmiana r/r		205,3%	37,5%	15,2%	10,7%	-2,0%	1,0%
FCF zmiana r/r		-93,7%	628,7%	-8,5%	9,3%	1,4%	0,7%
Marża EBITDA		6,9%	7,5%	7,7%	7,9%	7,8%	7,7%
Marża EBIT		2,0%	2,6%	2,9%	3,2%	3,0%	3,0%
Marża NOPLAT		1,5%	2,0%	2,2%	2,4%	2,3%	2,3%
CAPEX/Przychody		2,3%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX/Amortyzacja		47,3%	50,7%	45,5%	46,3%	46,1%	46,1%
Zmiana kapitału obrotowego		3 471,27	789,88	1 692,31	1 632,03	1 581,41	1 581,41

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	7,81%	8,31%	7,31%	6,31%	5,31%	5,31%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17
Beta (zlewarowana)	0,20	0,20	0,19	0,19	0,18	0,18
Koszt kapitału własnego	9,2%	9,7%	8,7%	7,7%	6,6%	6,6%
Udział kapitału własnego	49,5%	50,7%	52,2%	53,5%	54,8%	54,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,6%	7,0%	6,2%	5,5%	4,7%	4,7%
Udział kapitału obcego	50,5%	49,3%	47,8%	46,5%	45,2%	45,2%
<b>WACC</b>	<b>7,91%</b>	<b>8,37%</b>	<b>7,51%</b>	<b>6,64%</b>	<b>5,77%</b>	<b>5,77%</b>

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

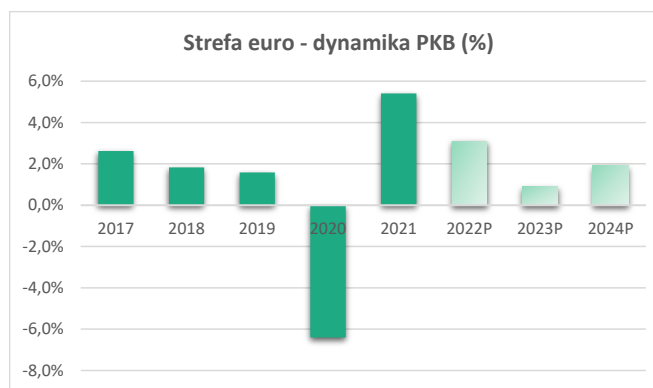
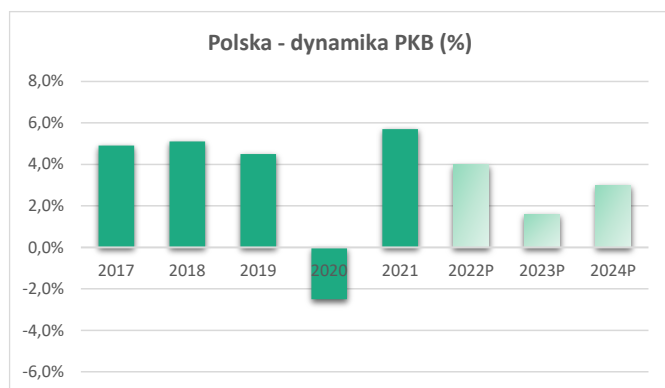
## Wrażliwość modelu DCF

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

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Otoczenie makroekonomiczne

Bieżący rok jest wyjątkowo wymagający dla powoli wychodzącej na prostą po dwóch latach pandemii globalnej gospodarki. W lutym 2022 wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę nastąpił znaczący wzrost kosztów energii i surowców, co przyczyniło się do wzrostu inflacji oraz stóp procentowych, jako narzędzia do jej ograniczenia. Te czynniki dotykające niemal wszystkie gałęzie przemysłu sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła hamować. Szczególnie zagrożone brakiem rosyjskiego gazu oraz wysokimi kosztami energii są gospodarki europejskie. Według najnowszych prognoz, wzrost gospodarczy w Polsce w 2022 roku ma wynieść 4%, w 2023 spaść do 1,6%, a w 2024 osiągnąć 3% wzrost, natomiast w strefie euro w 2022 roku ma wynieść 3,1%, w 2023 spaść do 0,9%, a w 2024 osiągnąć 1,9%.

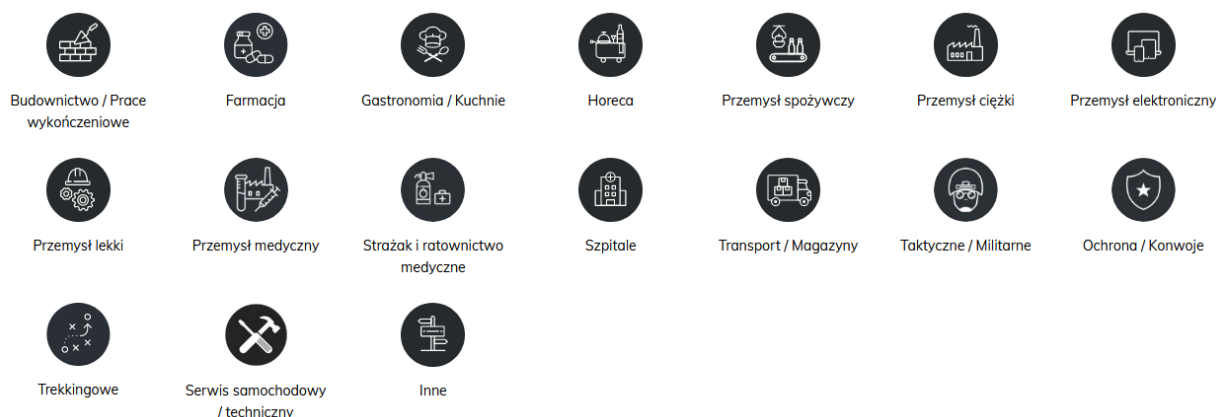


Źródło: opracowanie DM BPS, EUROSTAT, P- prognoza Banku Światowego

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

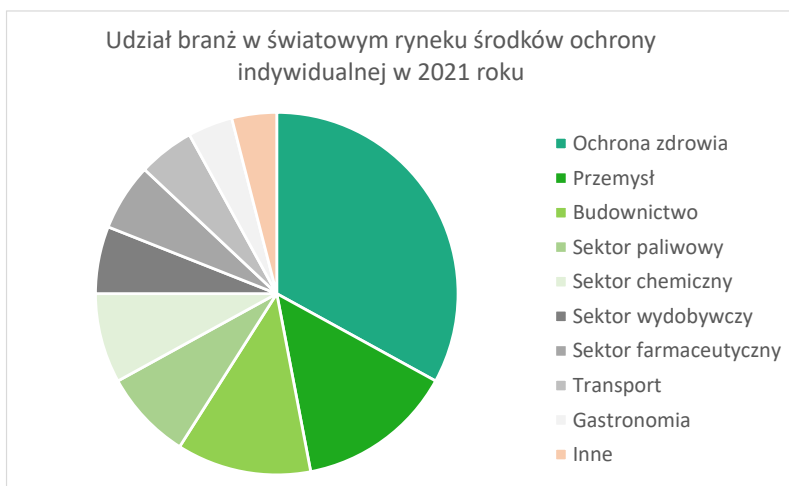
Grupa Protektor jest dostawcą obuwia do wielu branż na różnych rynkach. Przeanalizowaliśmy jakie sektory naszym zdaniem są najbardziej wrażliwe na czynniki ryzyka, z którymi aktualnie mamy do czynienia tj. wysokie ceny surowców i materiałów, wzrost cen energii, presja na wzrost wynagrodzeń, zakłócone łańcuchy dostaw oraz spadek realnej siły nabywczej ostatecznych odbiorców na skutek wysokiej inflacji. Do oceny wzięliśmy pod uwagę procentowy udział poszczególnych branż w światowym rynku środków ochrony indywidualnej na podstawie danych Grand View Research według stanu na koniec 2021 roku.

## Odbiorcy produktów Grupy Protektor



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

Według raportu *Personal Protective Equipment Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Hand Protection, Eye Protection, Face Protection, Hearing Protection), By End-use, By Region, And Segment Forecasts, 2022 – 2030* firmy Grand View Research największy udział w globalnym rynku środków ochrony indywidualnej ma sektor ochrony zdrowia – szpitale i przychodnie (ponad 30%), następnie przemysł (ok. 15%) i budownictwo (ok.12%). Udział pozostałych sektorów znajduje się poniżej 10%.



Źródło: oprac.DM BPS, GVR Personal Protective Equipment [PPE] Market Size Report, 2030

**Sektor ochrony zdrowia** – w naszej ocenie jest to najbardziej stabilny sektor i najmniej wrażliwy na wahania koniunktury. Zamówienia szpitali i przychodni charakteryzuje dodatkowo wymóg spełniania ściśle określonych kryteriów przez produkty (obuwie, maski ochronne). Ryzykiem są długoterminowe kontrakty, których rentowność spada wraz ze wzrostem kosztów materiałów oraz transportu.

**Przemysł** – Odczyty PMI za I półrocze zarówno w Polsce jak i w większości europejskich gospodarek są dobre, choć należy pamiętać o tym, że jest to ożywienie post pandemiczne. Perspektywy dla sektora pogarszają się wraz ze wzrostem cen energii oraz gazu. W naszej ocenie w tym sektorze zachodzi duże ryzyko spowolnienia gospodarczego w najbliższych miesiącach, które może skutkować obniżeniem popytu na produkty Grupy Protektor.

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

**Pozostałe sektory** – W innych sektorach widzimy zarówno wiele szans, jak i zagrożeń. Najbardziej w naszej ocenie wygląda sytuacja branży HoReCa, która została najsilniej dotknięta przez pandemię, a wyjściu na prostą na przeszkodzie stoją wysokie ceny energii oraz gazu. Uważamy, że większość inwestycji w tym również podstawowych może być na dłuższy czas wstrzymanych lub ograniczonych do minimum. W transporcie i logistyce, mimo iż w tej branży pandemia również odcisnęła swoje piętno w postaci zakłóceń w łańcuchach dostaw, w naszej ocenie sytuacja wygląda stabilnie. Wzrost kosztów (paliwa) został dość szybko przełożony na wzrost cen usług transportowych. Sektor od dłuższego czasu zmaga się z wyzwaniem w postaci rosnących kosztów zatrudnienia pracowników, a także dostępność wykwalifikowanych kadr. Największe szanse na wzrost przychodów Grupy Protektor widzimy w segmencie obuwia militarnego (marka GROM) zarówno po stronie klientów indywidualnych (sklep internetowy) jak i dużych przetargów publicznych. Tylko w Polsce w ramach Programu modernizacji służb mundurowych na lata 2022-25 zostało zaplanowanych 10,3 mld zł, z czego na wyposażenie osobiste i ochronne funkcjonariuszy zostało przewidzianych łącznie 188,7 mln zł (tabela poniżej). Również wydatki na obronę narodową mają znacząco wzrosnąć w następnych latach. Polski rząd planuje na ten przeznaczyć w przyszłym roku 97,4 mld zł (w porównaniu do tegorocznego poziomu około 58 mld zł). Jest to efektem planowanego na 2023 rok osiągnięcia ustawowego poziomu 3 proc. PKB. Oprócz tej kwoty na wydatki obronne zostanie przeznaczony około 30-40 mld zł z Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, organizowanego przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Uważamy, że w tej kategorii Protektor może liczyć na znaczący wzrost zamówień i dalszy wzrost udziału segmentu obuwia militarnego w strukturze przychodów.

#### Planowane wydatki w ramach Programu modernizacji służb mundurowych na lata 2022-25 ( w tys. zł)

Wyposażenie osobiste i ochronne	2022	2023	2024	2025	Razem
Policja	9 677	12 640	22 000	13 000	57 317
Straż Graniczna	0	3 591	0	20 409	24 000
Państwowa Straż Pożarna	30 000	25 000	25 000	20 000	100 000
Służba Ochrony Państwa	2 000	1 700	2 000	1 725	7 425

Źródło: opracowanie DM BPS, Program modernizacji służb mundurowych

## Zmiana prognoz finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 13.05.2022 [tys. zł.]

	2022P			2023P			2024P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>98 448,0</b>	<b>97 543,4</b>	<b>-0,9%</b>	<b>103 370,4</b>	<b>100 604,6</b>	<b>-2,7%</b>	<b>108 538,9</b>	<b>103 373,8</b>	<b>-4,8%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>34 895,1</b>	<b>33 889,0</b>	<b>-2,9%</b>	<b>36 639,9</b>	<b>33 973,2</b>	<b>-7,3%</b>	<b>38 471,9</b>	<b>34 908,3</b>	<b>-9,3%</b>
Koszty sprzedaży	14 767,2	15 606,9	5,7%	14 471,9	14 084,6	-2,7%	14 110,1	13 438,6	-4,8%
Koszty ogólnego zarządu	18 213,8	16 889,2	-7,3%	19 124,5	17 733,6	-7,3%	20 080,7	18 620,3	-7,3%
Pozostałe przychody operacyjne	2 209,0	1 104,5	-50,0%	2 014,0	1 645,8	-18,3%	1 703,3	1 212,4	-28,8%
Pozostałe koszty operacyjne	1 475,0	592,2	-59,9%	1 414,5	1 180,7	-16,5%	1 444,8	1 042,3	-27,9%
<b>EBITDA</b>	<b>7 457,1</b>	<b>6 714,2</b>	<b>-10,0%</b>	<b>8 530,9</b>	<b>7 507,9</b>	<b>-12,0%</b>	<b>9 507,0</b>	<b>7 986,9</b>	<b>-16,0%</b>
<b>EBIT</b>	<b>2 648,1</b>	<b>1 905,2</b>	<b>-28,1%</b>	<b>3 643,1</b>	<b>2 620,0</b>	<b>-28,1%</b>	<b>4 539,7</b>	<b>3 019,5</b>	<b>-33,5%</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 915,5</b>	<b>588,3</b>	<b>-69,3%</b>	<b>2 928,8</b>	<b>1 731,0</b>	<b>-40,9%</b>	<b>3 800,1</b>	<b>2 558,7</b>	<b>-32,7%</b>
Podatek dochodowy	478,9	147,1	-69,3%	732,2	432,7	-40,9%	950,0	639,7	-32,7%
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>1 436,6</b>	<b>441,2</b>	<b>-69,3%</b>	<b>2 196,6</b>	<b>1 298,2</b>	<b>-40,9%</b>	<b>2 850,1</b>	<b>1 919,1</b>	<b>-32,7%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	35,4%	34,7%		35,4%	33,8%		35,4%	33,8%	
Marża EBITDA	7,6%	6,9%		8,3%	7,5%		8,8%	7,7%	
Marża EBIT	2,7%	2,0%		3,5%	2,6%		4,2%	2,9%	
Marża netto	1,5%	0,5%		2,1%	1,3%		2,6%	1,9%	

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

W stosunku do poprzedniej prognozy z maja 2022 niewiele zmieniamy nasze założenia dotyczące przychodów, w naszej ocenie powinny utrzymać się na stabilnym poziomie, natomiast z uwagi na wzrost kosztów i dość niską elastyczność względem zmian cen dla odbiorców produktów Protektora obniżamy prognozowane marże na lata 2022-2023. 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, a rozpoczęcie współpracy z Vibram oraz Michelin w zakresie produkcji podeszw, powinno przełożyć się na dalszą poprawę jakości i stworzyć szansę na wzrost marży brutto ze sprzedaży. Uważamy, że na wyniki w drugim półroczu 2022 roku dalej pozytywnie powinien wpływać słaby złoty (Grupa ponad 80% przychodów generuje zagranicą). Po stronie kosztowej wciąż widzimy spore pole do optymalizacji poprzez m.in. połączenie magazynów i logistyki marek Abeba i Protektor oraz taką alokację produkcji pomiędzy Polską a Mołdawią, która zapewni 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 (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>99 715,0</b>	<b>90 759,0</b>	<b>93 760,0</b>	<b>97 543,4</b>	<b>100 604,6</b>	<b>103 373,8</b>	<b>105 902,0</b>	<b>108 227,6</b>
<i>Przychody ze sprzedaży produktów</i>	98 922,0	88 589,0	91 586,0	94 958,5	97 938,6	100 634,4	103 095,6	105 359,6
<i>Przychody ze sprzedaży usług</i>	266,0	1 947,0	106,0	146,3	150,9	155,1	158,9	162,3
<i>Przychody ze sprzedaży towarów i</i>	527,0	223,0	2 068,0	2 438,6	2 515,1	2 584,3	2 647,5	2 705,7
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>62 525,0</b>	<b>57 002,0</b>	<b>61 570,0</b>	<b>63 654,4</b>	<b>66 631,4</b>	<b>68 465,5</b>	<b>69 624,5</b>	<b>70 890,0</b>
<i>Koszt sprzedanych produktów</i>	61 943,0	54 836,0	59 931,0	61 723,0	64 639,5	66 418,7	67 527,6	68 747,1
<i>Koszt sprzedanych usług</i>	239,0	2 001,0	62,0	102,4	105,6	108,5	111,2	113,6
<i>Koszt sprzedanych towarów i materiałów</i>	343,0	165,0	1 577,0	1 828,9	1 886,3	1 938,3	1 985,7	2 029,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>37 190,0</b>	<b>33 757,0</b>	<b>32 190,0</b>	<b>33 889,0</b>	<b>33 973,2</b>	<b>34 908,3</b>	<b>36 277,5</b>	<b>37 337,6</b>
<i>Koszty sprzedaży</i>	9 695,0	8 733,0	14 541,0	15 606,9	14 084,6	13 438,6	13 767,3	14 069,6
<i>Koszty ogólnego zarządu</i>	24 270,0	23 887,0	16 558,0	16 889,2	17 733,6	18 620,3	19 551,3	20 333,4
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	2 794,0	2 946,0	887,0	1 104,5	1 645,8	1 212,4	1 320,9	1 393,1
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	2 972,0	1 596,0	1 354,0	592,2	1 180,7	1 042,3	938,4	1 053,8
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>3 047,0</b>	<b>2 487,0</b>	<b>624,0</b>	<b>1 905,2</b>	<b>2 620,0</b>	<b>3 019,5</b>	<b>3 341,5</b>	<b>3 273,9</b>
<i>Przychody finansowe</i>	190,0	141,0	971,0	130,2	414,1	505,1	349,8	423,0
<i>Koszty finansowe</i>	978,0	779,0	1 743,0	1 447,1	1 303,1	965,9	845,9	725,9
<i>Pozostałe zyski (straty) z inwestycji</i>	0,0	0,0	2 917,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>2 259,0</b>	<b>1 849,0</b>	<b>2 769,0</b>	<b>588,3</b>	<b>1 731,0</b>	<b>2 558,7</b>	<b>2 845,3</b>	<b>2 970,9</b>
<i>Podatek dochodowy</i>	2 778,0	597,0	1 896,0	147,1	432,7	639,7	711,3	742,7
<b>ZN z działalności kontynuowanej</b>	<b>-519,0</b>	<b>1 252,0</b>	<b>873,0</b>	<b>441,2</b>	<b>1 298,2</b>	<b>1 919,1</b>	<b>2 134,0</b>	<b>2 228,2</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>-519,0</b>	<b>1 252,0</b>	<b>873,0</b>	<b>441,2</b>	<b>1 298,2</b>	<b>1 919,1</b>	<b>2 134,0</b>	<b>2 228,2</b>

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

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	6 634,0	6 186,0	2 197,0	2 742,2	4 856,9	3 936,7	4 666,6	3 984,3
CF Inwestycyjny	-1 632,0	3 092,0	-2 768,0	-1 974,7	-2 178,6	-1 959,1	-2 037,4	-2 058,4
CF Finansowy	-3 035,0	-6 883,0	-3 426,0	-1 647,1	-2 503,1	-2 165,9	-2 045,9	-1 925,9
Przepływy pieniężne netto	1 967,0	2 395,0	-3 997,0	-879,6	175,3	-188,2	583,3	0,0
Środki pieniężne na początek okresu	1 685,0	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 170,4	1 345,7	1 157,4	1 740,7
Środki pieniężne na koniec okresu	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 170,4	1 345,7	1 157,4	1 740,7	1 741,7

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 019	2 020	2 021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>36 141,0</b>	<b>40 977,0</b>	<b>37 437,0</b>	<b>35 418,4</b>	<b>36 552,3</b>	<b>37 518,3</b>	<b>37 570,7</b>	<b>38 220,0</b>
Wartości niematerialne i prawne	5 582,0	6 725,0	7 344,0	7 490,9	7 640,7	7 793,5	7 949,4	8 108,4
Rzeczowe aktywa trwałe	10 872,0	11 247,0	7 765,0	8 032,8	8 309,9	8 596,5	8 893,0	9 199,8
Rzeczowe aktywa trwałe - leasingi	18 152,0	20 347,0	16 445,0	16 536,0	16 635,1	16 725,5	16 819,0	16 819,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe rozliczenia międzyokr.	59,0	1 044,0	4 151,0	1 751,3	2 315,4	2 739,3	2 268,7	2 441,1
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1 476,0	1 614,0	1 732,0	1 607,3	1 651,1	1 663,5	1 640,6	1 651,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>57 309,0</b>	<b>58 037,0</b>	<b>56 123,0</b>	<b>56 087,3</b>	<b>56 980,0</b>	<b>58 323,2</b>	<b>60 304,5</b>	<b>61 591,6</b>
Zapasy	39 356,0	40 529,0	40 018,0	41 943,6	43 260,0	44 450,8	45 537,8	46 537,9
Należności z tytułu dostaw i usług	6 425,0	6 163,0	7 594,0	7 803,5	7 042,3	7 236,2	7 413,1	7 575,9
<i>od jednostek powiązanych</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>od pozostałych jednostek</i>	6 425,0	6 163,0	7 594,0	7 803,5	7 042,3	7 236,2	7 413,1	7 575,9
Należności z tytułu bieżącego podatku doch.	2 406,0	2 142,0	1 904,0	2 243,5	2 313,9	2 377,6	2 435,7	2 489,2
Pozostałe należności krótkoterminowe	745,0	1 828,0	3 550,0	1 950,9	2 012,1	2 067,5	2 118,0	2 164,6
Pozostałe krótkoterminowe aktywa fin.	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 652,0	6 047,0	2 050,0	1 170,4	1 345,7	1 157,4	1 740,7	1 741,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokr.	455,0	1 324,0	1 007,0	975,4	1 006,0	1 033,7	1 059,0	1 082,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>93 450,0</b>	<b>99 014,0</b>	<b>93 560,0</b>	<b>91 505,7</b>	<b>93 532,3</b>	<b>95 841,4</b>	<b>97 875,3</b>	<b>99 811,6</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>48 630,0</b>	<b>51 565,0</b>	<b>45 106,0</b>	<b>45 306,5</b>	<b>47 461,7</b>	<b>50 001,6</b>	<b>52 350,6</b>	<b>54 673,0</b>
Kapitał (fundusz) podstawowy	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0	9 572,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0	10 235,0
Kapitał z wyceny transakcji zabezpieczających	-738,0	1 103,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kapitały	1 745,0	686,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0	7 260,0
Zyski zatrzymane, w tym	26 245,0	28 388,0	17 631,0	17 831,5	19 986,7	22 526,6	24 875,6	27 198,0
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	26 736,0	27 304,0	16 949,0	17 390,2	18 688,5	20 607,5	22 741,5	24 969,8
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku przypadający jd</i>	-491,0	1 084,0	682,0	441,2	1 298,2	1 919,1	2 134,0	2 228,2
Udziały niesprawujące kontroli	1 571,0	1 581,0	408,0	408,0	408,0	408,0	408,0	408,0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>44 820,0</b>	<b>47 449,0</b>	<b>48 454,0</b>	<b>46 199,2</b>	<b>46 070,6</b>	<b>45 839,8</b>	<b>45 524,7</b>	<b>45 138,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	16 261,0	15 035,0	11 571,0	10 652,3	10 758,5	10 835,4	10 888,2	10 920,8
Długoterminowe oprocentowane	3 225,0	1 468,0	1 098,0	898,0	698,0	498,0	298,0	98,0
Zobowiązania krótkoterminowe	28 559,0	32 414,0	36 883,0	35 546,8	35 312,2	35 004,5	34 636,5	34 217,9
Krótkoterminowe oprocentowane	10 159,0	10 408,0	11 161,0	11 161,0	10 161,0	9 161,0	8 161,0	7 161,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>93 450,0</b>	<b>99 014,0</b>	<b>93 560,0</b>	<b>91 505,7</b>	<b>93 532,3</b>	<b>95 841,4</b>	<b>97 875,2</b>	<b>99 811,6</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Protektor w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (Environment), społecznej (Social) i ładu korporacyjnego (Governance) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w maju i bazował na danych z 2021 r. Stąd na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze ESG z maja br.

### 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



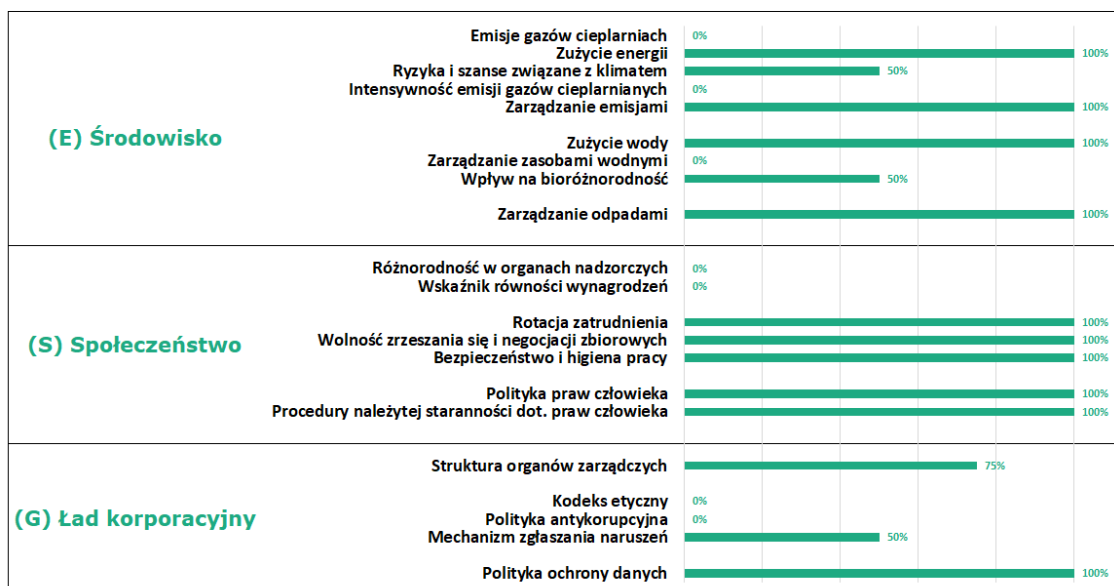
kontekście posiadania przez Grupę zakładu produkcyjnego w Nadniestrzu (Mołdawia) i potencjalnego złego postrzegania Grupy przez inwestorów instytucjonalnych.

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

Źródło: opracowanie DM BPS

<b>ŹRÓDŁA DANYCH</b>
Sprawozdanie Zarządu z działalności za 2021 rok Strona internetowa protektorsa.pl

<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/wsparcieanalizy">www.dmbps.pl/wsparcieanalizy</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.

**EV** (ang. *Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**FIDIC** Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjno – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 12 października 2022 roku, 08:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 12 października 2022 roku, 08:45

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. pełnił funkcję animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	30.12.2021	Łukasz Bryl
JSW	KUPIJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	30.12.2021	Artur Wizner
JSW	KUPIJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	04.01.2022	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPIJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	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

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