

Auxilia S.A.

Cena docelowa: PLN 5

Update

Zalecenie: KUPUJ

Ze względu na zmianę sposobu ujmowania cesji wierzytelności oraz utworzenie rezerwy na przyszłe wynagrodzenie kancelarii Lexbridge Groński Adwokaci i Radcowie Prawni sp.k. Auxilia (AUX) poprawiła swoje wyniki r/r w mniejszym stopniu niż się tego spodziewaliśmy. Przychody osiągnęły PLN 13,7 mln (+24,7% r/r), podczas gdy EBIT wzrósł o 119,4% do PLN 4,6 mln, a zysk netto o 148,9% do PLN 3,3 mln. Przy niższych kosztach operacyjnych r/r głównym motorem wzrostu był naszym zdaniem obszar związany z odszkodowaniami dla klientów z sektora Edukacja oraz umowa z PHI Wierzytelności S.A., w ramach której AUX sprzedało w 2019 r. wierzytelności edukacyjne o wartości PLN 9,3 mln. W okresie styczeń-grudzień 2019 Auxilia pozyskała nowe roszczenia o wartości PLN 71,6 mln (+20,2% r/r). Mimo nadal dobrych perspektyw rozwoju w Polsce, spodziewamy się pogorszenia wyników w 2020 r. ze względu na znaczny wpływ epidemii koronawirusa na aktywność gospodarczą. Z tego względu obniżamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji AUX z PLN 7,20 poprzednio do PLN 5 (KUPUJ). Z uwagi na utworzenie rezerwy oraz konieczność spłaty obligacji o wartości PLN 1,3 mln w tym roku, oczekujemy również, iż spółka nie wypłaci dywidendy za 2019 r.

W 2019 r. portfel pozyskanych roszczeń był wyższy od naszych prognoz, natomiast wyniki finansowe były poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Podczas gdy przychody wzrosły o 24,7% r/r do PLN 13,7 mln (EVRe: PLN 14 mln), marża EBIT zwiększyła się z 18,9% w 2018 r. do 33,2% ze względu na optymalizację kosztową. W ubiegłym roku zysk netto osiągnął poziom PLN 3,3 mln (+148,9% r/r, EVRe: PLN 4,2 mln). Pod koniec grudnia 2019 portfel pozyskanych roszczeń opiewał na PLN 71,6 mln (+20,2% r/r) wobec naszej prognozy na poziomie PLN 70,3 mln.

Od okresie grudzień 2019-luty 2020 Auxilia zanotowała dwucyfrowy miesięczny spadek pozyskanych roszczeń. Ze względu na epidemię koronawirusa oczekujemy utrzymania tego trendu przynajmniej do maja 2020 r. Obecnie po aktualizacji modelu wyceny spodziewamy się w 2020 r. przychodów na poziomie PLN 10,5 mln (wcześniej: PLN 15,7 mln), EBIT PLN 1,7 mln (PLN 5,5 mln) oraz zysku netto PLN 1 mln (PLN 4,1 mln). Naszym zdaniem w całym 2020 r. portfel nowych roszczeń osiągnie wartość PLN 53,7 mln (-25% r/r).

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody netto	10,99	13,71	10,53	12,64	13,90	15,15
EBITDA	2,33	4,79	1,93	3,37	4,42	4,35
EBIT	2,07	4,55	1,69	3,12	4,17	4,09
Zysk netto	1,33	3,32	1,03	2,22	3,10	3,06
Zysk na akcję	0,29	0,73	0,23	0,49	0,68	0,68
DPS	0,00	0,00	0,11	0,17	0,17	0,17
Stopa dywidendy	0,00%	0,00%	3,75%	5,59%	5,59%	5,59%
RoE	41,50%	59,78%	13,41%	24,52%	27,96%	22,86%
Net gearing	53,51%	-16,04%	-34,83%	-42,86%	-52,72%	-59,55%
EV/Sales	1,15x	0,92x	1,20x	1,00x	0,91x	0,83x
EV/EBITDA	5,41x	2,64x	6,54x	3,74x	2,85x	2,90x
P/E	10,32x	4,15x	13,33x	6,19x	4,44x	4,49x

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	23 marca 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	3,04
Liczba akcji (mln)	4,53
Kapitalizacja (PLN mln)	13,77
Kapitalizacja (EUR mln)	3,03
Przedział z 52 tygodni	PLN 6 / PLN 1,91
Średni wolumen	7.741

Stopa zwrotu

4 tygodnie	-36,40%
13 tygodni	-32,44%
26 tygodni	1,67%
52 tygodnie	-15,08%
YTD	-25,67%

Akcjonariat

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

Kalendarz finansowy

Raport za I. kw. 2020	15 maja 2020
-----------------------	--------------

Analityk

Adrian Kowollik
a.kowollik@eastvalueresearch.com

Wyniki za 2019 r.

Przychody i rentowność

20 marca Auxilia opublikowała korektę raportu za IV. kwartał 2019 z niezaudytowanymi wynikami za 2019 r. W okresie styczeń-grudzień 2019 r. spółka wypracowała przychody na poziomie PLN 13,7 mln (+24,7% r/r) wobec naszej prognozy PLN 14 mln. W stosunku do pierwotnego raportu za IV kw. 2019 opublikowanego dnia 14 lutego 2020 r. przychody zostały pomniejszone o PLN 481,2 tys. ze względu na zmianę sposobu ujęcia cesji wierzytelności w księgach rachunkowych realizowanych w ramach umowy z PHI Wierzytelności S.A.

„Należności długoterminowe” oraz „Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe”, które odzwierciedlają szacunkowe przychody spółki w terminie powyżej 12 miesięcy, były na dzień 31 grudnia 2019 o 31,4% (PLN 32,2 mln) oraz 31,5% (PLN 31,4 mln) powyżej roku ubiegłego.

PLN mln	2019	2019E	2018	2019 vs 2019E	2019 vs 2018
Przychody netto	13,71	13,96	10,99	-1,8%	24,7%
EBITDA	4,79	5,87	2,33	-18,5%	105,3%
<i>Marża EBITDA</i>	<i>34,9%</i>	<i>42,0%</i>	<i>21,2%</i>		
EBIT	4,55	5,67	2,07	-19,8%	119,4%
<i>Marża EBIT</i>	<i>33,2%</i>	<i>40,6%</i>	<i>18,9%</i>		
Zysk netto	3,32	4,24	1,33	-21,7%	148,9%
<i>Marża netto</i>	<i>24,2%</i>	<i>30,4%</i>	<i>12,1%</i>		

Źródło: Spółka, East Value Research GmbH

W 2019 r. EBIT wzrósł o 119,4% do PLN 4,6 mln (nasza prognoza: PLN 5,7 mln), a zysk netto o 148,9% do PLN 3,3 mln (PLN 4,2 mln). W związku ze zmianą sposobu ujęcia cesji wierzytelności w księgach rachunkowych korekta raportu z 14 lutego 2020 r. zawiera rezerwę na przyszłe wynagrodzenie kancelarii Lexbridge Groński Adwokaci i Radcowie Prawni sp.k., która jest spółką zależną AUX i obsługuje sprawy odszkodowawcze spółki, w wysokości PLN 376 tys. (na poziomie jednostkowym PLN 1,9 mln, z czego PLN 540 tys. dotyczy 2018 r.). Natomiast głównym powodem znacznej poprawy rentowności w 2019 r/r były optymalizacje kosztowe oraz transakcje zbycia wierzytelności przeprowadzone z PHI Wierzytelności S.A. o wartości nominalnej PLN 9,27 mln. 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.

W porównaniu z rokiem poprzednim marża brutto ze sprzedaży zwiększyła się w 2019 r. z 46% do 54%. Na poziomie kosztów operacyjnych ujęte zostało również PLN 210 tys. z tytułu nieściągalnych wierzytelności oraz PLN 217,5 tys. na rezerwę w związku z przyszłym zobowiązaniem o dużym stopniu prawdopodobieństwa, będącego skutkiem toczącego się postępowania sądowego, w której stroną pozwaną jest Auxilia.

Pod koniec grudnia 2019 r. Auxilia zatrudniała 19 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 16 osób na umowy o pracę oraz 7 osób na umowy cywilnoprawne.

Bilans i przepływy pieniężne

Pod koniec grudnia 2019 kapitał własny Auxilii osiągnął wartość PLN 7,2 mln (udział w sumie bilansowej 16,1%). Największą pozycją bilansową były długoterminowe należności (PLN 32,2 mln) oraz rozliczenia międzyokresowe (PLN 31,4 mln). Szacujemy, iż 31 grudnia 2019 wartość gotówki opiewała na PLN 2,5 mln, a długu odsetkowego na około PLN 1,3 mln.

W okresie styczeń-grudzień 2019 Auxilia wypracowała przepływy operacyjne na poziomie PLN 2,7 mln wobec PLN 1 mln rok wcześniej. Przepływy inwestycyjne wyniosły PLN -321 tys. (2018: PLN 107 tys.), a przepływy finansowe PLN -701 tys. (PLN -1,2 mln). W sumie poziom gotówki wzrósł od stycznia do grudnia 2019 r. o PLN 1,6 mln.

Aktualizacja prognoz finansowych

Przychody i rentowność

Z uwagi na mocne pogorszenie warunków prowadzenia biznesu ze względu na epidemię koronawirusa spodziewamy się obecnie pogorszenia wyników Auxilii w 2020 r., z tym że druga połowa roku powinna być znacznie lepsza od pierwszej. Ponadto uważamy, iż korekta wyników za 2019 r. i 2018 r., która zwiększyła stratę spółki z lat ubiegłych, oraz konieczność spłaty obligacji o wartości PLN 1,3 mln w bieżącym roku skłoni spółkę do rezygnacji z wypłaty dywidendy za 2019 r. Natomiast ze względu na niezmiennie dobre perspektywy rozwoju biznesu w Polsce prognozujemy, iż od 2021 r., gdy aktywność gospodarcza powinna już wrócić do normalnego poziomu, nastąpi znaczna poprawa wyników AUX, zarówno jeśli chodzi o przychody jak i zyski.

Obecnie spodziewamy się spadku portfela nowych roszczeń w 2020 r. o 25% r/r do PLN 53,7 mln (wcześniej: PLN 79,2 mln). Prognozujemy 23,2% spadek przychodów do PLN 10,5 mln (PLN 15,7 mln), o 62,9% niższy EBIT (PLN 1,7 mln wobec PLN 5,5 mln poprzednio) i 68,9% niższy zysk netto w wysokości PLN 1 mln (PLN 4,1 mln). W 2021 r. oczekujemy natomiast 20% wzrostu portfela roszczeń do PLN 64,4 mln, 20% wyższych przychodów r/r oraz poprawy marży EBIT z 16% w 2020 r. do 24,7% i netto z 9,8% do 17,6%.

W długim terminie oczekujemy, iż portfel roszczeń będzie zwiększał się średnio o 4,2% r/r (8,5% poprzednio). Nadal zakładamy, iż ze względu na silniejszą konkurencję i wzrost kosztów pracy marża EBIT wynosić będzie około 16% w długim terminie.

Od początku stycznia 2020 r. całkowita wartość zawartych umów z PHI Wierzytelności S.A. w zakresie cesji wybranych wierzytelności edukacyjnych wynosi PLN 3,74 mln.

PLN mln	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Pazdziernik	Listopad	Grudzień	Suma
2020	2,11	2,66											4,78
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	53,70	64,45	70,89	77,27
Średnia relacja zakontraktowanych roszczeń do przychodów 2017-2019	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Przychody	10,53	12,64	13,90	15,15
zmiana r/r	-23,2%	20,0%	10,0%	9,0%

Źródło: Spółka, East Value Research GmbH

PLN mln	2020E		2021E		2022E		2023E	
	akt.	poprz.	akt.	poprz.	akt.	poprz.	akt.	poprz.
Przychody netto	10,53	15,71	12,64	17,52	13,90	19,27	15,15	20,81
EBITDA	1,93	5,70	3,37	5,46	4,42	5,42	4,35	5,22
<i>Marża EBITDA</i>	<i>18,3%</i>	<i>36,3%</i>	<i>26,7%</i>	<i>31,2%</i>	<i>31,8%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,7%</i>	<i>25,1%</i>
EBIT	1,69	5,50	3,12	5,26	4,17	5,20	4,09	5,00
<i>Marża EBIT</i>	<i>16,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>24,7%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>24,0%</i>
Zysk netto	1,03	4,13	2,22	3,96	3,10	3,94	3,06	3,79
<i>Marża netto</i>	<i>9,8%</i>	<i>26,3%</i>	<i>17,6%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,3%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,2%</i>	<i>18,2%</i>

Źródło: East Value Research GmbH

PLN mln	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	2018	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	2019
	2018	2018	2018	2018		2019	2019	2019	2019	
Przychody netto	2,92	2,73	2,09	3,25	10,99	3,62	3,89	2,79	3,42	13,71
<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>
EBITDA	0,40	0,67	0,22	1,04	2,33	1,43	1,90	1,00	0,46	4,79
<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>
EBIT	0,32	0,60	0,16	0,99	2,07	1,38	1,85	0,94	0,37	4,55
<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>
Zysk netto	0,26	0,43	0,02	0,63	1,33	1,20	1,37	0,68	0,06	3,32
<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>

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 niższych 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 5 (PLN 7,20 wcześniej), która implikuje potencjał wzrostu na poziomie 64,4%.

Model DCF

PLN mln	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody netto	10,53	12,64	13,90	15,15	16,52	18,01	18,57	19,16	19,76
(zmiana r/r)	-23,2%	20,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	3,2%	3,2%	3,2%
Zysk operacyjny	1,69	3,12	4,17	4,09	3,96	4,10	3,99	3,88	3,15
(marża operacyjna)	16,0%	24,7%	30,0%	27,0%	24,0%	22,8%	21,5%	20,3%	16,0%
NOPAT	1,37	2,53	3,38	3,31	3,21	3,32	3,23	3,14	2,55
+ Amortyzacja	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,28	0,29
= Przepływy operacyjne netto	1,61	2,78	3,63	3,57	3,47	3,59	3,51	3,42	2,84
= Suma inwestycji	0,21	-0,61	-0,45	-0,43	-0,45	-0,40	-0,28	-0,28	-0,36
Capex	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	-0,28
Kapitał obrotowy	0,45	-0,36	-0,20	-0,17	-0,19	-0,13	-0,01	0,00	-0,08
= Free Cash Flow (FCF)	1,82	2,17	3,18	3,14	3,02	3,19	3,23	3,14	2,48
PV of FCFs	1,63	1,69	2,16	1,85	1,55	1,42	1,25	1,06	0,73
Wartość bieżąca wolnych przepływów	13,34								
Wartość bieżąca wartości końcowej	5,75								
Wartość firmy (EV)	19,10								
+ Gotówka netto / - dług netto (31 grudnia 2019)	1,15								
+ Udział mniejszości	-0,56								
Wartość kapitału własnego	19,69								
Liczba akcji (mln)	4,53								
WACC	15,0%								
		Terminal EBIT margin							
		13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%	
Koszt kapitału własnego	11,0%	6,42	6,60	6,79	6,97	7,16	7,34	7,53	
Koszt długu przed opodatkowaniem	12,0%	5,88	6,03	6,18	6,34	6,49	6,64	6,80	
Stopa podatkowa	13,0%	5,43	5,56	5,68	5,81	5,94	6,07	6,20	
Koszt długu po opodatkowaniu	14,0%	5,05	5,15	5,26	5,37	5,48	5,59	5,70	
Udział kapitału własnego	15,0%	4,72	4,81	4,90	5,00	5,09	5,19	5,28	
Udział długu	16,0%	4,43	4,51	4,59	4,67	4,75	4,84	4,92	
Wartość godziwa na akcję w PLN (dzisiaj)	4,35	4,18	4,25	4,32	4,39	4,46	4,53	4,60	
Wartość godziwa na akcję w PLN (za 12 miesięcy)	5,00								

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 240 000 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 141,5 mln, EBIT w wysokości PLN 22,6 mln (marża 16%) i zysk netto PLN 17,8 mln. Poza Polską, *Votum* jest aktywne również w Czechach, na Słowacji, Węgrzech i Ukrainie. Jej aktualna kapitalizacja giełdowa wynosi PLN 102 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 300 000 klientów i ponad PLN >2 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 2018 r. miała PLN 83,4 mln przychodów, PLN 19,9 mln EBIT (marża 23,9%) i PLN 10,7 mln zysku netto. Kapitalizacja *EuCo* wynosi PLN 17,3 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 7 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	10,53	12,64	13,90	15,15
Koszty sprzedaży produktów	-5,94	-6,30	-5,05	-6,32	-7,09	-8,18
Zysk brutto	5,05	7,41	5,48	6,32	6,81	6,97
Pozostałe przychody operacyjne	0,51	0,70	0,72	0,73	0,75	0,76
Koszty personelu	-2,83	-2,23	-2,26	-2,72	-2,99	-3,26
Pozostałe koszty operacyjne	-0,40	-1,09	-2,00	-0,96	-0,14	-0,12
EBITDA	2,33	4,79	1,93	3,37	4,42	4,35
Amortyzacja	-0,26	-0,24	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26
EBIT	2,07	4,55	1,69	3,12	4,17	4,09
Wynik finansowy netto	-0,36	-0,26	-0,22	-0,18	-0,14	-0,10
EBT	1,71	4,28	1,46	2,94	4,03	3,99
Podatek dochodowy	-0,26	-0,82	-0,28	-0,56	-0,76	-0,76
Mniejszości	-0,12	-0,14	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16
Zysk netto / strata	1,33	3,32	1,03	2,22	3,10	3,06
EPS	0,29	0,73	0,23	0,49	0,68	0,68
DPS	0,00	0,00	0,11	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 %	-47,98 %	-49,98 %	-51,00 %	-54,00 %
Zysk brutto	45,97 %	54,02 %	52,02 %	50,02 %	49,00 %	46,00 %
Pozostałe przychody operacyjne	4,64 %	5,12 %	6,80 %	5,78 %	5,36 %	5,01 %
Koszty personelu	-25,73 %	-16,25 %	-21,50 %	-21,50 %	-21,50 %	-21,50 %
Pozostałe koszty operacyjne	-3,67 %	-7,98 %	-19,00 %	-7,63 %	-1,04 %	-0,81 %
EBITDA	21,22 %	34,91 %	18,31 %	26,67 %	31,82 %	28,71 %
Amortyzacja	-2,36 %	-1,74 %	-2,31 %	-1,97 %	-1,82 %	-1,71 %
EBIT	18,86 %	33,17 %	16,00 %	24,70 %	30,00 %	27,00 %
Wynik finansowy netto	-3,26 %	-1,93 %	-2,14 %	-1,46 %	-1,04 %	-0,69 %
EBT	15,60 %	31,23 %	13,86 %	23,24 %	28,96 %	26,31 %
Podatek dochodowy	-2,36 %	-5,95 %	-2,63 %	-4,42 %	-5,50 %	-5,00 %
Mniejszości	-1,10 %	-1,06 %	-1,42 %	-1,22 %	-1,15 %	-1,09 %
Zysk netto / strata	12,14 %	24,23 %	9,81 %	17,60 %	22,31 %	20,22 %

Bilans

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa						
Środki pieniężne	0,45	2,45	2,86	4,25	6,46	8,67
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	1,92	2,27	2,46	2,64
Pozostałe aktywa obrotowe	3,41	3,97	3,05	3,66	4,02	4,38
Aktywa obrotowe	6,30	8,96	7,84	10,19	12,95	15,69
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 odroczony	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	47,13	53,83	59,85	66,11
Zobowiązania						
Zobowiązania handlowe	0,37	0,40	0,33	0,43	0,50	0,60
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2,60	3,50	2,68	3,20	3,51	3,81
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	3,03	3,65	4,02	4,42
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 odroczony	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	38,20	43,04	46,56	50,36
Kapitał własny	3,93	7,19	8,22	9,93	12,26	14,55
Udział mniejszości	0,42	0,56	0,71	0,87	1,03	1,19
Pasywa	34,16	44,37	47,13	53,83	59,85	66,11

Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Zysk netto / strata	1,33	3,32	1,03	2,22	3,10	3,06
Amortyzacja	0,26	0,24	0,24	0,25	0,25	0,26
Zmiana kapitału obrotowego	-0,22	-0,64	0,45	-0,36	-0,20	-0,17
Inne	-0,37	-0,27	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy operacyjne netto	1,00	2,65	1,73	2,11	3,15	3,15
Przepływy inwestycyjne	0,11	-0,32	-0,24	-0,25	-0,25	-0,26
Free cash flow	1,11	2,33	1,49	1,86	2,90	2,89
Przepływy finansowe	-1,24	-0,70	-1,08	-0,47	-0,69	-0,69
Zmiana stanu gotówki	-0,12	1,63	0,41	1,39	2,21	2,20
Gotówka na początek okresu	0,94	0,82	2,45	2,86	4,25	6,46
Gotówka na koniec okresu	0,82	2,45	2,86	4,25	6,46	8,67

Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Rentowność i jakość bilansu						
Marża brutto	45,97%	54,02%	52,02%	50,02%	49,00%	46,00%
Marża EBITDA	21,22%	34,91%	18,31%	26,67%	31,82%	28,71%
Marża EBIT	18,86%	33,17%	16,00%	24,70%	30,00%	27,00%
Marża netto	12,14%	24,23%	9,81%	17,60%	22,31%	20,22%
Return on equity (ROE)	41,50%	59,78%	13,41%	24,52%	27,96%	22,86%
Return on assets (ROA)	4,95%	8,08%	2,67%	4,48%	5,42%	4,79%
Return on capital employed (ROCE)	5,69%	9,40%	3,10%	5,04%	6,05%	5,37%
Economic Value Added (PLN mln)	-2,88	-2,19	-5,25	-5,00	-5,00	-5,94
Zadłużenie netto (PLN mln)	2,10	-1,15	-2,86	-4,25	-6,46	-8,67
Net gearing	53,51%	-16,04%	-34,83%	-42,86%	-52,72%	-59,55%
Udział kapitału własnego	11,49%	16,20%	17,44%	18,44%	20,48%	22,01%
Current ratio	1,95	1,72	2,59	2,79	3,22	3,55
Quick ratio	0,90	0,96	1,58	1,79	2,22	2,56
Net interest cover	5,79	17,16	7,49	16,88	28,78	39,00
Dług netto/EBITDA	0,90	-0,24	-1,48	-1,26	-1,46	-1,99
Tangible BVPS	0,87	1,59	1,81	2,19	2,71	3,21
CAPEX/Sales	-1,87%	2,47%	2,28%	1,94%	1,80%	1,69%
Working capital/Sales	21,09%	21,56%	23,80%	22,70%	22,10%	21,42%
Cykl konwersji gotówki	46	44	42	41	39	37
Mnożniki rynkowe						
EV/Sales	1,15	0,92	1,20	1,00	0,91	0,83
EV/EBITDA	5,41	2,64	6,54	3,74	2,85	2,90
EV/EBIT	6,09	2,77	7,49	4,04	3,02	3,08
P/Tangible BVPS	3,51	1,92	1,68	1,39	1,12	0,95
P/E	10,32	4,15	13,33	6,19	4,44	4,49
P/FCF	12,38	5,90	9,27	7,38	4,75	4,92

Disclaimer

This document (prepared on 23 March 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