

**Protektor**
**Kupuj**

sektor / branża: Przemysł lekki

ISIN: PLLZPSK00019

Ticker: PRT

**7,76 zł**
**Profil spółki**

Grupa Protektor działa na rynku obuwia specjalistycznego, którego głównymi odbiorcami są przemysł, wojsko, straż pożarna. Ok. 2/3 sprzedaży generuje kanał hurtowy, a 1/3 zależy od przetargów. Największe rynki zbytu to Niemcy i Polska.

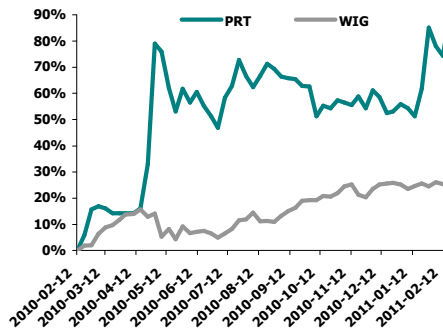
**Dane podstawowe**

Kurs (14/02/11)	5,9
<b>Wycena DCF</b>	<b>8,2</b>
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>7,4</b>
Liczba akcji (tys.)	19 022
Kapitalizacja (mln zł)	111,7
EV (mln zł)	131,2

**Notowania**

max cena 52 tygodnie (zł)	6,4
min cena 52 tygodnie (zł)	3,3
Średnia wartość obrotów (3 m-ce, tys.)	155,8

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
ING OFE	13,4%	13,4%
Piotr Szostak	11,2%	11,2%
Mariusz Szymula	10,3%	10,3%
Andrzej Flak	5,5%	5,5%
Pozostali	59,7%	59,7%



Analityk:

**Tomasz Manowiec**

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

**Wyniki finansowe**

Zakończony rok obrotowy w wykonaniu Protectora można ocenić pozytywnie. Po trzech kwartałach 2010 r. grupa miała w prawdzie niższe przychody w stosunku do 2009 r., jednak na poziomie zysków wartości były znacznie wyższe r/r. Spadek sprzedaży był efektem gorszego wyniku spółki zależnej z Czech, która ma większą ekspozycję na przetargi, oraz pożaru magazynu materiałów i wyrobów gotowych w jednym z zakładów w Mołdawii. Niemniej jednak znacznie wyższa rentowność sprzedaży (wzrost z 22,9% do 26,6%) pozwoliła ostatecznie uzyskać lepszy zysk brutto ze sprzedaży.

Procesy restrukturyzacji w polskiej spółce produkcyjnej (LZPS) przyczyniły się z kolei do znacznego obniżenia kosztów i dopasowania ich struktury do wielkości sprzedaży. Dzięki temu zysk operacyjny był aż o 60% wyższy w porównaniu z 2009 r. Przy utrzymaniu zadłużenia na zbliżonym poziomie i podobnych kosztach finansowych zysk na poziomie netto zwiększył się natomiast czterokrotnie i wyniósł prawie 5 mln zł. Warto również podkreślić, że pozycja finansowa spółki jest bardzo silna - zadłużenie netto nieznacznie przekracza wartość rocznego zysku EBITDA.

**Perspektywy spółki i prognozy**

Grupa Protektor działa na bardzo perspektywicznym rynku, a produkty znajdujące się w jej ofercie należą do bardzo zaawansowanych pod względem technologicznym oraz charakteryzują się bardzo silną pozycją wynikającą z rozpoznawalności marek oraz długoletniej obecności na rynku. Obecne działania zarządu mają na celu zwiększanie rentowności spółki czeskiej i polskiej oraz dalszy rozwój spółki niemieckiej, która radzi sobie znakomicie. Sposobem na zwiększanie sprzedaży jest m. in. próba wejścia na rynki w Azji, Afryce oraz w innych państwach Europy Zachodniej, gdzie obecna skala działalności jest jeszcze niewielka.

Zakładamy, że 2010 r. zakończy się wynikiem o ok. 30% lepszym w stosunku do 2009 r. na poziomie zysku netto. Kolejne lata powinny przynieść dalszą poprawę rezultatów, głównie za sprawą wzrostu sprzedaży, podnoszenia jej rentowności oraz niższych kosztów wynikających ze zmian w polskiej spółce LZPS. Na bieżący rok obrotowy prognozujemy zysk netto powyżej 10 mln zł, co nie uwzględnia zdarzeń jednorazowych, które mogą się pojawić (odszkodowanie ze strony Wojas, rozwiązanie rezerwy), ani ewentualnych przejęć, nad którymi obecnie pracuje zarząd.

**Wycena i podsumowanie**

Przyjęte przez nas założenia do modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Protectora na poziomie 8,16 zł. Wycena porównawcza wskazuje natomiast na wartość jednej akcji w wysokości 7,36 zł.

Bardzo sprzyjające otoczenie makroekonomiczne w postaci silnego popytu ze strony przemysłu w Zachodniej Europie stanowi czynnik wspierający dalszą poprawę wyników Grupy Protektor. Poprawiająca się rentowność sprzedaży, wzrost skali działalności oraz działania optymalizujące po stronie kosztowej powinny przyczynić się do istotnej poprawy wyników raportowanych przez spółkę w kolejnych okresach. Efekt ten może zostać dodatkowo wzmocniony przez akwizycje, które obecnie spółka jest w stanie sfinansować ze względu na niskie zadłużenie. W efekcie bieżące notowania wskazują na niedowartościowanie akcji Protectora, dlatego zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ z ceną docelową na poziomie 7,76 zł, wyznaczoną jako średnią z wyceny dochodowej i porównawczej, szacując niedowartościowanie akcji na ponad 30%.

mln zł	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	92,8	156,9	174,8	162,4	178,3	195,9
zmiana r/r (%)	160,8%	69,0%	11,4%	-7,1%	9,8%	9,9%
EBITDA	15,0	18,5	14,2	16,2	21,0	23,1
EBIT	11,2	12,9	8,5	11,2	16,3	18,4
marża EBIT (%)	12,1%	8,2%	4,9%	6,9%	9,2%	9,4%
Zysk netto	8,0	6,3	4,6	6,3	10,1	11,9
marża netto (%)	8,6%	4,0%	2,6%	3,9%	5,7%	6,1%
EPS (zł)	0,46	0,33	0,24	0,33	0,53	0,63
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	2,7	3,5	3,2	17,8	11,0	9,4
EV / EBITDA	8,7	7,1	9,2	8,1	6,2	5,7

P - prognozy BM BGZ

---

## Wycena

---

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych FCFF;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

---

## Podsumowanie wyceny

---

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 7,76 zł. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Protektora, doceniając długoterminowe perspektywy rozwoju Grupy.

**Tab. Podsumowanie wyceny**

	<b>wycena 1</b>	
	<b>akcji</b>	<b>waga</b>
metoda DCF	8,16	50%
metoda porównawcza	7,36	50%
<b>wycena Protektor</b>	<b>7,76 zł</b>	
obecna cena akcji	5,87 zł	

*Źródło: BM BGŻ.*

---

## Wycena DCF

---

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki przypadającą dla akcjonariuszy podmiotu dominującego w wysokości 155,3 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 8,16 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,4%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie lewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1,1 ze względu na małą kapitalizację;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 3% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 25%, ponieważ większość dochodu Grupa generuje w Niemczech;
- szacunek nakładów inwestycyjnych na najbliższe lata przyjęliśmy na bazie planów zarządu, natomiast w dalszej przyszłości – na poziomie połowy odpisów amortyzacyjnych;

- zadłużenie długoterminowe będzie podlegało systematycznej spłacie, natomiast krótkoterminowe zależeć będzie od potrzeb gotówkowych spółki przy założeniu, że minimalne saldo gotówki wynosi 2,5 mln zł;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5% w skali roku;
- w prognozie nie zakładamy wypłat dywidendy przez Spółkę;
- rotacje zapasów i należności mogą ulec pewnemu wydłużeniu w stosunku do niskich poziomów na koniec 2009 r. (zakładamy, odpowiednio, 90 i 50 dni, natomiast rotacja zobowiązań powinna pozostać na podobnym poziomie jak w ostatnim roku (ok. 33 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 15.02.2011 r.

**Tab. Wycena metodą DCF**

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	178,3	195,9	212,5	229,0	244,3	257,8	268,5	277,5	285,8	294,4
EBIT	16,3	18,4	20,4	22,8	25,0	27,1	28,2	29,1	30,2	31,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	12,2	13,8	15,3	17,1	18,8	20,3	21,2	21,8	22,7	23,4
Amortyzacja	4,7	4,6	4,6	4,2	3,7	3,3	3,4	3,6	3,5	3,5
CAPEX	6,0	6,0	2,3	2,1	1,9	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	4,7	5,2	4,9	4,9	4,5	4,0	3,1	2,7	2,5	2,5
<b>FCFF</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>12,7</b>	<b>14,3</b>	<b>16,1</b>	<b>18,0</b>	<b>19,7</b>	<b>21,0</b>	<b>21,9</b>	<b>22,6</b>
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	13,3%	12,7%	12,6%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
% kapitału własnego	85,2%	94,8%	96,2%	97,3%	98,3%	99,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	14,8%	5,2%	3,8%	2,7%	1,7%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
Suma DFCF	84,2									
Wartość rezydualna (TV)	246,6									
Zdyskontowana TV	81,8									
Wartość działalności operacyjnej	166,0									
Gotówka netto	-10,7									
Wartość kapitału własnego	155,3									
Liczba akcji (mln szt.)	19,0									
<b>Wartość 1 akcji</b>	<b>8,16 zł</b>									

Źródło: BM BGZ.

P - prognozy BM BGZ

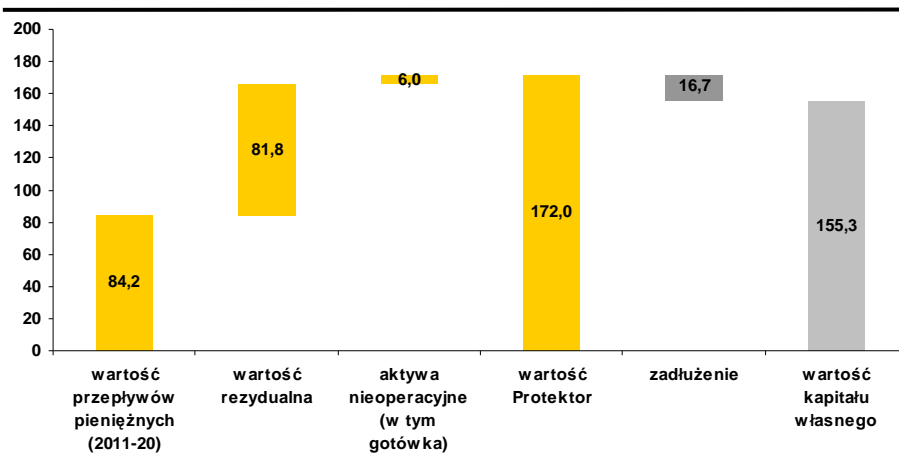
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się średnią wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak i na zmianę wartości średniego ważonego kosztu kapitału. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 8,16 zł. Warto dodać, że nawet najbardziej konserwatywne z zaprezentowanych założeń wskazują na istotne niedowartościowanie akcji Protektora.

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia**

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	-1,0 p.p.	8,71	8,99	9,31	9,67	10,07
	-0,5 p.p.	8,19	8,43	8,71	9,01	9,35
	0	7,72	7,93	8,16	8,43	8,72
	+0,5 p.p.	7,29	7,47	7,68	7,91	8,16
	+1,0 p.p.	6,90	7,06	7,24	7,44	7,66

Źródło: BM BGŻ.

**Rys. Determinanty wartości Protektora w wycenie FCFF**



Źródło: BM BGŻ.

## Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na prognozach na ubiegły i bieżący rok obrotowy dla spółek zbliżonych do Protektora pod względem prowadzonej działalności – funkcjonujących w obszarze obuwia specjalistycznego i ochronnego, ewentualnie również odzieży oraz akcesoriów ochronnych. Zakres spółek został ograniczony w oparciu o kryterium kapitalizacji, która zawiera się w przedziale 30-150 mln USD. Porównywalne spółki to Wojas (Polska), Delta Plus Group (Francja), Lakelnad Industries Inc. (USA), Rocky Brandy Inc. (USA), Lacrosse Footware Inc. (USA). Prognozy dla spółek zagranicznych oparliśmy o konsensus analityków prezentowany w systemie Thomson Reuters.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji Protektora na poziomie 7,36 zł. Jest to wartość zdecydowanie wyższa od bieżących notowań akcji na rynku, co świadczy o dużym niedowartościowaniu polskiej spółki na tle konkurentów z innych państw, sięgającym nawet 25%.

**Tab. Wycena porównawcza**

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2010P	2011P	2010P	2011P	2010P	2011P
Wojas	26,7	17,8	14,2	10,7	23,9	16,7
Delta Plus Group SA	9,9	6,3	-	-	13,6	6,4
Lakeland Industries Inc	15,1	10,0	8,5	6,8	40,2	12,4
Rocky Brands Inc	9,0	10,3	6,5	7,1	15,2	11,6
Lacrosse Footwear Inc	10,5	9,4	8,1	7,2	17,4	15,5
<b>Średnia</b>	<b>14,3</b>	<b>10,8</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>22,1</b>	<b>12,5</b>
<b>Protektor</b>						
wskaźniki dla Protektora	11,7	8,0	8,1	6,2	17,8	11,0
<b>Implikowana cena 1 akcji</b>	<b>7,37</b>	<b>8,21</b>	<b>6,92</b>	<b>7,74</b>	<b>7,29</b>	<b>6,65</b>
<b>Protektor</b>						
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>7,36 zł</b>					

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

## Charakterystyka Spółki

### Wyniki finansowe

Grupa Protektor znacznie przyspieszyła od 2007 r., kiedy przejęta została niemiecka grupa Abeba oraz czeski Prabos. Pozwoliło to istotnie zwiększyć skalę działalności oraz generowany wynik, ponieważ Abeba jest bardzo rentownym podmiotem. Kryzysowy w Europie Zachodniej 2009 r. spowodował krótkoterminowe pogorszenie wyniku, jednak już w 2010 r. widoczna jest wyraźna poprawa raportowanych rezultatów. Słaba dynamika przychodów wynika z dwóch powodów. Po pierwsze był to efekt pożaru magazynu materiałów i wyrobów gotowych w jednym z dwóch zakładów w Mołdawii, który musiał zostać wyłączony na kilka tygodni. Jego zdolność produkcyjna została jednak szybko przywrócona (po 8 tygodniach), a ubezpieczenie zrekompensowało nie tylko straty materialne, ale również utracone korzyści wynikające z braku możliwości produkcji (wpływ tego zdarzenia na wynik jest zatem neutralny – pozostałe koszty operacyjne są zbliżone do pozostałych przychodów operacyjnych). Natomiast drugim powodem tego, że przychody w 2010 r. będą zbliżone do roku poprzedniego jest spadek sprzedaży w spółce czeskiej, która jest znacznie bardziej wrażliwa na jednorazowe kontrakty zawierane w ramach przetargów w Europie Zachodniej.

**Tab. Wyniki finansowe Grupy Protektor**

(mln PLN)	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>
Przychody ogółem	92,8	156,9	174,8	162,4
<i>zmiana r/r</i>	<i>160,8%</i>	<i>69,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-7,1%</i>
EBIT	11,2	12,9	8,5	11,2
<i>marża operacyjna</i>	<i>12,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,9%</i>
EBITDA	15,0	18,5	14,2	16,2
Zysk brutto	11,4	11,2	7,8	10,5
Zysk netto	8,0	6,3	4,6	6,3
<i>marża netto</i>	<i>8,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,9%</i>
Dług/kapitał własny	0,5	0,4	0,4	0,2
Dług/EBITDA	1,7	1,3	1,6	1,0
EBIT/odsetki	21,1	5,7	7,5	7,6
Przepływy z działalności operacyjnej	3,9	5,8	12,6	8,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-17,1	-7,0	-4,5	-3,0
Przepływy z działalności finansowej	13,7	4,0	-2,8	-7,4

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Niższa wartość przychodów zrekompensowana została znacznie wyższą rentownością sprzedaży oraz częściowym już obniżeniem kosztów związanym z procesem restrukturyzacji polskiej spółki. W efekcie już po trzech kwartałach ubiegłego roku zysk operacyjny był wyższy niż w całym 2009 r. Wspomniana restrukturyzacja zakładu polskiego w Lublinie polegała na przeniesieniu działalności produkcyjnej do nowej spółki (LZPS), z czym wiązała się też redukcja zatrudnienia, dostosowująca podstawową liczebność załogi do powtarzalnych obrotów. Dodatkowo zmieniono system zatrudnienia na bardziej elastyczny (umowy na czas określony, umowy zlecenia), dzięki czemu koszty będą bardziej zależne od przychodów. Będzie to sprzyjać

zwiększaniu długoterminowej rentowności polskiej spółki. Oprócz tego pozytywny wpływ na wynik miały też podwyżki cen wprowadzone głównie na rynkach zachodnich (Abeba), gdzie pojawił się bardzo silny popyt ze strony przemysłu, przewyższający zdolności produkcyjne branży. Od 2009 r. stopniowo zwiększane są również ceny na rynku polskim. Ostatnie lata charakteryzują się jednak dość dużą stabilnością pod względem wartości wyników finansowych, co było skutkiem eliminacji wahań w kondycji poszczególnych spółek z Grupy na poziomie konsolidacji.

**Tab. Wyniki finansowe za okres 1-3Q 2010**

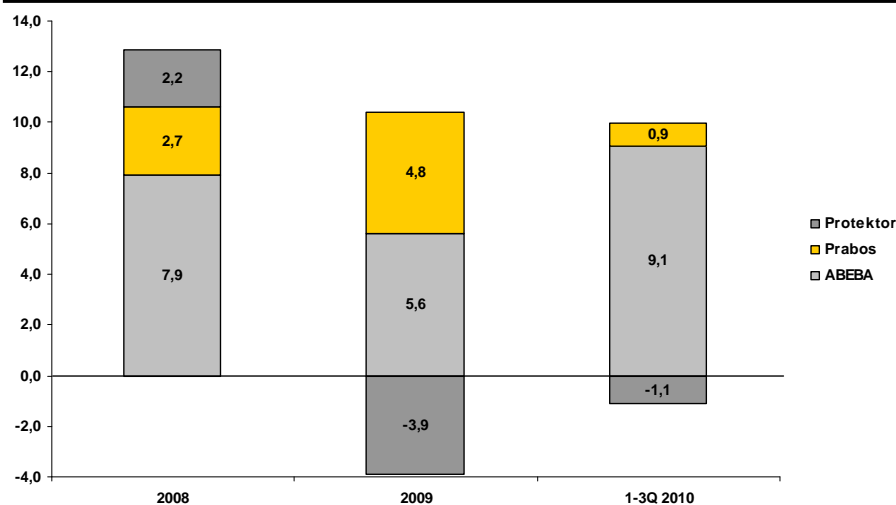
(mln PLN)	1-3Q 2009	1-3Q 2010	zmiana r/r	2009	2010P	zmiana r/r
przychody	126,2	117,8	-6,7%	174,8	162,4	-7,1%
zysk brutto ze sprzedaży	28,9	31,4	8,8%	39,7	43,3	9,1%
rentowność brutto ze sprzedaży	22,9%	26,6%	3,7 p.p.	22,7%	26,7%	+4,0 p.p.
zysk operacyjny	5,4	8,8	64,2%	8,5	11,2	31,2%
rentowność operacyjna	4,2%	7,5%	+3,3 p.p.	4,9%	6,9%	+2,0 p.p.
EBITDA	9,7	12,2	26,0%	14,2	16,2	14,4%
rentowność EBITDA	7,6%	10,3%	+2,7 p.p.	8,1%	10,0%	+1,9 p.p.
saldo finansowe	-0,6	-0,7	10,0%	-0,7	-0,7	1,4%
zysk netto	1,2	4,8	287,8%	4,6	6,3	36,6%
rentowność netto	1,0%	4,0%	+3,0 p.p.	2,6%	3,9%	+1,3 p.p.

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Od czasu włączenia do Grupy spółki Abeba stanowi ona podstawowe źródło zyskowności, ponieważ jej wyniki są najbardziej stabilne i jednocześnie najlepsze w Grupie, co jest efektem wyjątkowo wysokiej rentowności sprzedaży jej produktów. Spółka czeska i polska notowały na przemian lepsze i gorsze lata. Słabsze wyniki spółek polskich wiązały się ze zmianami w strukturze sprzedaży spółki, niższą sprzedażą oraz koniecznością poniesienia kosztów restrukturyzacji, w tym redukcji zatrudnienia. Niemniej jednak wydaje się, że 2011 r. powinna już zakończyć z dodatnim wynikiem. Natomiast spółka czeska w znacznie większej mierze uczestniczy w przetargach organizowanych przez wojsko i inne służby różnych państw (eksport Prabos stanowi ok. 50%, spółka posiada licencję GORETEX). Stąd biorą się większe wahania sprzedaży, a w konsekwencji również wyniku finansowego

**Rys. Podział zysku operacyjnego na spółki Grupy**



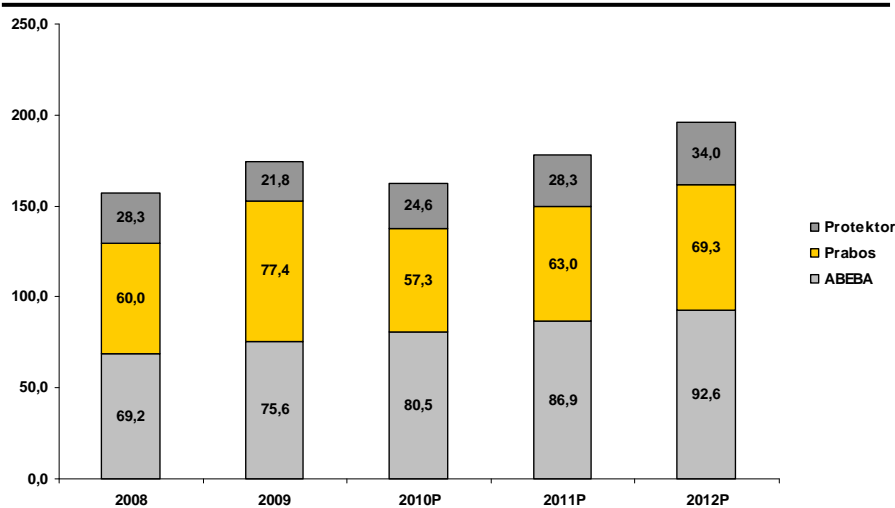
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Warto również podkreślić bardzo dobrą pozycję finansową Grupy. Całkowite zadłużenie netto wynosiło na koniec trzeciego kwartału poniżej 20 mln zł, co stanowi równowartość nieco ponad rocznego zysku EBITDA i mniej niż połowy kapitałów własnych. Daje to duże możliwości zwiększania zadłużenia, które może posłużyć do finansowania akwizycji, nad którymi obecnie trwają prace. Z obsługą i spłatą długu nie powinno być żadnych problemów, gdyż przepływy finansowe z działalności operacyjnej w każdym roku charakteryzują się wysoką wartością. Kredytem sfinansowane zostaną także inwestycje w nowe maszyny do technologii wtrysku, które będą nabywane w ciągu najbliższych dwóch lat celem zwiększania dostępnych mocy produkcyjnych. Jednak duża zdolność spółki do generowania gotówki pozwoli w najbliższej przyszłości przeznaczyć część środków na skup akcji własnych (co jest obecnie rozważane) lub dalsze akwizycje.

## Prognozy finansowe

Największy udział w przychodach Grupy stanowi marka Abeba, której sprzedaż realizowana jest na rynkach Europy Zachodniej. Bardzo istotne jest, że jej odbiorcami w przeważającej większości są klienci przemysłowi, stąd występują mniejsze wahania w jej przychodach, a ostatnie ożywienie w gospodarce zachodniej pociąga za sobą bardzo duży wzrost popytu. Silna pozycja tej marki powinna przyczynić się do utrzymania średniej dynamiki sprzedaży w wysokości nawet do 10% w skali roku jeszcze przez najbliższych kilka lat. Optymistycznie podchodzimy również do przyszłości spółki polskiej i czeskiej. Ze względu na ich historyczną koncentrację na odbiorcach państwowych (wojsko, straż pożarna, służby specjalne, policja) zaniedbany był segment komercyjny. Celem zarządu jest obecnie intensyfikacja sprzedaży w tym segmencie, co ma zdywersyfikować przychody, zmniejszyć zależność od przetargów oraz przyczynić się do szybszego wzrostu (obecne udziały rynkowe są bardzo niskie). Jest to o tyle prawdopodobne, że rynki tych dwóch państw są obecnie mocno rozdrobnione i posiadają duży potencjał wzrostu.

**Rys. Przychody Grupy w podziale na spółki zależne**



Źródło: Spółka, BM BGZ.

O ile prognoza przychodów na ubiegły rok obrotowy jest nieco niższa w stosunku do wyniku za 2009 r., to oczekujemy, że już 2011 r. przyniesie znaczne przyspieszenie spółek z Grupy Protektor. W optymistycznym wariantcie przychody powinny wzrosnąć nawet o kilkanaście procent przy rosnącej marży brutto na sprzedaży. Wzrost ten będzie wynikał z poczynionych podwyżek cen na produktach komercyjnych, większej penetracji

rynku polskiego i czeskiego oraz nowych kontraktów, o które spółka stara się m. in. w Europie Wschodniej, Afryce i Azji. W przyjętym przez nas scenariuszu dynamika przychodów w 2011 r. wyniesie prawie 10% i utrzyma się na podobnym poziomie również w 2012 r.

Zakładamy natomiast utrzymanie trendu wzrostowego na marży brutto, do czego powinny przyczynić się głównie spółka polska i czeska, gdzie obecna rentowność znajduje się znacznie poniżej potencjalnych poziomów. Wydaje się również, że prawdopodobna jest dalsza optymalizacja kosztowa związana głównie z efektami zmian przeprowadzonych w zakładzie w Lublinie. Dzięki temu raportowana rentowność operacyjna powinna na trwałe już przekroczyć 9%, a generowany zysk EBITDA wyjść ponad barierę 20 mln zł. Z kolei na poziomie wyniku netto najbardziej znaczący ruch nastąpi w bieżącym roku, gdzie spodziewamy się wzrostu rentowności sporo powyżej 5%, przy czym docelowo wskaźnik ten powinien dążyć nawet do okolic 8%, co jest typowe dla spółek charakteryzujących się produkcją wyrobów wysoko zaawansowanych technicznie (spółka niemiecka już teraz ma rentowność netto zbliżoną do 10%). W efekcie pozycja zysku netto powinna od bieżącego roku przyjmować już wartość dwucyfrową. Warto dodać, że prognozowane przez nas wartości dotyczą jedynie wyników z podstawowej działalności, bez uwzględniania zdarzeń jednorazowych takich jak rozwiązane rezerwy, które mogą pojawić się w tym roku, czy sporna sprawa ze spółką Wojas, która również może pozytywnie wpłynąć na ostateczny zysk netto.

**Tab. Prognoza wybranych pozycji finansowych Grupy Protektor**

mln zł	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	156,9	174,8	162,4	178,3	195,9
EBITDA	18,5	14,2	16,2	21,0	23,1
EBIT	12,9	8,5	11,2	16,3	18,4
Zysk netto	6,3	4,6	6,3	10,1	11,9
Kapitał własny	66,0	61,4	67,7	77,8	89,7
Dług netto	16,4	14,7	10,7	6,6	1,3
CF operacyjny	5,8	12,6	8,4	11,2	12,0
CF inwestycyjny	-7,0	-4,5	-3,0	-6,0	-6,0
CF finansowy	4,0	-2,8	-7,4	-7,8	-2,7

Źródło: spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Bardzo dobre przepływy finansowe generowane przez spółkę pozwolą dalej redukować zadłużenie oraz finansować inwestycje w rozwój mocy produkcyjnych, zapowiadane przez zarząd na najbliższe dwa lata. W efekcie wskaźniki zadłużenia spadają w naszych prognozach do bardzo niskich poziomów, dzięki czemu powstanie spora rezerwa finansowania ewentualnych przejęć, na które będzie można przeznaczyć nawet kilkadziesiąt milionów złotych bez nadmiernego obciążania pozycji finansowej spółki. Alternatywą dla wykorzystania nadwyżek finansowych może być też skup akcji własnych, rozważany obecnie przez zarząd.

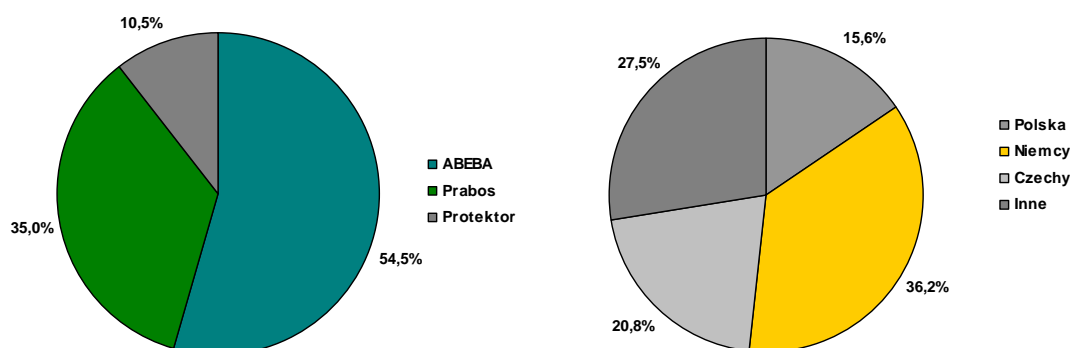
## Działalność operacyjna

Spółka Protektor (poprzednio LZPS) kojarzona jest zazwyczaj z produkcją obuwia specjalistycznego dla wojska, sprzedawanego poprzez przetargi organizowane przez Ministerstwo Obrony Narodowej. Obecnie jednak udział kontraktów dla MON stanowi zaledwie kilka procent w całości przychodów. Jest to efekt znacznego poszerzenia oferty grupy, czego główną przyczyną była akwizycja niemieckiego producenta obuwia

specjalistycznego z bardzo silną na zachodnich rynkach marką Abeba oraz spółki o podobnym do LZPS profilu działalności z Czech – Prabos.

Obecnie Grupę Protektor tworzą zatem cztery główne spółki w 100% zależne od podmiotu dominującego. LZPS z siedzibą w Lublinie stanowi historyczny trzon działalności, do którego przeniesiono całą działalność produkcyjną w Polsce. W 2007 r. Grupa została poszerzona o niemieckie spółki – Abeba (część sprzedażowa) oraz zajmującą się głównie produkcją i zakupami Inform Bryll. Ostatnim elementem Grupy jest czeska spółka Prabos. Oprócz tego w Grupie znajdują się jeszcze spółki celowe dedykowane sprzedaży (we Francji) lub produkcji (w Mołdawii). Podmioty z Grupy Protektor działają na rynku obuwia specjalistycznego, tzn. ochronnego, roboczego i ciężkiego, które kierowane jest do przemysłu, wojska, służb specjalnych, straży pożarnej, leśników, czy też budowlańców. W ofercie znajdują się również produkty dedykowane użytkownikom indywidualnym (np. buty trekkingowe, produkcja dla marki HD).

**Rys. Produktowa i geograficzna struktura sprzedaży Grupy Protektor (1-3Q 2010)**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Grupa Protektor działa w oparciu o cztery zakłady produkcyjne. Dwa z nich znajdują się w Mołdawii (Naddniestrze), jeden w Czechach (Slavicin) i jeden w Polsce (Lublin). Zapewnia to stosunkowo niski koszt produkcji butów przy zachowaniu wysokiego stopnia kontroli ze względu na bliskość zakładów oraz dużą elastyczność w zakresie zarządzania wolumenami i zapasami. Jeżeli chodzi o surowce wykorzystywane w procesie produkcyjnym, to istotną rolę odgrywają skóry oraz substancje chemiczne. W przypadku skór głównym źródłem zaopatrzenia są Polska, Czechy oraz Włochy. Natomiast dostawcami substancji chemicznych jest kilku największych europejskich producentów, głównie z Włoch i Niemiec, przy czym żaden z nich nie posiada pozycji dominującej. Każda z czterech fabryk Grupy zużywa rocznie ok. 80-100 ton różnych substancji chemicznych.

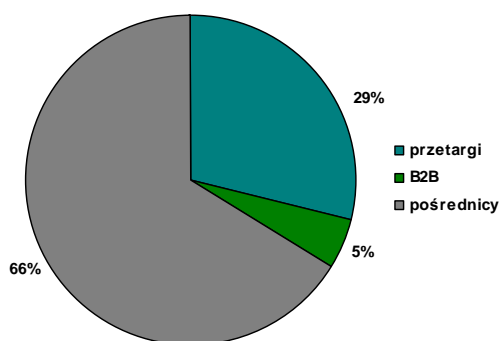
Obecne moce produkcyjne czterech zakładów pozwalają na wytworzenie mniej więcej 1,2-1,3 mln par butów rocznie. Ponieważ wykorzystanie tych mocy zbliża się już do bardzo wysokiego poziomu (ubiegłoroczna produkcja wyniosła ok. 1 mln par), spółka podjęła decyzję o inwestycji w dwie nowe maszyny, które pozwolą zwiększyć zdolności produkcyjne o ok. 10% każda. Pierwsza z nich, dedykowana produkcji pod marką Abeba, ma być zainstalowana w czeskiej fabryce jeszcze w tym roku, natomiast druga prawdopodobnie w 2012 r. w zakładzie w Lublinie. Pozwoli to utrzymać szybkie tempo wzrostu sprzedaży w kolejnych latach na rynku zachodnim oraz w Polsce. Wartość inwestycji związanych ze wzrostem zdolności produkcyjnych wyniesie do 10 mln zł w ciągu najbliższych dwóch lat (każda maszyna to koszt rzędu 1 mln euro).

Na rynku produktów specjalistycznych decydujące znaczenie ma jakość, marka wyrobu oraz powtarzalna dostępność. Wszystkie spółki z Grupy Protektor funkcjonują na rynku już od wielu lat (Protektor i Prabos istnieją od ponad 50 lat, Abeba jest znana od 15 lat) i posiadają bardzo silną pozycję rynkową.

Dowodem na to jest szeroka baza klientów, do której należą największe globalne i europejskie firmy produkcyjne (np. Siemens, Airbus, Valeo, Schneider), policja, straż pożarna oraz armie wielu państw (poza polską również brytyjska, holenderska, niemiecka, rosyjska czy indyjska). Grupa utrzymuje własne laboratoria i wzorcownie oraz współpracuje z projektantami zagranicznymi (Włochy, Niemcy), przez co zachowuje wysoki poziom zaawansowania technologicznego swoich produktów. Natomiast celem rozwoju jest poszerzenie portfolio Grupy tak, by stanowiła kompleksową ofertę wyrobów z zakresu ochrony i bezpieczeństwa pracy. Wejście w nowe segmenty (rękawice, kaski, maski, ubrania specjalistyczne) będzie realizowane przez akwizycje działających już na tym polu podmiotów, co może dokonać się jeszcze w tym roku.

Pod względem geograficznym sprzedaż Grupy rozkłada się głównie na trzy państwa – Niemcy, Czechy i Polskę, które stanowią macierzyste rynki dla spółek z Grupy. Niemniej jednak coraz większe znaczenie odgrywa sprzedaż w innych krajach, np. w Wielkiej Brytanii, Francji czy Rosji. Zarząd dąży również do wejścia na nowe rynki zbytu, inicjując już kontrakty do Europy Wschodniej, Azji i Afryki Północnej. Daje to duże możliwości wzrostu skali działalności w najbliższej przyszłości. Warto również podkreślić, że sprzedaż Grupy w znacznej mierze generowana jest przez kanał niezależnych dystrybutorów (hurtowników), a jedynie mniej niż 30% przychodów pochodzi z przetargów realizowanych w wielu krajach, które nie gwarantują ich powtarzalności. Obecnie mały udział stanowi sprzedaż bezpośrednia do dużych odbiorców, co wynika z faktu, że poszukują oni zazwyczaj kompleksowej oferty (zawierającej nie tylko obuwie, ale także odzież ochronną i akcesoria – kaski, rękawice, maski). Dopiero powiększenie Grupy o podmioty oferujące inny asortyment pozwoli zwiększyć udział tego kanału, co przyczyni się również do poprawy rentowności sprzedaży.

**Rys. Struktura sprzedaży według kanałów dystrybucji**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

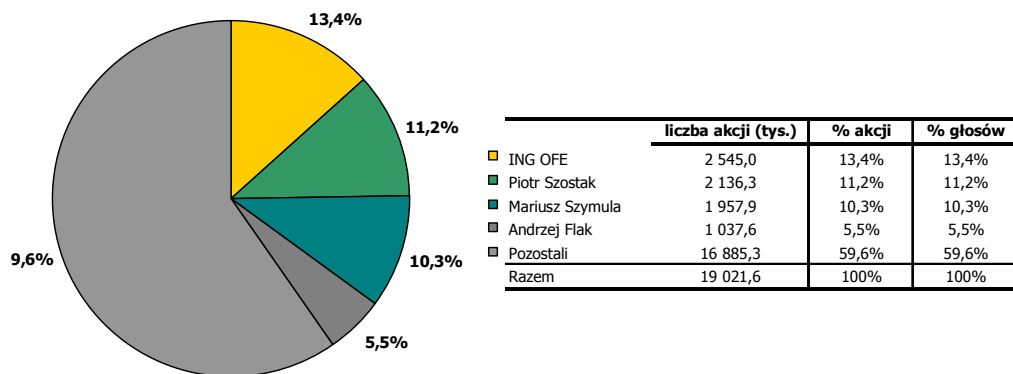
Warto dodać, że od dwóch lat prowadzona jest restrukturyzacja polskiej spółki produkcyjnej w Grupie. Punktem wyjścia było przeniesienie produkcji do wydzielonej nowej spółki – LZPS Sp. z o. o. W dalszej kolejności zoptymalizowana została wielkość zatrudnienia oraz zostało ono uelastycznione przez przechodzenie na umowy zlecenie zamiast umów o pracę. Skutkiem tych działań jest postępujący jeszcze cały czas spadek ilości pracowników etatowych oraz większe dopasowanie kosztów do wielkości sprzedaży. Przeprowadzone zmiany będą przyczyniać się do wzrostu efektywności działalności, dzięki czemu LZPS już w tym roku powinien osiągnąć dodatni wynik finansowy.

## Struktura akcjonariatu

W akcjonariacie Protektora dominującą pozycję zajmuje ING OFE, które w styczniu bieżącego roku zwiększyło zaangażowanie w spółkę, przekraczając 13% udział w strukturze podziału akcji. Ponad ¼ akcji i głosów znajduje się w posiadaniu osób fizycznych, a pozostałe akcje, stanowiące ponad połowę wszystkich

walorów, są w wolnym obrocie. Czyni to akcje Protektora stosunkowo płynnymi w odniesieniu do kapitalizacji spółki, ponieważ średnie dzienne obroty wynoszą ponad 200 tys. zł, przekraczając jednocześnie na niektórych sesjach barierę miliona złotych.

**Rys. Struktura akcjonariatu Grupy Protektor**

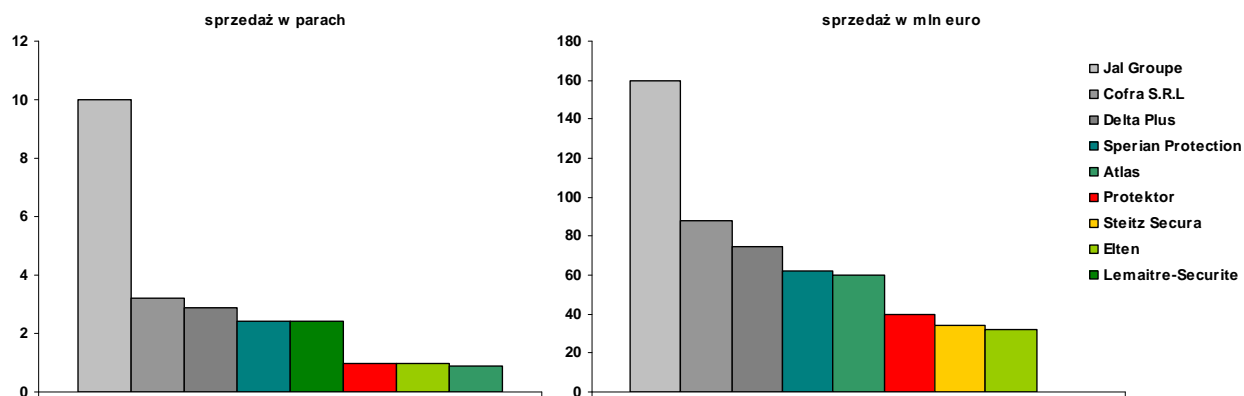


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

## Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Grupa Protektor działa na rynku specjalistycznego obuwia, którego głównymi nabywcami są przedsiębiorstwa przemysłowe, armia i inne jednostki specjalne, policja, straż pożarna, leśnicy oraz klienci indywidualni. Jest to ogromny rynek, na którym roczna sprzedaż w Europie wynosi kilkadziesiąt milionów par butów, a jego wartość można szacować na kilkaset milionów euro. Popyt ze strony odbiorców komercyjnych charakteryzuje się dużą cyklicznością wraz z wahaniami koniunktury w gospodarce. Stąd obecne przyspieszenie wzrostu PKB, głównie w Niemczech, przyczynia się do zwiększenia zapotrzebowania na dostawy tych produktów. Natomiast drugą grupę odbiorców stanowią jednostki państwowe (wojsko, policja, straż), które zwykle nabywają buty w ramach przetargów. To powoduje dużą zmienność w popycie, jednak wielość przetargów w różnych krajach i ich niezależność od siebie powoduje, że całkowity popyt tego segmentu można uznać za stały i powtarzalny w kolejnych latach.

**Rys. Najwięksi producenci na rynku obuwia specjalistycznego w Europie**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Grupa Protektor, ze sprzedażą około miliona par butów o wartości 40 mln euro w skali roku, jest jednym z większych graczy na tym rynku (pierwsza dziesiątka), przy czym najwięksi producenci generują sprzedaż nawet kilkukrotnie wyższą. Obecna pozycja daje Grupie od kilku do kilkudziesięciu procent udziałów rynkowych w krajach, do których kieruje swoje produkty. W przypadku obuwia bezpiecznego i zawodowego (dla przemysłu) największy udział wykazywany jest na rynku czeskim (15% - Prabos) oraz niemieckim (7% - Abeba), natomiast w Polsce wynosi on 5% (Protektor). Daje to duży potencjał do zdobywania większej części rynku przez bardziej aktywną sprzedaż. Jeżeli chodzi o produkty dedykowane dla wojska, to Grupa posiada ok. 60% udział w Czechach oraz po ok. 20% rynku polskiego i niemieckiego. Podobne wskaźniki notowane są dla rynku obuwia strażackiego. Pokazuje to, że Grupa Protektor posiada silną pozycję na rynku europejskim, a najbliższe kwartały powinny przynieść dalsze jej wzmacnianie. Powiększone moce produkcyjne oraz większy nacisk położony na sprzedaż i dotarcie do odbiorców w krajach, gdzie Grupa już funkcjonuje, oraz w nowych państwach będą sprzyjać skuteczniejszej penetracji i powiększaniu udziałów rynkowych.

---

## Czynniki ryzyka

---

Obecna dywersyfikacja sprzedaży ograniczyła ryzyko uzależnienia od jednego dużego odbiorcy, jakim dla Protektora jeszcze kilka lat temu był MON. Nadal jest on największym klientem, jednak jego udział stanowi teraz zaledwie kilka procent w całej strukturze przychodów. Niemniej jednak nadal ok. 30% sprzedaży Grupy zależy od przetargów, które nie mają charakteru powtarzalnego. Z drugiej strony, cała Grupa uczestniczy teraz w przetargach organizowanych przez wielu odbiorców z różnych państw, stąd utrata pojedynczych kontraktów nie spowoduje istotnego pogorszenia jej kondycji finansowej.

Znaczącym czynnikiem ryzyka jest natomiast koniunktura w przemyśle, który odpowiada za mniej więcej 2/3 przychodów Grupy. Silne ożywienie i duży popyt ze strony tego segmentu, jakie teraz jest obserwowane, sprzyjają wysokiej sprzedaży. Jednak w przypadku osłabienia ożywienia gospodarczego i gorszych nastrojów w przemyśle segment ten może znacząco ograniczyć swoje zapotrzebowanie na nowe obuwie, co mogłoby negatywnie wpłynąć na wyniki Grupy, tak jak było to w 2009 r. Warto dodać, że na razie oczekuje się dalszego wzrostu PKB w następnych kwartałach, choć zmiany trendu nie można wykluczyć.

Produkty oferowane przez Grupę Protektor należą do bardzo zaawansowanych technologicznie i posiadają certyfikaty potwierdzające ich wysoką jakość. Wadliwy produkt może jednak w razie wypadku spowodować roszczenie wobec producenta ze strony poszkodowanego klienta oraz jednocześnie przyczynić się do utraty zaufania klientów i renomy marki wypracowanej przez wiele lat.

Z kolei zagrożeniem ze strony podaży na rynku są produkty z Azji, które charakteryzują się niższym kosztem wytworzenia i mogą być oferowane przy niższych cenach. Dotychczas jednak producenci z Dalekiego Wschodu nie osiągnęli takiego poziomu zaawansowania technologicznego, który pozwoliłby skutecznie konkurować z europejskimi fabrykami. Poza tym na rynku obuwia specjalistycznego ogromne znaczenie odgrywa marka budowana przez lata, dlatego nowi gracze mają z tego powodu wysoką barierę wejścia.

Ostatnim z czynników ryzyka jest aspekt cen surowców wykorzystywanych w produkcji obuwia. Największe znaczenie mają tu dwa składniki – skóry oraz substancje chemiczne. Obecnie nie jest obserwowana silna presja na wzrost cen tych surowców, jednak nie można takiego scenariusza wykluczyć, tym bardziej że część substancji jest ropopochodna, stąd zwyżka cen ropy na rynkach światowych będzie powodować podwyżki cen u dostawców. Jest to o tyle prawdopodobne, że na cenę ropy pozytywnie będą wpływać dwa istotne czynniki – postępujące ożywienie gospodarcze oraz spekulacja powodowana ekspansywną polityką monetarną w USA.

Mimo wskazanych wyżej czynników ryzyka perspektywy Grupy Protektor na najbliższą przyszłość wydają się być bardzo obiecujące, do czego głównie przyczyniać się będzie dokonana już w większości restrukturyzacja w polskiej spółce, sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz dążenie do rozwoju organicznego

przez wejścia na nowe rynki i ekspansję na dotychczasowych rynkach. Efekt ten może zostać wzmożony przez ewentualne akwizycje, nad którymi zarząd obecnie pracuje.

## Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>102,4</b>	<b>119,4</b>	<b>114,1</b>	<b>113,3</b>	<b>118,1</b>	<b>129,6</b>	<b>142,5</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>41,9</b>	<b>46,6</b>	<b>44,2</b>	<b>42,2</b>	<b>43,6</b>	<b>44,9</b>	<b>42,6</b>
Wartości niematerialne i prawne	3,6	3,6	4,7	4,8	5,0	5,1	5,1
Rzeczowe aktywa trwałe	37,0	42,3	38,8	36,7	37,8	39,1	36,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>60,5</b>	<b>72,8</b>	<b>69,9</b>	<b>71,1</b>	<b>74,6</b>	<b>84,7</b>	<b>99,9</b>
Zapasy	35,9	49,2	39,7	40,0	44,0	48,3	52,4
Należności krótkoterminowe	15,7	13,4	19,4	22,2	24,4	26,8	29,1
Środki pieniężne	3,9	6,8	8,0	6,0	3,4	6,7	15,6
<b>PASYWA</b>	<b>102,4</b>	<b>119,4</b>	<b>114,1</b>	<b>113,3</b>	<b>118,1</b>	<b>129,6</b>	<b>142,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>46,1</b>	<b>66,0</b>	<b>61,4</b>	<b>67,7</b>	<b>77,8</b>	<b>89,7</b>	<b>103,2</b>
Kapitał zakładowy	9,4	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Kapitał zapasowy	10,3	13,7	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Zyski zatrzymane	9,5	15,8	19,1	23,7	30,0	40,1	52,0
Wynik okresu	8,0	6,3	4,6	6,3	10,1	11,9	13,4
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>56,3</b>	<b>53,4</b>	<b>52,7</b>	<b>45,6</b>	<b>40,3</b>	<b>39,9</b>	<b>39,4</b>
Zobowiązania długoterminowe	9,5	14,0	8,4	7,2	10,0	8,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	38,3	29,9	34,8	29,0	20,9	22,5	23,9
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>25,1</i>	<i>23,2</i>	<i>22,7</i>	<i>16,7</i>	<i>10,0</i>	<i>8,0</i>	<i>6,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>92,8</b>	<b>156,9</b>	<b>174,8</b>	<b>162,4</b>	<b>178,3</b>	<b>195,9</b>	<b>212,5</b>
<i>zmiana r/r</i>	<i>160,8%</i>	<i>69,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,5%</i>
<b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b>	<b>62,6</b>	<b>116,3</b>	<b>135,1</b>	<b>119,1</b>	<b>129,4</b>	<b>141,6</b>	<b>152,9</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>30,2</b>	<b>40,5</b>	<b>39,7</b>	<b>43,3</b>	<b>48,9</b>	<b>54,3</b>	<b>59,6</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>32,5%</i>	<i>25,8%</i>	<i>22,7%</i>	<i>26,7%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,7%</i>	<i>28,1%</i>
Koszty sprzedaży	11,4	14,6	19,2	19,5	18,3	20,9	23,5
Koszty ogólnego zarządu	9,0	9,5	12,6	13,6	14,3	15,0	15,7
<b>Wynik ze sprzedaży</b>	<b>9,9</b>	<b>16,5</b>	<b>7,9</b>	<b>10,2</b>	<b>16,3</b>	<b>18,4</b>	<b>20,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15,0</b>	<b>18,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,2</b>	<b>21,0</b>	<b>23,1</b>	<b>25,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>11,2</b>	<b>12,9</b>	<b>8,5</b>	<b>11,2</b>	<b>16,3</b>	<b>18,4</b>	<b>20,4</b>
<i>marża operacyjna</i>	<i>12,1%</i>	<i>8,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,6%</i>
Saldo z działalności finansowej	0,2	-1,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,4	-0,4
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>11,4</b>	<b>11,2</b>	<b>7,8</b>	<b>10,5</b>	<b>15,6</b>	<b>18,0</b>	<b>20,1</b>
<i>marża brutto</i>	<i>12,3%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,4%</i>
Podatek dochodowy	2,9	3,6	3,2	4,2	5,4	6,1	6,6
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>4,6</b>	<b>6,3</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,4</b>
<i>marża netto</i>	<i>8,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>	<b>12,6</b>	<b>8,4</b>	<b>11,2</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>
Zysk netto	8,0	6,3	4,6	6,3	10,1	11,9	13,4
Amortyzacja	2,3	3,8	5,6	5,0	4,7	4,6	4,6
Odsetki	0,5	1,4	0,8	1,5	1,1	0,7	0,5
Zmiana kapitału obrotowego	-3,3	-4,3	5,1	-4,3	-4,7	-5,2	-4,9
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-17,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,3</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-1,0	-2,3	-2,9	-3,0	-6,0	-6,0	-2,3
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>13,7</b>	<b>4,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Odsetki	-0,4	-0,6	-0,5	-1,5	-1,1	-0,7	-0,5
Kredyty netto	4,5	5,8	0,5	-5,7	-6,3	-2,0	-2,0
Dywidenda	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>5,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>8,8</b>
<b>Środki pieniężne:</b>							
<b>na początek okresu</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>2,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,7</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>3,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,7</b>	<b>15,6</b>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki finansowe**

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	32,5%	25,8%	22,7%	26,7%	27,4%	27,7%	28,1%
marża EBITDA	16,2%	11,8%	8,1%	10,0%	11,8%	11,8%	11,8%
marża EBIT	12,1%	8,2%	4,9%	6,9%	9,2%	9,4%	9,6%
marża netto	8,6%	4,0%	2,6%	3,9%	5,7%	6,1%	6,3%
ROA	23,5%	8,4%	4,8%	4,1%	6,8%	9,5%	9,7%
ROE	28,4%	13,6%	7,0%	7,7%	9,3%	13,0%	13,3%
dynamika przychodów	160,8%	69,0%	11,4%	-7,1%	9,8%	9,9%	8,5%
dynamika EBITDA	153,9%	23,1%	-23,4%	14,4%	29,5%	9,9%	8,5%
dynamika EBIT	210,2%	14,8%	-33,6%	31,2%	45,7%	13,0%	10,9%
dynamika EPS	-34,7%	-28,5%	-27,2%	36,6%	60,9%	17,7%	12,9%
dług/aktywa	24,5%	19,4%	19,9%	14,8%	8,5%	6,2%	4,2%
dług/kapitał własny	54,5%	35,2%	36,9%	24,7%	12,9%	8,9%	5,8%
dług/EBITDA	1,7	1,3	1,6	1,0	0,5	0,3	0,2
EBIT/odsetki	21,1	5,7	7,5	7,6	15,0	28,4	39,3
płynność bieżąca	1,6	2,4	2,0	2,4	3,6	3,8	4,2
płynność szybka	0,6	0,8	0,9	1,1	1,5	1,6	2,0
płynność gotówkowa	0,10	0,23	0,23	0,21	0,16	0,30	0,65
rotacja zapasów (dni)	141,2	114,6	82,8	90,0	90,0	90,0	90,0
rotacja należności (dni)	61,8	31,1	40,5	50,0	50,0	50,0	50,0
rotacja zobowiązań (dni)	52,1	34,0	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5
cykl rotacji gotówki (dni)	150,9	111,7	90,8	107,5	107,5	107,5	107,5
WACC	10,8%	12,0%	11,4%	11,2%	12,1%	12,3%	12,4%
ROIC	12,7%	11,7%	8,2%	10,7%	15,1%	15,3%	15,2%
EVA (mln)	1,4	-0,3	-2,7	-0,4	2,6	2,9	3,1
FCFF (mln)	-9,1	3,0	13,1	6,8	7,2	8,4	14,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej**

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,46	0,33	0,24	0,33	0,53	0,63	0,71
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Dividend yield	-	-	-	-	-	-	-
BVPS	2,69	3,49	3,23	3,56	4,09	4,72	5,42
P/E	12,6	17,7	24,3	17,8	11,0	9,4	8,3
P/BV	2,2	1,7	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1
P/S	1,2	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
P/CE (cash earnings)	10,9	11,0	10,9	9,9	7,6	6,8	6,2
EV/EBIT	11,7	10,2	15,4	11,7	8,0	7,1	6,4
EV/EBITDA	8,7	7,1	9,2	8,1	6,2	5,7	5,2
EV/S	1,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

## Nota prawna

**Biuro Maklerskie BGŻ S.A.** prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.



Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski	22 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Grzegorz Kujawski	22 329 43 46	<a href="mailto:grzegorz.kujawski@bgz.pl">grzegorz.kujawski@bgz.pl</a>
Tomasz Manowiec	22 329 43 44	<a href="mailto:tomasz.manowiec@bgz.pl">tomasz.manowiec@bgz.pl</a>

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53
Bogusław Bączek	Główny specjalista	22 329 43 42

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect  Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a> <a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon	
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołońbrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03