

Auxilia S.A.

Cena docelowa: PLN 6,10

Update

Zalecenie: KUPUJ

Wyniki Auxilii (AUX) za I. kw. 2020 r. okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań. Przychody osiągnęły poziom PLN 4,8 mln (+33,5% r/r), a EBIT i zysk netto odpowiednio PLN 2,9 mln (+108,5%) i PLN 2,3 mln (+88,1%), co naszym zdaniem wynikało z dynamicznego rozwoju obsługi odszkodowań dla klientów z sektora Edukacja oraz umowy z zakresie cesji wybranych wierzytelności z PHI Wierzytelności S.A. Ze względu na lockdown w związku z pandemią koronawirusa, który od drugiej połowy marca znacznie ograniczył działalność gospodarczą w Polsce, spodziewamy się słabych wyników w II kw. Wraz z likwidacją ograniczeń związanych z pandemią rozwój biznesu AUX powinien jednak znowu przyspieszyć. Mimo znacznego spadku wolumenu pozyskanych roszczeń r/r w okresie styczeń-kwiecień 2020 podwyższamy nasze prognozy na 2020 r. ze względu na bardzo dobre wyniki w I kw. Skutkuje to wyższą 12-miesięczną ceną docelową dla akcji AUX na poziomie PLN 6,10 (PLN 5 poprzednio). Nasze prognozy implikują C/Z 2020E i 2021E na poziomie 5,3x i 4,5x.

Wyniki za I kw. 2020 pozytywnie zaskoczyły na wszystkich poziomach. Między styczniem a marcem 2020 r. przychody wzrosły o 33,5% r/r do PLN 4,8 mln, podczas gdy marża EBIT i netto zwiększyła się odpowiednio z 38,2% w I kw. 2019 r. do 59,6% oraz z 33,3% do 46,9% ze względu na optymalizację kosztową. W ubiegłym kwartale AUX wypracowała wolne przepływy na poziomie PLN 172 tys., a poziom gotówki netto osiągnął naszym zdaniem PLN 1,3 mln wobec około PLN 1,2 mln po koniec 2019 r.

W okresie styczeń-marzec 2020 Auxilia zanotowała 26,5% spadek pozyskanych roszczeń r/r do PLN 9,5 mln, podczas gdy w pierwszych czterech miesiącach tego roku spadek ten wyniósł 21,3% r/r. Mimo iż wyniki za II kw. będą zapewne słabe, podwyższyliśmy nasze prognozy na 2020 r. do PLN 11,2 mln (wcześniej: PLN 10,5 mln) na poziomie przychodów, PLN 4,2 mln (PLN 1,7 mln) dla EBIT oraz PLN 3 mln (PLN 1 mln) dla zysku netto. Obecnie oczekujemy, iż w całym 2020 r. portfel nowych roszczeń osiągnie wartość PLN 57,3 mln (-20% r/r). Pokładamy dużą nadzieję w rozwój nowej usługi związanej z abonamentami prawnymi dla klientów biznesowych, która powinna ustabilizować przychody i przepływy gotówkowe AUX w przyszłości. Niestety na razie spółka nie publikuje szczegółowych informacji nt. sprzedaży tej usługi.

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody netto	10,99	13,71	11,23	13,48	14,83	16,16
EBITDA	2,33	4,79	4,40	5,01	4,70	4,62
EBIT	2,07	4,55	4,16	4,76	4,45	4,36
Zysk netto	1,33	3,32	3,04	3,55	3,33	3,29
Zysk na akcję	0,29	0,73	0,67	0,78	0,73	0,73
DPS	0,00	0,00	0,34	0,17	0,17	0,17
Stopa dywidendy	0,00%	0,00%	9,41%	4,78%	4,78%	4,78%
RoE	41,50%	59,78%	34,87%	31,59%	24,58%	20,45%
Net gearing	53,51%	-16,04%	-45,73%	-52,09%	-59,75%	-65,02%
EV/Sales	1,35x	1,08x	1,32x	1,10x	1,00x	0,92x
EV/EBITDA	6,35x	3,09x	3,36x	2,96x	3,15x	3,20x
P/E	12,08x	4,85x	5,31x	4,54x	4,85x	4,91x

Profil spółki

Auxilia oferuje pomoc prawną w przypadku najpoważniejszych wypadków (głównie komunikacyjnych) oraz odszkodowań edukacyjnych dla klientów B2B. Spółka pomaga również osobom, które ucierpiały przez kredyty frankowe i zostały źle poinformowane przez banki odnośnie automatycznej indeksacji tych produktów.

Data publikacji	21 maja 2020 / 6:30
Strona internetowa	www.auxilia.pl
Sektor	Usługi prawno-finansowe
Kraj	Polska
ISIN	PLAXILA00018
Reuters	AUX.WA
Bloomberg	AUX.PW

Informacje o akcjach

Cena rynkowa	3,56
Liczba akcji (mln)	4,53
Kapitalizacja (PLN mln)	16,12
Kapitalizacja (EUR mln)	3,54
Przedział z 52 tygodni	PLN 6 / PLN 1,91
Średni wolumen	6.079

Stopa zwrotu

4 tygodnie	20,27%
13 tygodni	-25,52%
26 tygodni	-30,47%
52 tygodnie	26,24%
YTD	-12,96%

Akcjonariat

Marcin Groński	42,65%
Polski Holding Inwestycyjny S.A.	12,04%
Free float	45,31%

Kalendarz finansowy

Raport za I. pół. 2020	14 sierpnia 2020
------------------------	------------------

Analitik

Adrian Kowollik
a.kowollik@eastvalueresearch.com

Wyniki za I kw. 2020 r.

Przychody i rentowność

W okresie styczeń-marzec 2020 r. Auxilia wypracowała przychody na poziomie PLN 4,8 mln (+33,5% r/r). Wpływ na przychody miała sprzedaż wybranych wierzytelności Edukacyjnych na rzecz PHI Wierzytelności S.A. o wartości PLN 3,74 mln.

„Należności długoterminowe” oraz „Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe”, które odzwierciedlają szacunkowe przychody spółki w terminie powyżej 12 miesięcy, wyniosły na dzień 31 marca 2020 odpowiednio PLN 27 mln (+12,6% r/r) i PLN 25,7 mln (+9,4%).

PLN mln	I. kw. 2020	I. kw. 2019	zmiana r/r
Przychody netto	4,83	3,62	33,5%
EBITDA	2,97	1,43	107,9%
<i>Marża EBITDA</i>	<i>61,4%</i>	<i>39,4%</i>	
EBIT	2,88	1,38	108,5%
<i>Marża EBIT</i>	<i>59,6%</i>	<i>38,2%</i>	
Zysk netto	2,27	1,20	88,1%
<i>Marża netto</i>	<i>46,9%</i>	<i>33,3%</i>	

Źródło: Spółka, East Value Research GmbH

W I kw. 2020 r. EBIT wzrósł o 108,5% do PLN 2,9 mln, a zysk netto o 88,1% do PLN 2,3 mln. Głównym powodem znacznej poprawy rentowności r/r były optymalizacja kosztów personelu (szczególnie w zakresie pracowników z umowami zlecenie i o dzieło) oraz transakcje zbycia wierzytelności przeprowadzone z PHI Wierzytelności S.A. Wpływy z tych transakcji, które stanowią % wartości nominalnej przyszłego wynagrodzenia AUX z tytułu realizacji umowy o dochodzenie odszkodowań Edukacyjnych, są widoczne w przychodach spółki jednocześnie pomniejszając jej należności długoterminowe w bilansie. Pod koniec marca 2020 r. Auxilia zatrudniała 16 osób w ramach umowy o pracę oraz 30 osób na umowy cywilnoprawne (umowy zlecenia, umowy o współpracy z działalnością gospodarczą). W spółce zależnej Lexbridge Groński Adwokaci i Radcowie Prawni sp.k. zatrudnionych było 17 osób na umowy o pracę oraz 7 osób na umowy cywilnoprawne.

Na poziomie pozostałych kosztów operacyjnych ujęte zostało PLN 98,5 tys. (PLN 750,8 tys. na poziomie jednostkowym) z tytułu rezerwy na rzecz pokrycia przyszłych kosztów wynikających z wynagrodzenia spółki zależnej Lexbridge Groński Adwokaci i Radcowie Prawni sp.k. za obsługę prawną spraw objętych umowami cesji wierzytelności odszkodowawczych zawartymi z PHI Wierzytelności S.A.

Bilans i przepływy pieniężne

Pod koniec marca 2020 r. kapitał własny Auxilii osiągnął wartość PLN 9,4 mln (udział w sumie bilansowej 23,3%). Największą pozycją bilansową były długoterminowe należności (PLN 27 mln) oraz rozliczenia międzyokresowe (PLN 25,7 mln). Szacujemy, iż 31 marca 2020 wartość gotówki opiewała na PLN 2,6 mln, a długu odsetkowego na około PLN 1,3 mln.

W okresie styczeń-marzec 2020 Auxilia wypracowała przepływy operacyjne na poziomie PLN 188 tys. wobec PLN 287 tys. rok wcześniej. Przepływy inwestycyjne wyniosły PLN -16 tys. (Q1/19: PLN 0,2 tys.), a przepływy finansowe PLN -5 tys. (PLN -449 tys.). W sumie poziom gotówki wzrósł w I kw. 2020 r. o PLN 167 tys.

Aktualizacja prognoz finansowych

Przychody i rentowność

Z uwagi na mocne ograniczenie działalności gospodarczej przez pandemię koronawirusa nadal spodziewamy się pogorszenia wyników Auxilii w 2020 r. Zakładamy, iż szczególnie rezultaty drugiego kwartału będą słabe. Po nieoczekiwaniu bardzo dobrych wynikach w I kw. 2020 r. podwyższyliśmy jednak nasze poprzednie prognozy. Nadal zakładamy, iż ze względu na likwidację ograniczeń, które zostały wprowadzone w marcu, druga połowa bieżącego roku będzie dla Auxilii znacznie lepsza od pierwszej. Ze względu na dobre perspektywy rozwoju biznesu w Polsce w 2021 r. powinna nastąpić znaczna poprawa wyników AUX, zarówno jeśli chodzi o przychody jak i zyski.

Obecnie na bazie dotychczasowych danych w 2020 r. spodziewamy się spadku portfela nowych roszczeń do końca grudnia o 20% r/r do PLN 57,3 mln (wcześniej: PLN 53,7 mln). Prognozujemy 18% spadek przychodów do PLN 11,2 mln (PLN 10,5 mln), o 8,6% niższy EBIT (PLN 4,2 mln wobec PLN 1,7 mln poprzednio) i 8,6% niższy zysk netto w wysokości PLN 3 mln (PLN 1 mln). W 2021 r. po pandemii oczekujemy natomiast 20% wzrostu portfela roszczeń do PLN 68,7 mln, 20% wzrostu przychodów do PLN 13,5 mln oraz poprawy EBIT i zysku netto do odpowiednio PLN 4,8 mln i PLN 3,6 mln.

W długim terminie oczekujemy, iż portfel roszczeń będzie zwiększał się średnio o 4,6% r/r (4,2% poprzednio). Nadal zakładamy, iż ze względu na silniejszą konkurencję i wzrost kosztów pracy marża EBIT wynosić będzie około 16% w długim terminie wobec oczekiwanych 37% w bieżącym roku.

PLN mln	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Pazdziernik	Listopad	Grudzień	Suma
2020	2,11	2,66	4,71	3,21									12,69
2019	5,50	4,43	2,98	3,21	5,84	2,65	3,08	12,43	7,48	14,35	6,57	3,09	71,61
2018	5,04	3,22	4,94	3,41	4,28	5,72	4,16	3,88	7,50	7,82	5,91	3,72	59,59
2017	1,72	2,07	0,96	1,87	3,11	3,24	3,22	3,34	4,77	4,93	4,79	6,99	41,00

Źródło: Spółka, East Value Research GmbH

Wolumen nowych zakontraktowanych roszczeń

PLN mln	2020E	2021E	2022E	2023E
Wartość zakontraktowanych roszczeń	57,28	68,74	75,62	82,42
Średnia relacja zakontraktowanych roszczeń do przychodów 2017-2019	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Przychody	11,23	13,48	14,83	16,16
zmiana r/r	-18,0%	20,0%	10,0%	9,0%

Źródło: Spółka, East Value Research GmbH

	2020E		2021E		2022E		2023E	
PLN mln	akt.	poprz.	akt.	poprz.	akt.	poprz.	akt.	poprz.
Przychody netto	11,23	10,53	13,48	12,64	14,83	13,90	16,16	15,15
EBITDA	4,40	1,93	5,01	3,37	4,70	4,42	4,62	4,35
<i>Marża EBITDA</i>	<i>39,2%</i>	<i>18,3%</i>	<i>37,1%</i>	<i>26,7%</i>	<i>31,7%</i>	<i>31,8%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,7%</i>
EBIT	4,16	1,69	4,76	3,12	4,45	4,17	4,36	4,09
<i>Marża EBIT</i>	<i>37,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>35,3%</i>	<i>24,7%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>
Zysk netto	3,04	1,03	3,55	2,22	3,33	3,10	3,29	3,06
<i>Marża netto</i>	<i>27,0%</i>	<i>9,8%</i>	<i>26,3%</i>	<i>17,6%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,3%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,2%</i>

Źródło: East Value Research GmbH

	I kw. 2018	II kw. 2018	III kw. 2018	IV kw. 2018	2018	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019	2019	I kw. 2020
Przychody netto	2,92	2,73	2,09	3,25	10,99	3,62	3,89	2,79	3,42	13,71	4,83
<i>zmiana r/r</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,4%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>70,1%</i>	<i>26,1%</i>	<i>23,7%</i>	<i>42,6%</i>	<i>33,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>33,5%</i>
EBITDA	0,40	0,67	0,22	1,04	2,33	1,43	1,90	1,00	0,46	4,79	2,97
<i>Marża EBITDA</i>	<i>13,6%</i>	<i>24,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>32,1%</i>	<i>21,2%</i>	<i>39,4%</i>	<i>48,9%</i>	<i>36,0%</i>	<i>13,3%</i>	<i>34,9%</i>	<i>61,4%</i>
EBIT	0,32	0,60	0,16	0,99	2,07	1,38	1,85	0,94	0,37	4,55	2,88
<i>Marża EBIT</i>	<i>10,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>30,4%</i>	<i>18,9%</i>	<i>38,1%</i>	<i>47,6%</i>	<i>33,8%</i>	<i>10,9%</i>	<i>33,2%</i>	<i>59,6%</i>
Zysk netto	0,26	0,43	0,02	0,63	1,33	1,20	1,37	0,68	0,06	3,32	2,27
<i>Marża netto</i>	<i>8,7%</i>	<i>15,8%</i>	<i>1,1%</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,1%</i>	<i>33,3%</i>	<i>35,3%</i>	<i>24,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>24,2%</i>	<i>46,9%</i>

Źródło: East Value Research GmbH

CAPEX i kapitał obrotowy

Ze względu na charakterystykę modelu biznesowego Auxilii spodziewamy się, iż CAPEX brutto w 2020E-2022E wyniesie PLN 740 tys. a w długim terminie około 1,4% rocznych przychodów.

Ponadto Auxilia pokrywa koszty sporów prawnych do czasu otrzymania płatności za odszkodowanie - jest to odzwierciedlone w „Należnościach krótkoterminowych” – pkt 3 „Należności od pozostałych jednostek” w pozycji „Inne”. Jednocześnie wykazuje wartość przychodów oczekiwanych w terminie powyżej 12 miesięcy w pozycji „Należności długoterminowe od pozostałych jednostek” w Aktywach oraz w pozycji „Inne długoterminowe rozliczenia międzyokresowe” w Pasywach.

W grudniu 2018 r. Auxilia podpisała umowę ramową z podmiotem zależnym swojego znaczącego akcjonariusza, firmy inwestycyjnej PHI, odnośnie cesji roszczeń. Służy ona skróceniu cyklu konwersji gotówki w sprawach, w których nie występuje wypłata odszkodowania na etapie polubownym.

Wycena

Ze względu na brak notowanych porównywalnych spółek z prognozami wyników wyceniliśmy akcje Auxilii wyłącznie metodą DCF. Przy założeniu wyższych prognoz wyników oraz WACC na poziomie 15%, który odzwierciedla notowania spółki w nie płynnym segmencie NewConnect GPW, nasz model skutkuje 12-miesięczną ceną docelową dla akcji AUX na poziomie PLN 6,10 (PLN 5 wcześniej), która implikuje potencjał wzrostu na poziomie 71,3%.

Model DCF

PLN mln	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody netto	11,23	13,48	14,83	16,16	17,62	19,21	19,81	20,43	21,08
(zmiana r/r)	-18,0%	20,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	3,2%	3,1%	3,2%
Zysk operacyjny	4,16	4,76	4,45	4,36	4,23	4,23	4,14	3,90	3,37
(marża operacyjna)	37,0%	35,3%	30,0%	27,0%	24,0%	22,0%	20,9%	19,1%	16,0%
NOPAT	3,37	3,85	3,60	3,54	3,43	3,42	3,35	3,16	2,73
+ Amortyzacja	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29
= Przepływy operacyjne netto	3,61	4,10	3,86	3,79	3,69	3,69	3,63	3,44	3,02
= Suma inwestycji	0,04	-0,61	-0,42	-0,43	-0,46	-0,41	-0,28	-0,29	-0,33
Capex	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	-0,28
Kapitał obrotowy	0,28	-0,37	-0,17	-0,18	-0,20	-0,15	-0,01	-0,02	-0,05
= Free Cash Flow (FCF)	3,65	3,49	3,44	3,36	3,23	3,28	3,34	3,15	2,69
PV of FCFs	3,35	2,79	2,39	2,03	1,70	1,50	1,33	1,09	0,81
Wartość bieżąca wolnych przepływów	16,96								
Wartość bieżąca wartości końcowej	6,31								
Wartość firmy (EV)	23,27								
+ Gotówka netto / - dług netto (31 marzec 2020)	1,32								
+ Udział mniejszości	-0,57								
Wartość kapitału własnego	24,02								
Liczba akcji (mln)	4,53								
WACC	15,0%								
Koszt kapitału własnego	15,0%								
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,6%								
Stopa podatkowa	19,0%								
Koszt długu po opodatkowaniu	3,7%								
Udział kapitału własnego	100,0%								
Udział długu	0,0%								
Wartość godziwa na akcję w PLN (dzisiaj)	5,30								
Wartość godziwa na akcję w PLN (za 12 miesięcy)	6,10								

		Terminal EBIT margin						
		13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
WACC	11,0%	7,63	7,83	8,03	8,23	8,43	8,63	8,83
	12,0%	7,05	7,21	7,38	7,55	7,71	7,88	8,05
	13,0%	6,56	6,70	6,84	6,98	7,12	7,26	7,40
	14,0%	6,15	6,27	6,39	6,51	6,62	6,74	6,86
	15,0%	5,79	5,90	6,00	6,10	6,20	6,30	6,41
	16,0%	5,48	5,57	5,66	5,75	5,84	5,92	6,01
	17,0%	5,21	5,29	5,36	5,44	5,52	5,59	5,67

Źródło: East Value Research GmbH

Analiza porównawcza

Rynki Auxilii są rozdrobnione. Tylko w Polsce spółka konkuruje z około 1 000 podmiotami, z czego większość to jednoosobowe działalności gospodarcze. Według zarządu przewagi konkurencyjne Auxilii to profesjonalizm i długa (ponad 16-letnia) historia działalności.

Poniżej znajduje się lista notowanych i prywatnych konkurentów.

Notowani konkurenci:

- (1) *Votum S.A.*: Votum, które ma siedzibę we Wrocławiu, oferuje wsparcie w uzyskaniu odszkodowań na terenie Europy Środkowo-Wschodniej (do tej pory 255 000 klientów i ponad PLN 2,4 mld odszkodowań). Spółka, która istnieje od 2005 r., pomaga poszkodowanym uzyskać odszkodowanie np. od obowiązkowego ubezpieczyciela. Ponadto oferuje klientom banków kompleksowe wsparcie w przypadkach klauzul abuzywnych w kredytach hipotecznych we frankach, wsparcie przy roszczeniach za szkody na samochodach i posiada centrum medyczne dla ciężko rannych. W 2019 r. spółka wypracowała przychody na poziomie PLN 141,8 mln, EBIT w wysokości PLN 22,6 mln (marża 15,9%) i zysk netto PLN 17,3 mln. Poza Polską, Votum jest aktywne również w Czechach, na Słowacji, Węgrzech i Ukrainie. Jej aktualna kapitalizacja giełdowa wynosi PLN 151 mln.

Pod koniec stycznia 2020 r. Votum ogłosiło zamiar inwestycji w spółkę z sektora odnawialnych źródeł energii.

- (2) *EuCO S.A.*: Europejskie Centrum Odszkodowań (EuCO) z siedzibą w Legnicy jest jednym z liderów rynku odszkodowań w CEE (do tej pory 350 000 klientów i ponad PLN 3 mld odszkodowań). Spółka, która została założona w 2004 r., pozwala klientom uzyskać zadośćuczynienia, które są nawet kilka razy wyższe niż te oferowane przez ubezpieczycieli np. za ciężkie obrażenia i śmierć przez wypadek samochodowy, podczas pracy lub medycznego zabiegu. Spółka jest aktywna w Polsce, Czechach, na Słowacji, Węgrzech i Rumunii. W 2019 r. miała PLN 74,6 mln przychodów, PLN 12,6 mln EBIT (marża 16,8%) i PLN 7,3 mln zysku netto. Kapitalizacja EuCo wynosi PLN 22,4 mln.

Naszym zdaniem zarówno EuCO jak i Votum pozyskują klientów głównie poprzez tak zwany Multi-Level Marketing, co oznacza, że ich zespoły sprzedażowe składają się głównie z osób, które były ich klientami w przeszłości, ale nie są ich etatowymi pracownikami.

Nienotowani konkurenci:

- (3) *SAGARTO Sp. z o.o.*: SAGARTO jest spółką z Warszawy, która specjalizuje się w usługach dla osób, które ucierpiały w skutek ciężkich obrażeń podczas wypadków np. samochodowych. Spółka przejmuje wszystkie formalne aspekty związane z procesem odszkodowawczym.
- (4) *Salutaris Sp. z o.o.*: Salutaris z siedzibą w Sopocie wspiera klientów w procesach odszkodowawczych od 8 lat.
- (5) *Meritum*: Kancelaria prawna Meritum, które posiada biura w Katowicach i Łodzi, specjalizuje się w procesach odszkodowawczych w skutek wypadków samochodowych, szkód pojazdów, błędów medycznych itd.
- (6) *Solace Sp. Z.o.o.*: Solace posiada biuro w Gdańsku, ale poprzez sieć mobilnych konsultantów jest obecna w całej Polsce. Ta firma prawnicza specjalizuje się we wszystkich rodzajach spraw odszkodowawczych.
- (7) *Polskie Centrum Odszkodowań*: Kancelaria prawnicza PCO, której siedziba mieści się w Warszawie, specjalizuje się w profesjonalnym wsparciu w obszarze roszczeń odszkodowawczych. Reprezentuje również klientów przed sądem. Poprzez sieć przedstawicieli, ambasadorów i partnerów, PCO obsługuje klientów z całej Polski.
- (8) *Kompensja Sp. z o.o.*: Kancelaria prawna Kompensja pomaga osobom, które ucierpiały w skutek wypadku lub śmierci bliskich, uzyskać sprawiedliwe odszkodowanie od firm ubezpieczeniowych. Spółka koncentruje się na najpoważniejszych wypadkach o najwyższej wartości.

Rachunek zysków i strat

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody netto	10.99	13.71	11.23	13.48	14.83	16.16
Koszty sprzedaży produktów	-5.94	-6.30	-4.49	-6.07	-7.56	-8.73
Zysk brutto	5.05	7.41	6.74	7.42	7.27	7.44
Pozostałe przychody operacyjne	0.51	0.70	0.72	0.73	0.75	0.76
Koszty personelu	-2.83	-2.23	-2.42	-2.90	-3.19	-3.48
Pozostałe koszty operacyjne	-0.40	-1.09	-0.64	-0.24	-0.12	-0.10
EBITDA	2.33	4.79	4.40	5.01	4.70	4.62
Amortyzacja	-0.26	-0.24	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26
EBIT	2.07	4.55	4.16	4.76	4.45	4.36
Wynik finansowy netto	-0.36	-0.26	-0.22	-0.18	-0.14	-0.10
EBT	1.71	4.28	3.93	4.57	4.30	4.26
Podatek dochodowy	-0.26	-0.82	-0.75	-0.87	-0.82	-0.81
Mniejszości	-0.12	-0.14	-0.15	-0.15	-0.16	-0.16
Zysk netto / strata	1.33	3.32	3.04	3.55	3.33	3.29
EPS	0.29	0.73	0.67	0.78	0.73	0.73
DPS	0.00	0.00	0.34	0.17	0.17	0.17
Udział w całkowitych przychodach						
Przychody netto	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
Koszty sprzedaży produktów	-54.03 %	-45.98 %	-40.00 %	-45.00 %	-51.00 %	-54.00 %
Zysk brutto	45.97 %	54.02 %	60.00 %	55.00 %	49.00 %	46.00 %
Pozostałe przychody operacyjne	4.64 %	5.12 %	6.37 %	5.42 %	5.02 %	4.70 %
Koszty personelu	-25.73 %	-16.25 %	-21.50 %	-21.50 %	-21.50 %	-21.50 %
Pozostałe koszty operacyjne	-3.67 %	-7.98 %	-5.71 %	-1.78 %	-0.82 %	-0.60 %
EBITDA	21.22 %	34.91 %	39.17 %	37.14 %	31.71 %	28.60 %
Amortyzacja	-2.36 %	-1.74 %	-2.17 %	-1.84 %	-1.71 %	-1.60 %
EBIT	18.86 %	33.17 %	37.00 %	35.30 %	30.00 %	27.00 %
Wynik finansowy netto	-3.26 %	-1.93 %	-2.00 %	-1.37 %	-0.98 %	-0.65 %
EBT	15.60 %	31.23 %	35.00 %	33.93 %	29.02 %	26.35 %
Podatek dochodowy	-2.36 %	-5.95 %	-6.65 %	-6.45 %	-5.51 %	-5.01 %
Mniejszości	-1.10 %	-1.06 %	-1.33 %	-1.15 %	-1.08 %	-1.02 %
Zysk netto / strata	12.14 %	24.23 %	27.02 %	26.33 %	22.43 %	20.33 %

Bilans

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa						
Środki pieniężne	0.45	2.45	4.67	6.38	8.85	11.26
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zapasy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Należności handlowe	2.06	2.54	2.05	2.42	2.62	2.82
Pozostałe aktywa obrotowe	3.41	3.97	3.26	3.90	4.29	4.68
Aktywa obrotowe	6.30	8.96	9.98	12.71	15.77	18.76
Środki trwałe	0.21	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
Pozostałe aktywa niematerialne	0.34	0.27	0.26	0.26	0.25	0.25
Wartość firmy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe należności długoterminowe	24.53	32.22	36.09	40.42	43.66	47.15
Pozostałe aktywa długoterminowe	2.78	2.52	2.55	2.57	2.60	2.63
Podatek odroczone	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Aktywa trwałe	27.86	35.40	39.29	43.65	46.90	50.42
Aktywa	34.16	44.37	49.27	56.35	62.67	69.17
Zobowiązania						
Zobowiązania handlowe	0.37	0.40	0.30	0.42	0.53	0.64
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2.60	3.50	2.85	3.41	3.74	4.06
Krótkoterminowy dług finansowy	0.24	1.30	0.00	0.00	0.00	0.00
Rezerwy	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Zobowiązania krótkoterminowe	3.23	5.22	3.17	3.84	4.29	4.71
Długoterminowy dług finansowy	2.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	23.91	31.40	35.17	39.39	42.54	45.95
Podatek odroczone	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zobowiązania długoterminowe	26.59	31.40	35.17	39.39	42.54	45.95
Suma zobowiązań	29.82	36.62	38.34	43.23	46.83	50.66
Kapitał własny	3.93	7.19	10.22	12.25	14.81	17.33
Udział mniejszości	0.42	0.56	0.71	0.87	1.03	1.19
Pasywa	34.16	44.37	49.27	56.35	62.67	69.17

Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Zysk netto / strata	1.33	3.32	3.04	3.55	3.33	3.29
Amortyzacja	0.26	0.24	0.24	0.25	0.25	0.26
Zmiana kapitału obrotowego	-0.22	-0.64	0.28	-0.37	-0.17	-0.18
Inne	-0.37	-0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
Przepływy operacyjne netto	1.00	2.65	3.56	3.43	3.41	3.36
Przepływy inwestycyjne	0.11	-0.32	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26
Free cash flow	1.11	2.33	3.32	3.19	3.16	3.11
Przepływy finansowe	-1.24	-0.70	-1.10	-1.48	-0.70	-0.69
Zmiana stanu gotówki	-0.12	1.63	2.22	1.71	2.47	2.42
Gotówka na początek okresu	0.94	0.82	2.45	4.67	6.38	8.85
Gotówka na koniec okresu	0.82	2.45	4.67	6.38	8.85	11.26

Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Rentowność i jakość bilansu						
Marża brutto	45.97%	54.02%	60.00%	55.00%	49.00%	46.00%
Marża EBITDA	21.22%	34.91%	39.17%	37.14%	31.71%	28.60%
Marża EBIT	18.86%	33.17%	37.00%	35.30%	30.00%	27.00%
Marża netto	12.14%	24.23%	27.02%	26.33%	22.43%	20.33%
Return on equity (ROE)	41.50%	59.78%	34.87%	31.59%	24.58%	20.45%
Return on assets (ROA)	4.95%	8.08%	6.62%	6.63%	5.54%	4.90%
Return on capital employed (ROCE)	5.69%	9.40%	7.30%	7.34%	6.17%	5.48%
Economic Value Added (PLN mln)	-2.88	-2.19	-3.55	-4.02	-5.15	-6.13
Zadłużenie netto (PLN mln)	2.10	-1.15	-4.67	-6.38	-8.85	-11.26
Net gearing	53.51%	-16.04%	-45.73%	-52.09%	-59.75%	-65.02%
Udział kapitału własnego	11.49%	16.20%	20.74%	21.74%	23.63%	25.05%
Current ratio	1.95	1.72	3.15	3.31	3.68	3.98
Quick ratio	0.90	0.96	2.12	2.29	2.68	2.99
Net interest cover	5.79	17.16	18.48	25.74	30.70	41.60
Dług netto/EBITDA	0.90	-0.24	-1.06	-1.27	-1.88	-2.44
Tangible BVPS	0.87	1.59	2.26	2.71	3.27	3.83
CAPEX/Sales	-1.87%	2.47%	2.14%	1.82%	1.69%	1.58%
Working capital/Sales	21.09%	21.56%	23.78%	22.53%	21.60%	20.92%
Cykl konwersji gotówki	46	44	42	41	39	37
Mnożniki rynkowe						
EV/Sales	1.35	1.08	1.32	1.10	1.00	0.92
EV/EBITDA	6.35	3.09	3.36	2.96	3.15	3.20
EV/EBIT	7.14	3.26	3.56	3.11	3.33	3.39
P/Tangible BVPS	4.11	2.24	1.58	1.32	1.09	0.93
P/E	12.08	4.85	5.31	4.54	4.85	4.91
P/FCF	14.50	6.91	4.85	5.06	5.10	5.28

Disclaimer

This document (prepared on 20 May 2020) does neither constitute an offer nor a request to buy or sell any securities. It only serves informational purposes. This document only contains a non-binding opinion on the mentioned securities and market conditions at the time of its publication. Due to the general character of its content this document does not replace investment advice. Moreover, in contrast to especially approved prospectuses, it does not provide information, which is necessary for taking investment decisions.

All information, which have been used in this document, and the statements that have been made, are based on sources, which we think are reliable. However, we do not guarantee their correctness or completeness. The expressions of opinion, which it contains, show the author's personal view at a given moment. These opinions can be changed at any time and without further notice.

A liability of the analyst or of the institution, which has mandated him, should be excluded from both direct and indirect damages.

This confidential study has only been made available to a limited number of recipients. A disclosure or distribution to third-parties is only allowed with East Value Research' approval. All valid capital market rules, which relate to the preparation, content as well as distribution of research in different countries, should be applied and respected by both the supplier and recipient.

Distribution in the United Kingdom: In the UK this document shall only be distributed to persons who are described in Section 11 (3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (as amended). This research may not be distributed and forwarded directly or indirectly to any other group of individuals. The distribution of this document in other international jurisdictions may be restricted by law and individuals who possess this study should inform themselves about any existing restrictions and comply with them.

Neither this document nor any copy of it may be taken or sent to the United States of America, Canada, Japan or Australia or distributed, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia or to any resident thereof. Any failure to comply with these restrictions may constitute a violation of United States, Canadian, Japanese or Australian securities laws or the law of any other jurisdiction.

Declaration according to § 34b WpHG and FinAnV on potential conflicts of interest (As of July 24, 2013): East Value Research has been commissioned to prepare this report by Auxilia S.A..

Declaration according to § 34b WpHG and FinAnV on additional disclosures (As of July 24, 2013):

It is the sole decision of East Value Research GmbH whether and when a potential update of this research will be made.

Relevant basis and measures of the valuations, which are included in this document:

The valuations, which are the basis for East Value Research' investment recommendations, are based on generally-accepted and widely-used methods of fundamental analysis such as the Discounted-Cash-Flow method, Peer Group comparison, or Sum-of-the-Parts models.

The meaning of investment ratings:

Buy: Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and generate a total return of more than 10% over the next twelve months

Add: Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and generate a total return between 0% and 10% over the next twelve months

Reduce: Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return between 0% and -10% over the next twelve months

Sell: Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return exceeding -10% over the next twelve months

The respective supervisory authority is:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt