

RYNEK FIRM POŻYCZKOWYCH

RAPORT ANALITYCZNY



22 stycznia 2016

Piotr Miliński

DI, MPW

Analitik

piotr.milinski@nwai.pl

tel: 22 201 97 64

Marek Żmudzin

MPW

Analitik

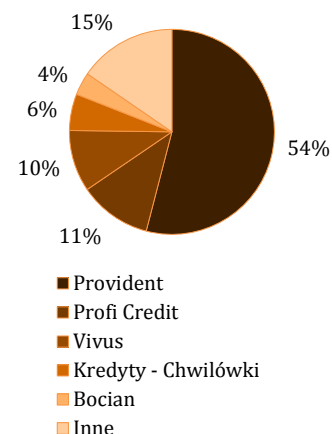
marek.zmudzin@nwai.pl

tel: 22 201 97 74

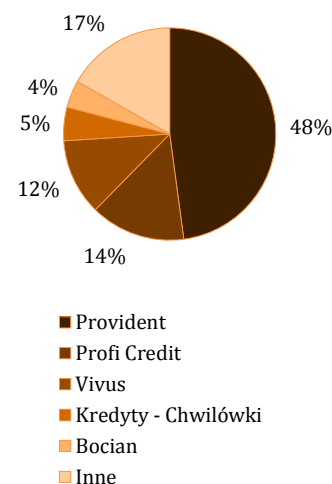
Na przestrzeni ostatnich pięciu lat, polski sektor pozabankowy przeżywał błyskawiczny rozkwit. Suma pożyczek udzielonych klientom w ubiegłym roku osiągnęła wartość ok. 5,2 mld złotych - ponad dwukrotnie więcej, niż w 2010. Intensywne działania marketingowe, poszerzenie zakresu oferowanych produktów i rozwój kanału internetowego sprawiły, że poza sektorem bankowym co roku zadłuża się ponad 1,5 mln Polaków. Sytuacja branży może jednak ulec diametralnej zmianie w wyniku zmian prawnych, wchodzących w życie pod koniec marca. Nowelizacja ustaw o nadzorze nad rynkiem finansowym i kredycie konsumenckim ma na celu ochronę interesu pożyczkobiorcy poprzez ograniczenie kosztów i opłat pobieranych przez firmy pozabankowe. W niniejszym raporcie dokonujemy oceny pozycji konkurencyjnej instytucji pożyczkowych i oceniamy ich zdolność dostosowania się do nowych rozwiązań legislacyjnych.

- Na rynku funkcjonują trzy główne modele biznesowe: domowy (Provident, Bocian), oddziałowy (Profi Credit, Kredyty-Chwilówki, Capital Service) oraz internetowy (Vivus, Wonga, Kreditech). Firmy naziemne specjalizują w pożyczkach długoterminowych, a instytucje online dominują w segmencie małych chwilówek.
- Szacujemy, że sektor osiągnął w 2015 roku 3,0-3,1 mld złotych przychodów. Połowa rynku należy do Providenta (1,5 mld), jego główni konkurenci to Profi Credit (ok. 450 mln) i Vivus (ok. 360 mln). Lider zmaga się ze stagnacją wzrostu, podczas gdy największy rywal notują 30-40% dynamiki przychodów.
- Zmiany regulacyjne dotyczą trzech obszarów: ustalenie górnego limitu kosztów pozaodsetkowych w stosunku do kwoty pożyczki ($25\% + 30\% * \text{liczba lat}$, maksymalnie 100%), ograniczenie opłat związanych z zaległościami w spłacie (max. 6-krotność stopy lombardowej) oraz obowiązek działania w formie spółki z o.o. lub akcyjnej o minimalnym kapitale zakładowym 200 tys. złotych.
- Ze względu na wysokie koszty stałe, ustawa skłania firmy do udzielania pożyczek o długim lub średnim terminie i wartości powyżej 1000-1500 złotych. Firmy naziemne będą dążyć do maksymalnego obciążenia kosztów, a internetowe do wydłużenia i zwiększenia kwoty pożyczek.
- Podatek bankowy zostanie nałożony na 4 instytucje: Provident, Profi Credit, Vivus i Bocian Pożyczki. Łączne obciążenie sektora to ok. 15 mln złotych.
- Rynek ma wysokie, ale akceptowalne wskaźniki zadłużenia. Mediana DN / EBITDA dla przedstawionych spółek (bez Profi Credit) wynosi niewiele ponad 2,5. Wybrane, mniejsze podmioty mają miejsce do zwiększenia dźwigni finansowej.

UDZIAŁ RYNKOWY (PRZYCHODY 2014)



UDZIAŁ RYNKOWY (PRZYCHODY 2015, szac.)



Wskaźniki zadłużenia wybranych podmiotów - widok skrótowy

Dane w MPLN	Everest Finanse (Bocian Pożyczki)	IPF/Provident (grupa)	Ferratum (grupa)	4Finance /Vivus (grupa)
Aktywa	324,4	5 738,1	581,2	1795,9
Przychody TTM	127,9	4 404,9	425,0	1 210,7
EBITDA TTM	38,6	692,1	59,3	418,8
Dług netto / EBITDA	2,16	3,10	2,20	2,32
Kapitał / dług netto	123%	67%	238%	70%
EBITDA / odsetki	6,66	3,8	3,49	3,70
Discount margin (lub YTM dla zagr.)	Od 680 do 730bps	PLN: 620 bps EUR (YTM): 875bps	PLN: 700bps EUR (YTM): 424bps	USD (YTM): 1170bps

Jeżeli nie zaznaczono inaczej, wszystkie dane przytoczone w niniejszym opracowaniu pochodzą z raportów, stron internetowych oraz prezentacji wynikowych analizowanych instytucji.

OMÓWIENIE MODELI BIZNESOWYCH

Analiza podmiotów działających na rynku pożyczkowym pozwala na wyróżnienie trzech wiodących modeli biznesowych. Różnice polegają m. in. na sposobie dotarcia do klienta, formie zawarcia umowy, sposobie przekazania środków oraz ich spłaty. Poszczególne modele cechują się odmienną wysokością kosztów działalności, co powoduje specjalizację w węższym segmencie rynku. Firmy internetowe zdominowały niszę krótkoterminową (tzw. chwilówki), ale dłuższe pożyczki ratalne pozostają na razie domeną ich tradycyjnych konkurentów.

Segmentacja rynku pożyczkowego w Polsce

	DOMOWE	ODDZIAŁOWE	ONLINE
DEUGI TERMIN (3 – 8+ kwartałów)	PROVIDENT	PROFI CREDIT	ZAIMO (KREDITECH) ZAPLO (VIVUS) INCREDIT (FINABAY)
ŚREDNI TERMIN (1 – 9 miesięcy)	BOCIAN POŻYCZKI (EVEREST CAPITAL)	KREDYT OK (CAPITAL SERVICE)	FERRATUM WONGA VIVUS
CHWILÓWKI (do 1 miesiąca)		KREDYTY CHWILÓWKI	KREDITO24 (KREDITECH) NETCREDIT (FINABAY)

Segment naziemny z obsługą domową

Proces pozyskania klienta odbywa się za pośrednictwem rozbudowanej sieci agentów, wspieranej intensywnymi działaniami marketingowymi. Pożyczkobiorca może samodzielnie skorzystać z formularza internetowego bądź infolinii i umówić się z przedstawicielem handlowym firmy w domu. Podczas wizyty, konsultant przeprowadza weryfikację wszystkich wymaganych dokumentów przedstawionych przez pożyczkobiorcę. Przedstawiciel dokonuje również oceny wiarygodności kredytowej klienta w oparciu o wywiad oraz własne obserwacje. W przypadku pozytywnej decyzji, pieniądze są dostarczane w gotówce lub przelewem w terminie 1-2 dni. W zależności od wyboru klienta, spłat dokonuje się przelewem lub podczas cotygodniowych wizyt doradcy. Mimo, że obsługa domowa nie jest obowiązkowa, to jednak wielu klientów za namową konsultanta decyduje się na jej wykorzystanie. Miesięczna rata zwiększa się w ten sposób od kilku do nawet 40%.

W kanale domowym kryteria udzielenia pożyczek są najbardziej złagodzone. Środki przyznaje się niemal wyłącznie na dłuższe terminy, od kilkunastu do nawet 72 tygodni. Średnia wysokość pożyczki w segmencie konsumenckim oscyluje w okolicy 1500 złotych. Mikropożyczki dla przedsiębiorców mają ponad dwukrotnie wyższą

Model domowy

Pozyskanie klienta

Sieć doradców klienta
Infolinia / formularz na stronie
Intensywne kampanie reklamowe

Decyzja kredytowa

Subiektywna ocena agenta
Weryfikacja danych i BIK
Czas: 1-2 dni

Zawarcie umowy i transfer środków

Dostarczane przez agenta

Spłata długu

Obsługa domowa (cotygodniowe wizyty) lub przelew

wartość, jednak ich udział w całości sprzedaży jest niewielki. W kolejnych latach spodziewamy się dążenia firm do podniesienia średniej kwoty i wydłużania okresu spłaty.

Segment domowy, jak zresztą cały rynek pożyczek, jest wyraźnie zdominowany przez Providenta. Istotnym podmiotem w tej kategorii jest firma Bocian Pożyczki (Everest Capital), jednak jej skala działania jest kilkukrotnie mniejsza od lidera.

Segment naziemny z obsługą w oddziałach

Na polskim rynku działa kilka podmiotów dysponujących ogólnokrajową siecią oddziałów. Zawarcie umowy najczęściej wymaga wizyty klienta w placówce firmy oraz dostarczenia wszystkich wymaganych dokumentów. Co do zasady, instytucje oddziałowe mają dużą elastyczność w przyznawaniu finansowania. Udzielają one pożyczek o największej kwocie (do kilkudziesięciu tysięcy złotych) i najdłuższym terminie zapadalności, dochodzącym nawet do kilku lat. Spłata zadłużenia odbywa się zazwyczaj w systemie ratalnym.

Struktura kosztów firm z siecią oddziałów jest zbliżona do pożyczkodawców domowych. Koszty sieci agencyjnej nie różnią się istotnie od kosztów utrzymania placówek. Największym przedstawicielem segmentu jest Profi Credit, należący do międzynarodowej grupy Profireal. Specjalizuje się on w pożyczkach na średni i długi termin. Inną niszę zajmuje firma Kredyty-Chwilówki, posiadająca sieć ok. 300 placówek. Oczekujemy, że będzie ona najmocniej narażona na najnowsze zmiany legislacyjne. Rozwój w oparciu o oddziały znajduje się również w strategii Capital Service. Spółka posiada obecnie około 100 placówek i w celu ich dalszego rozwoju wyemitowała obligacje notowane na Catalyst.

Segment online

Firmy wyspecjalizowane w udzielaniu pożyczek internetowych zanotowały w ostatnich latach błyskawiczny wzrost skali działalności. Dzięki zakrojonym na szeroką skalę kampaniom marketingowym (Vivus wydał 19,4 mln w Q4 2014), pożyczkodawcy dotarli do szerokiej grupy nieobsługiwanych uprzednio klientów.

Osoby korzystające z usług firm internetowych kierują się przede wszystkim prostotą i szybkością uzyskania decyzji kredytowej. Proces przyznania pożyczki trwa od kilku do kilkudziesięciu minut od momentu złożenia przez klienta wniosku. Firmy najczęściej dokonują szybkiej oceny scoringowej na podstawie wypełnionego kwestionariusza oraz informacji z BIK, KRD, BIG i ERIF. W przypadku pozytywnej decyzji, pożyczkodawca weryfikuje poprawność wpisanych danych przy pomocy przelewu na niewielką kwotę. Po jej ukończeniu, klient otrzymuje środki na podane konto bankowe.

Odmienne podejście stosują spółki niemieckiego Kreditechu. Proces oceny zdolności kredytowej opiera się u nich o analizę aktywności dłużnika w Internecie. Wewnętrzne modele ryzyka są zasilane m.in. danymi z Facebooka i Goldenline'a, co zdaniem firmy znacznie zwiększa jakość oceny. Kreditech rezygnuje również z weryfikacji klienta przy pomocy przelewu. W zamian stosuje aplikację, która prosi

Model oddziałowy

Pozyskanie klienta

Ogólnokrajowa sieć oddziałów
Infolinia / formularz
Kampanie ATL

Decyzja kredytowa

Weryfikacja w oddziale
Decyzja podczas wizyty, duże
pożyczki w ciągu 24 godzin

Zawarcie umowy i transfer środków

Umowa zawierana w oddziale
Przelew na konto klienta

Spłata długu

System ratalny
Przelew lub gotówka

Model online

Pozyskanie klienta

Intensywne kampanie ATL/BTL
Dopracowany serwis internetowy
Programy partnerskie

Decyzja kredytowa

Kilka - kilkadziesiąt minut
W oparciu o rejestry dłużników
Najostrzejsze kryteria

Zawarcie umowy i transfer środków

„Podpisanie” umowy przelewem
Pożyczka przekazana na konto

Spłata długu

Wyłącznie przelewem
Zazwyczaj jednorazowa

wnioskodawcę o dostęp do rachunku bankowego i na jego podstawie sprawdza poprawność danych osobowych.

Firmy internetowe nie muszą utrzymywać oddziałów oraz większej części pracowników, co znacząco podnosi ich konkurencyjność cenową. Ich dotychczasową domeną były pożyczki o krótkim terminie zapadalności i niewielkiej wartości. Firmy zapoznawały się w ten sposób z rynkiem i budowały modele ryzyka. Spłaty zobowiązań były dokonywane jednorazowo, na koniec okresu umowy. Dług zaciągany przez klientów Wonga na początku 2015 roku wynosił średnio 681 złotych, ale na koniec trzeciego kwartału urósł do 803 złotych. NetCredit deklaruje, że przeciętna kwota pożyczki to 980 złotych.

Mieszanie modeli biznesowych

W poszukiwaniu dodatkowych źródeł przychodów, firmy pożyczkowe wychodzą poza swoje macierzyste segmenty. Na początku 2015 Vivus nawiązał współpracę z Ruchem, próbując dotrzeć do klientów pozbawionych dostępu do Internetu. W kioskach można otrzymać tzw. pakiet startowy, zawierający wszystkie dokumenty potrzebne do zaciągnięcia pożyczki. Podpisaną umowę składa się u ekspedientki, a środki są przelewane na podane we wniosku konto klienta.

Profi Credit, oprócz sieci oddziałów, współpracuje z grupą 3.000 agentów, gotowych do obsługi klienta w jego domu. KredytOK wprowadził z kolei specjalny produkt dla emerytów i rencistów. Firma rezygnuje w ich przypadku z wymogu wizyty w oddziale. Do otrzymania pożyczki wystarcza rozmowa telefoniczna z konsultantem, w trakcie której następuje złożenie wniosku i zawarcie umowy. Informacja o decyzji kredytowej przesyłana jest w kilka minut, a wypłaty środków można dokonać na poczcie.

Ważnym wskaźnikiem, obrazującym kierunek rozwoju modeli biznesowych będzie polityka Providenta. Lider rynkowy oferował dotychczas zasadniczo jeden produkt, silnie promując przy tym opcję obsługi domowej. Niejednokrotnie podnoszony był zarzut, że Provident nie informuje o możliwości rezygnacji z kosztownych usług dodatkowych. Jeżeli w kolejnych kwartałach pożyczkodawca zacznie faworyzować opcję spłaty długu w formie przelewu, to można spodziewać się podobnego ruchu ze strony konkurentów w segmencie domowym.

Średnia kwota pożyczki w sektorze to ponad 2.500 złotych. Przeciętny dług zaciągany w firmach online jest 2-3 razy niższy.

Pożyczkodawcy próbują dotrzeć do nowych klientów wychodząc poza swoje domyślne modele biznesowe.

ZMIANY LEGISLACYJNE

Nowelizacja ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym

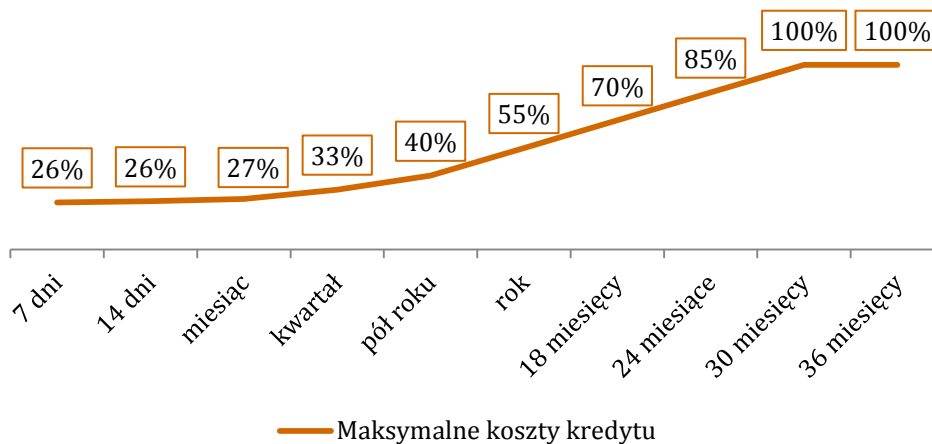
W pierwszym kwartale 2016 w życie wejdą zmiany w ustawach o nadzorze nad rynkiem finansowym i kredycie konsumenckim. Prace legislacyjne nad nowymi aktami prawnymi trwały ponad dwa lata i przebiegały w atmosferze bardzo silnego lobbingu firm pożyczkowych. W założeniu ustawodawcy, prawo ma chronić konsumenta przed nadmiernymi kosztami oraz zapobiegać powstawaniu tzw. pętli zadłużenia.

Zgodnie z nowymi regulacjami, łączne koszty pozaodsetkowe pożyczki zostaną ograniczone do części jej wartości nominalnej, zgodnie ze wzorem:

$$CAP = \left(25\% + 30\% * \frac{T}{N} \right) * K$$

Gdzie T to okres kredytu, K to jego kwota, natomiast N to liczba dni w roku. Narzucone zostało również dodatkowe ograniczenie, zgodnie z którym w całym okresie kredytowania, suma kosztów pozaodsetkowych nie może przekroczyć kwoty pożyczki. Dodatkowo, ustawa utrudnia praktykę przedłużania kredytu na kolejne okresy. Koszty związane z odroczeniem spłaty poniesione w ciągu 120 dni od zaciągnięcia kredytu są uwzględniane w kalkulacji limitu. Podobnie traktowane jest naliczenie opłat związanych z udzieleniem kolejnej pożyczki przed pełną spłatą pierwszej.

Limit kosztów kredytu (jako % udzielonej kwoty)



Regulator nakłada ograniczenie na całkowite koszty za opóźnienie spłaty. Maksymalna wysokość kosztów nie może w stosunku rocznym przekraczać sześciokrotności kredytu lombardowego NBP. Instytucje pożyczkowe będą mogły prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki z o. o. lub akcyjnej, której minimalny kapitał zakładowy wyniesie 200.000 złotych.

Niemalże w ostatniej chwili przyjęto poprawkę do ustawy o niezwykle istotnym znaczeniu dla segmentu tradycyjnego z obsługą domową. Przyjęto, że do limitu zaliczane są wszystkie koszty, które klient „ponosi” (zamiast „musi ponieść”) w

	Maksymalne RRSO
7 dni	14.360.303%
14 dni	42.591%
miesiąc	1.816%
kwartał	208%
pół roku	96%
rok	55%
18 miesięcy	42%
24 miesiące	36%
30 miesięcy	32%
36 miesięcy	26%

Źródło: Ustawa o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz niektórych innych ustaw

Limit kosztów związanych z opóźnieniem w spłacie może skłonić firmy pożyczkowe do szybszej sprzedaży portfeli przeterminowanych firmom windykacyjnym.

związku z umową pożyczki. Dotychczas, opcjonalna obsługa domowa stanowiła ważne źródło przychodów Providenta i Bociana. W nowych przepisach została ona potraktowana na równi z obowiązkowymi opłatami i zaliczona do limitowanych kosztów.

Nowa ustawa będzie wymagała dostosowań w każdym modelu biznesowym. Segment tradycyjny stanie przed koniecznością redukcji kosztów operacyjnych poprzez ograniczenie sieci agentów lub oddziałów. Znamienny jest fakt, że Provident w formularzu internetowym domyślnie sugeruje korzystanie z przelewów zamiast z obsługi domowej. Lider rynkowy szacuje, że przy niezmiennym modelu biznesowym, jego zysk spadłby o 30 mln funtów (obecnie EBT polskiego oddziału to 71mln GBP). Wdrażane przez Providenta dostosowania mogą zrekompensować maksymalnie połowę utraconego wyniku.

Wyzwaniem dla firm online jest natomiast podniesienie czasu i wysokości pojedynczej pożyczki. Z analizy PWC wynika, że opłacalne będą dopiero pożyczki o kwocie przekraczającej 1000 złotych, lub udzielone na co najmniej 3 miesiące. Błyskawicznie rosnący w ostatnich latach segment mikropożyczek może znaleźć się blisko granicy rentowności. Nie jest wykluczone, że więcej firm zrezygnuje z weryfikacji swoich klientów w Biurze Informacji Kredytowej.

W opinii Związku Firm Pożyczkowych, nowa ustawa nie reguluje sektora w sposób wystarczający. Limit w okresie 120-dniowym jest możliwy do obejścia, a brak nadzoru i przyzwolenie na obrót gotówkowy rodzi pole do nadużyć. ZFP postulowało również wprowadzenie obowiązku raportowania danych kredytowych do instytucji nadzorczych, co miałyby poprawić przejrzystość rynku.

Podatek bankowy w odniesieniu do firm pożyczkowych

W wyniku poprawek wniesionych przez Senat do ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych, nowym obciążeniem fiskalnym zostaną objęte także firmy pożyczkowe. Stawka podatku jest identyczna jak w przypadku banków, SKOK-ów czy firm ubezpieczeniowych i wynosi 0,44% (0,0366% miesięcznie), przy czym podstawą opodatkowania jest nadwyżka aktywów powyżej 200 mln PLN dla całej grupy kapitałowej. Podatek będzie obowiązywał od lutego 2016 roku.

W uzasadnieniu objęcia instytucji pożyczkowych nowym podatkiem, parlamentarzyści bronili się stwierdzeniem o równości wszystkich podmiotów będących częścią rynku consumer finance. Z takim wyjaśnieniem nie zgodziły się organizacje branżowe. W opinii ekspertów Związku Firm Pożyczkowych, o ile objęcie podatkiem banków jest uzasadnione ich szczególną rolą w systemie finansowym i szczególnymi przywilejami, to firmy pożyczkowe nie są beneficjentami żadnych szczególnych przywilejów, co stwarza nierównowagę. W trakcie procesu konsultacji społecznych, ZFP proponował aby poziom aktywów wolnych od podatku został ustalony na poziomie co najmniej 500 mln PLN. W opinii Związku, niższa wartość mogłaby hamować rozwój małych i średnich firm w tym sektorze.

Po wprowadzeniu limitów kosztów, opłacalne będzie udzielanie pożyczek na kwotę ponad 1000 złotych lub na co najmniej trzy miesiące.

Firmy pożyczkowe zostaną objęte podatkiem bankowym. Podstawą będą aktywa powyżej 200 mln złotych, stawka wyniesie, podobnie jak w bankach, 0,44%.

Z naszych obliczeń wynika, że nowym podatkiem objęte zostaną tylko cztery podmioty. Łączne obciążenie fiskalne, obliczone na podstawie sprawozdań finansowych spółek z 2014 roku, wyniosłoby prawie 15 mln PLN. Skala podatku jest zatem nieporównywalnie niższa niż danina, którą zostaną obłożone banki. Najwięcej do budżetu musiałyby wpłacić Provident, którego wartość aktywów wyniosła 2,87 mld PLN na koniec 2014 roku. Firma miałaby obowiązek oddać 11,75 mln PLN, co stanowi 46,4% zysku netto. Należy przy tym zaznaczyć, że w sprawozdaniu Provident Polska SA i w rachunku segmentowym International Personal Finance wykazane są różne kwoty zysku. Biorąc pod uwagę kwotę wykazaną w sprawozdaniu grupy, podatek bankowy stanowiłby tylko 3% wyniku brutto. Drugi pod względem wartości aktywów Profi Credit byłby zmuszony uiścić 2,56 mln PLN. Kwota ta w relacji do zysku netto wynosi 3,7%. Zwracamy uwagę na fakt, że Profi Credit przechodził na przełomie 2014/2015 proces restrukturyzacji grupy. W związku z tym, w kalkulacji wykorzystaliśmy nieaudytowane dane za Q3 2015. W przypadku pozostałych firm wartość obciążenia fiskalnego nie miałaby istotnego przełożenia na wynik finansowy.

Podatkiem zostaną objęte cztery podmioty: Provident, Profi Credit, Vivus i Everest Finance. Łączne obciążenie sektora wyniesie niespełna 15 milionów złotych.

W sprawozdaniu Provident Polska SA i w rachunku segmentowym IPF wykazane są różne kwoty zysku. Biorąc pod uwagę zysk segmentu polskiego wykazany w sprawozdaniu grupy, podatek bankowy stanowiłby tylko 3% wyniku brutto.

Obciążenie nowym podatkiem

mln PLN	Provident Polska S.A.	Profi Credit Polska S.A.	Vivus Finance Sp. z o.o.	Everest Finance Sp. z o.o. Sp. K.
Przychody	1 602,8	318,2	250,2	102,2
Zysk netto	25,3	69,6	54,9	30,2
Wartość aktywów	2 871,1	782,5*	281,6	258,1
Kwota wolna od podatku		200,00		
Stawka podatku		0,44%		
Podstawa opodatkowania	2 671,1	582,4	81,6	58,1
Podatek bankowy w skali roku	11,75	2,56	0,36	0,26
% zysku netto	46,4%	3,7%	0,7%	0,8%

* Dane Profi Credit na koniec Q3 2015

Źródło: sprawozdania finansowe spółek za rok 2014

WARTOŚĆ I STRUKTURA RYNKU

Ostatnie 4-5 lat minęło pod znakiem bardzo gwałtownego wzrostu rynku pożyczkowego. Firmy ponosiły w tym czasie bardzo duże nakłady na reklamę budującą i utrwalającą świadomość poszczególnych marek. Według danych Admonit, Provident przeznacza na ten cel 20-25 milionów złotych kwartalnie. Podobną wysokość mają wydatki reklamowe Vivusa. Prognozy na kolejne lata mówią o wyhamowaniu dynamiki wzrostu przychodów. Widać również pierwsze oznaki zmiany struktury produktowej. Na znaczeniu zyskują długoterminowe pożyczki oferowane we wszystkich kanałach sprzedaży, a finansowanie krótkoterminowe coraz szybciej przenosi się do Internetu.

Ze względu na nieregulowany charakter rynku, wszelkie szacunki dotyczące jego wielkości i struktury są obarczone błędem. Według raportu Diagnoza Społeczna 2015, instytucje pożyczkowe finansują około 0,5% zadłużenia Polaków. Przyjmując, że wartość kredytów gospodarstw domowych to 622 mld złotych, portfel udzielonych pożyczek można szacować na ok. 3,3 mld złotych. Dużo wyższe wartości wynikają z raportów organizacji branżowych. Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych (KPF) podaje przedział 4,8 – 5,6 mld złotych (2014), natomiast dane Związku Firm Pożyczkowych (ZFP) za 2015 wskazują na 5,1 mld. Nasze oszacowanie (5,2 mld) jest zatem zbieżne z konsensusem branżowym.

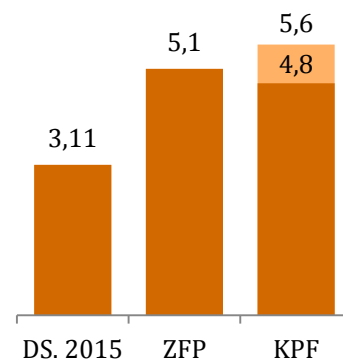
Przeciętna wartość pożyczki udzielonej przez przedsiębiorstwa ankietowane przez KPF wyniosła w I połowie ubiegłego roku 2.564 złote (+18% vs H2 2014). Coraz bardziej widoczna staje się preferencja firm do wydłużania czasu trwania długu. Aż 38% pożyczek udzielonych w badanym okresie miało co najmniej dwuletni termin zapadalności (+8pp vs H2 2014).

Segment online

Najbardziej dynamicznie rosnącym segmentem rynku są pożyczki udzielane całkowicie za pośrednictwem Internetu. Na początku 2014, roczna dynamika kategorii online wynosiła ok. +150%. Dominującą pozycję zbudowały w tym czasie firmy międzynarodowe. Zdecydowanym liderem jest Vivus, który według danych za pierwszą połowę 2015 udzielił pożyczek o wartości ok. 630 mln złotych. Liczba klientów przekroczyła milion, a udzielonych pożyczek – niespełna 3 miliony. Przychody spółki za 2014 zamknęły się kwotą 250 mln złotych (+142% r/r) przy zysku netto na poziomie 55 mln.

Konkurenci Vivusa notują równie imponujące dynamiki wzrostu, jednak ich polska działalność ma zdecydowanie mniejszą skalę. Istotnym podmiotem jest międzynarodowy holding Kreditech, istniejący zaledwie od 2012 roku. Spółka operuje na ośmiu rynkach, a w Polsce posiada kilka marek: Kredito24, Panda Money oraz Zaimo. Mają one około 20-25% udział w rynku chwilówek. Rzekomą przewagą Kreditechu jest weryfikacja klienta w oparciu o jego aktywność w portalach internetowych. Spółka buduje modele oceny ryzyka kredytowego w oparciu o kilkanaście tysięcy zmiennych. W innowacyjność Kreditechu wierzą inwestorzy – w ostatniej rundzie finansowania, spółka została wyceniona na 274 mln dolarów.

Udzielone pożyczki - 2015 (MPLN)



Źródło: Diagnoza Społeczna, Związek Firm Pożyczkowych, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych

Największe przedsiębiorstwa pożyczkowe co kwartał wydają 20-25 mln złotych na kampanie reklamowe.

Innowacje Kreditechu w zakresie metod scoringowych wzbudziły zainteresowanie inwestorów VC - spółka dopięła rundę finansowania wyceniającą całość biznesu na 274 mln USD.

Polski oddział Wonga w 2013 osiągnął 13,7 mln przychodów, natomiast rok później wartość ta wzrosła do 32,5 mln złotych. Dotychczas brytyjska spółka koncentrowała się wyłącznie na chwilówkach, jednak wraz ze zmianami legislacyjnymi planuje silniejsze wejście w segment dłuższych pożyczek ratalnych. Produkty 12-miesięczne, dotychczas dostępne jedynie dla stałych klientów, zostały w grudniu udostępnione wszystkim zainteresowanym.

Na rynku pożyczek online znajduje się grupa firm o przychodach nieprzekraczających 50-60 mln złotych. Znajdują się w niej NetCredit, SMS Kredyt, Lendon i Filarum. Popularność zyskują też przedsiębiorstwa oferujące pożyczki długoterminowe, o zapadalności dochodzącej do 2 lat. Są to m.in. Zaplo, Zaimo, Ferratum i InCredit.

Segment tradycyjny

Ze względu na wyższe bariery wejścia, segment pożyczkodawców tradycyjnych o zasięgu ogólnopolskim jest bardziej skonsolidowany, niż jego internetowy odpowiednik. Dominującą firmą jest Provident, udzielający średnio- i długoterminowych pożyczek ratalnych. Przychody spółki za 2015 w Polsce i Litwie wyniosą ok. 280 mln funtów, notując spadek w ujęciu rocznym. Szacujemy, że na sam rynek polski przypada 1,4-1,5 mld złotych. Wartość udzielonych pożyczek wynosi niespełna 2 mld złotych. Lider ma jednak wyraźny problem z pozyskiwaniem nowych klientów – ich liczba w 2015 minimalnie spadła. Udało się co prawda osiągnąć kilkuprocentowy wzrost liczby sprzedanych pożyczek, ale częściowo nastąpiło to wskutek „selektywnego złagodzenia polityki kredytowej”. Wskaźnik szkodowości (odpisy / przychody) oscyluje w okolicy 30%.

Drugie miejsce na rynku zajmuje Profi Credit, bazujący na ogólnokrajowej sieci oddziałów. Spółka w ostatnim raporcie rocznym (2014) wykazała przychody w wysokości 318 mln złotych i zadeklarowała udzielenie pożyczek o wartości 481 mln. Wstępne wyniki za 2015 są jeszcze bardziej optymistyczne. Profi Credit zadeklarował udzielenie pożyczek na kwotę 686 mln złotych (+38% r/r), przy aktywach wynoszących około 800 mln. Uwagę zwraca wysoka rentowność działalności, przekraczająca wyniki uzyskiwane przez firmy internetowe. Zysk netto wyniósł w 2014 prawie 70 mln złotych. Źródła wysokich marż można upatrywać w wysokiej średniej kwocie pożyczki (dochodzącej do 10 tys. złotych) i długim okresie kredytowania. Ponadto, Profi Credit jest przez klientów uważany za jednego z najdroższych pożyczkodawców na rynku.

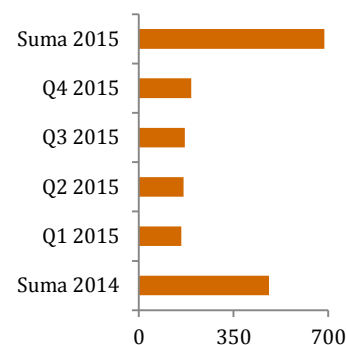
Wśród mniejszych podmiotów wyróżniają się Kredyty-Chwilówki oraz Bocian Pożyczki (należące do Everest Capital). Pierwsza spółka osiąga przychody w wysokości ok. 160 mln złotych, jednak działa na bardzo niskich marżach (2,5% netto za 2013). Wraz ze zmianą regulacyjną może ona zacząć przynosić straty i stać się obiektem przejęcia dla konkurentów rynkowych. Nadchodzący rok będzie również sporym wyzwaniem dla Bociana. Spółka powielala dotychczas model biznesowy Providenta, sprzedając pożyczki za pośrednictwem wizyt domowych. Bocian posiada 1400 agentów terenowych oraz jeden z najbardziej zaawansowanych systemów informatycznych w kraju. W ostatnich miesiącach

Międzynarodowy gigant pożyczkowy – Wonga – na rynku polskim zdecydowanie ustępuje Vivusowi.

Provident PL/LT - Wyniki H1 2015	
Klienci	851 tys. (-0,2% r/r)
Udzielony kredyt	1,07 mln PLN (+6,2% r/r)
Średni stan należności	1,66 mln PLN (+6,0% r/r)
Przychody	813 mln PLN (-3,3% r/r)

Źródło: sprawozdanie H1 2015

Profi Credit – kwota pożyczek
[MLN PLN]



Źródło: komunikaty prasowe

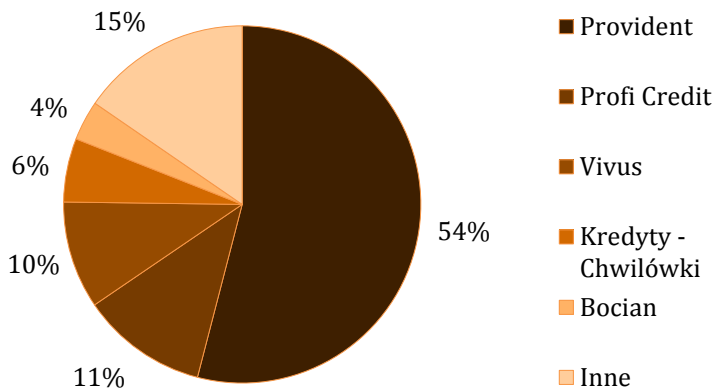
spółka wyemitowała dług notowany na Catalyst (nominał 50 mln złotych) oraz przeprowadziła trzy prywatne emisje obligacji. Przychody za 3 kwartały 2015 zamknęły się kwotą 96 mln złotych, niemalże wyrównując poziom osiągnięty w całym 2014.

Udziały rynkowe

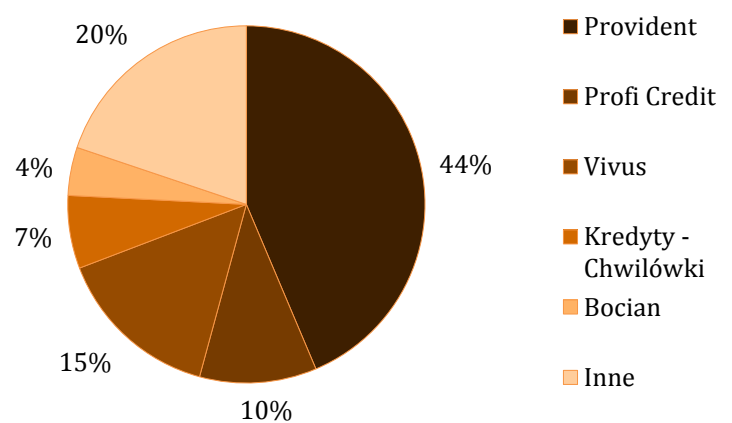
Spojrzenie na pozycję konkurencyjną firm pożyczkowych ujawnia problemy rynkowego lidera. W przeciwieństwie do większości podmiotów z sektora, polski Provident prawdopodobnie zanotuje w 2015 ujemną dynamikę przychodów. Udział rynkowy spadnie poniżej 50% (przychody) i 40% (udzielone pożyczki). Bardzo szybko rosną najwięksi konkurenci w każdym z modeli biznesowych. Polski oddział Vivusa pozostaje jednym z najbardziej dynamicznych w całej grupie, zwiększając wolumen pożyczek i przychody o 30-40%. Profi Credit co kwartał udziela ponad 160 mln złotych nowych pożyczek, osiągając drugi co do wielkości zysk netto w branży. Ambitnych planów rozwoju może nie zrealizować Bocian (Everest). Prognoza Spółki zakładała przychody na poziomie 180 mln złotych (102 mln w 2014), ale po trzech kwartałach wyniosły one 97 mln. Wiele wskazuje na to, że Bocian urośnie „zaledwie” o 30%.

Provident traci udział w rynku na rzecz swoich głównych konkurentów – Vivusa i Profi Credit.

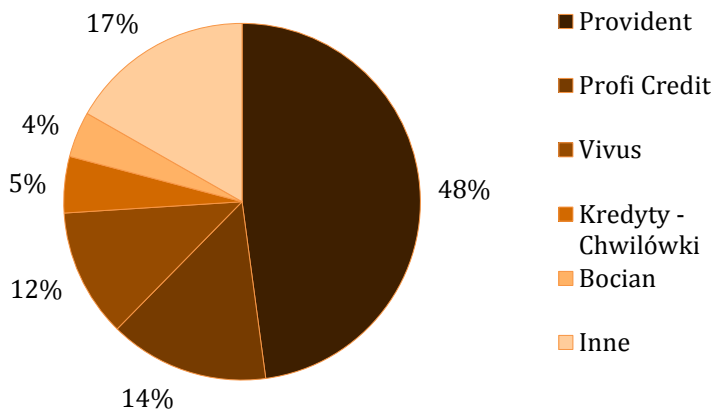
UDZIAŁ RYNKOWY (PRZYCHODY 2014)



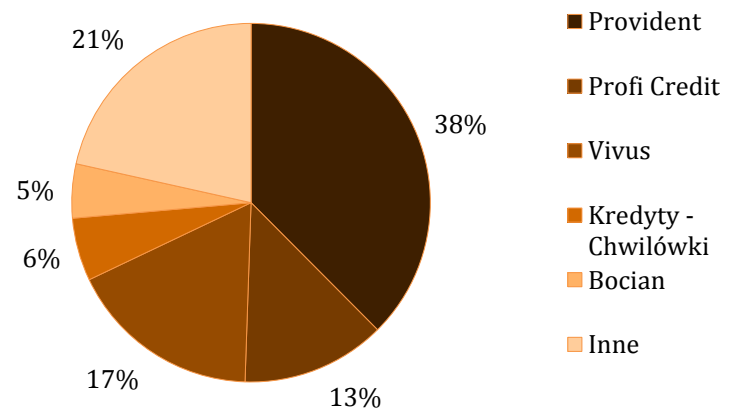
UDZIAŁ RYNKOWY (WARTOŚĆ POŻYCZEK 2014)



UDZIAŁ RYNKOWY (SZACUNKOWE PRZYCHODY 2015)



UDZIAŁ RYNKOWY (SZACUNEK WARTOŚCI POŻYCZEK 2015)



DŁUG SEKTORA POŻYCZKOWEGO

Wśród największych podmiotów działających na polskim rynku pożyczkowym przeważają spółki należące do międzynarodowych grup kapitałowych. Ich finansowanie pochodzi zazwyczaj z dwóch źródeł. Na poziomie jednostkowym często dokonywana jest emisja obligacji w PLN, opcjonalnie wprowadzana na Catalyst. Z takiego rozwiązania skorzystały się m. in. International Personal Finance oraz Ferratum. Dodatkowo, spółka-matka samodzielnie emituje dług denominowany w euro lub dolarach. Jego rentowność może jednak znacząco odbiegać od obligacji notowanych w Polsce.

Przykładem takiej sytuacji jest Provident. Wprowadzone na Catalyst papiery serii IPP0620 notowane są z premią 440bps (do MS). Zagraniczne obligacje IPF denominowane w euro ulegają obecnie gwałtownemu osłabieniu, osiągając YTM na poziomie 875bps. Powodem różnicy jest relatywnie dobra kondycja polskiego oddziału – Provident zarobił w 2014 roku 71 mln funtów brutto i utrzyma dodatni wynik nawet po zmianach regulacyjnych. Sytuacja grupy kapitałowej jako całości jest dużo trudniejsza. W obliczu ofensywy legislacyjnej na Słowacji, opłacalność modelu biznesowego tamtejszego Providenta stanęła pod znakiem zapytania. Działalność na rynku meksykańskim wciąż jeszcze znajduje się we wczesnej fazie rozwoju. Przy tak dużej dźwigni finansowej i ryzyku regulacyjnym, margines błędu jest niewielki – stąd też biorą się obawy obligatariuszy.

Drugim z międzynarodowych podmiotów, którego dług został wprowadzony na Catalyst, jest grupa Ferratum. Jej działalność w Polsce nie stanowi dominującej części przychodów. Jednocześnie wierzycelności polskiego Ferratum są gwarantowane przez grupę, co sugerowałoby zbieżność rentowności. Bieżąca premia na Catalyst jest jednak wyraźnie wyższa, niż w przypadku euroobligacji.

Premia zawarta w wycenie obligacji polskiego IPF jest o kilkaset punktów bazowych niższa, niż w euroobligacjach spółki-matki.

Zysk brutto IPF według kraju [2014, MLN GBP]	
Polska / Litwa	71
Czechy / Słowacja	24,3
Węgry	24
Rumunia / Bułgaria	4,9
Meksyk	16,5
Hiszpania	-2
Koszty UK	-15,2

Wskaźniki zadłużenia wybranych podmiotów

Dane w MPLN	Everest Finance (Bocian Pożyczki)	IPF (Provident - grupa)	Ferratum (grupa)	4Finance (Vivus - grupa)
Dane za okres	9M 2015	HY 2015	HY 2015	9M 2015
Aktywa	324,4	5 738,1	581,2	1795,9
Przychody TTM	127,9	4 404,9	425,0	1 210,7
EBITDA TTM	38,6	692,1	59,3	418,8
Rentowność netto	31%	9%	12,7%	16%
Dług netto	83,2	3 034,2	132,9	971,9
Dług netto / EBITDA	2,16	3,10	2,20	2,32
Szkodowość (odpisy / przychody)	22%	28%	31%	25%
Kapitał / dług netto	123%	67%	238%	70%
EBITDA / odsetki	6,66	3,8	3,49	3,70
Marża w emisji	MS + 500bps	PLN: MS + 425 bps EUR: fix 575bps	PLN: MS + 650bps EUR: fix 800bps	USD: fix 1175bps
Discount margin (lub YTM dla zagr.)	Od 680 do 730bps	PLN: 620 bps EUR (YTM): 875bps	PLN: 700bps EUR (YTM): 424bps	USD (YTM): 1170bps

Catalyst: notowania obligacji firm pożyczkowych

Emitent	Seria	Nominał [mln PLN]	Kurs	YTM	Z-spread	Discount Margin	Zero-DM
CAPITAL SERVICE	CSV0217	2,88	100,78	8,7%	7,0%	-	-
EUROCENT	ERC0617	1,80	102,00	6,9%	5,3%	-	-
EUROCENT	ERC0916	2,00	101,00	7,3%	5,7%	-	-
EVEREST CAPITAL	EVC0418	30,00	99,00	-	-	7,3%	5,5%
EVEREST CAPITAL	EVC1118	20,00	99,95	-	-	6,8%	5,0%
FERRATUM	FRR0517	20,50	101,70	-	-	7,0%	5,2%
IPF INVESTMENTS	IPP0620	200,00	99,50	-	-	6,2%	4,4%
MIKROKASA	MKR0417	1,72	98,80	9,9%	8,3%	-	-
MIKROKASA	MKR0517	1,50	97,00	10,3%	8,6%	-	-
MIKROKASA	MKR0617	1,01	99,73	8,8%	7,1%	-	-
MIKROKASA	MKR0916	2,00	99,90	9,5%	7,9%	-	-
MIKROKASA	MKR0917	1,00	97,20	9,8%	7,9%	-	-
MIKROKASA	MKR1016	2,42	98,90	11,0%	9,3%	-	-
MIKROKASA	MKR1116	2,00	99,50	9,7%	8,1%	-	-
SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,01	100,20	8,9%	6,7%	-	-
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,06	100,00	-	-	9,4%	7,7%
WIERZYCIEL	WRL0516	2,00	95,10	25,2%	22,8%	-	-

Źródło: GPW Catalyst, szacunki własne

Większość serii notowanych na warszawskim rynku to papiery niewielkich spółek o wartości nominalnej nieprzekraczającej 5 mln złotych. Emitenci z tej grupy osiągają roczne przychody w wysokości kilkunastu – kilkudziesięciu milionów. Wpływy z obligacji są przeznaczane na rozwój akcji pożyczkowej bądź poszerzenie zasięgu sieci oddziałów. Mimo niewielkiej skali działalności, emitenci osiągnęli dotychczas zadowalającą rentowność i z powodzeniem realizowali programy rozwojowe. Nie występowały również istotne problemy z obsługą zadłużenia. Sprzyjające warunki rynkowe przyczyniły się do obniżenia wskaźników dług netto / EBITDA do akceptowalnych poziomów. W przypadku Capital Service i Eurocenta sugerują one wręcz możliwość zwiększenia finansowania. Z drugiej strony, zadłużenie kapitału własnego u małych emitentów już teraz jest wysokie. Do wskaźników dochodowych należy podchodzić z rezerwą. W oblicz zmian regulacyjnych, przyszłe wyniki operacyjne mogą ulec dużej zmianie.

Z grona polskich emitentów wyróżnia się Everest Finance, do której należy marka Bocian Pożyczki. Spółka przeprowadziła w Q4 2015 trzy emisje obligacji na łączną kwotę 45 mln złotych. Na Catalyst jest również notowana seria EVC0418 o nominale 30 mln. Everest działa w zbliżonym modelu biznesowym do Providenta i osiąga roczną dynamikę przychodów na poziomie ponad 20%. Wskaźniki zadłużenia obliczone na koniec września 2015 wskazują na poprawną sytuację spółki. Po uwzględnieniu nowych emisji (suma 45 mln, z czego 20 mln na refinansowanie), DN/EBITDA wyniesie ok. 2,8. Proporcja zadłużenia odsetkowego i kapitału własnego znajdzie się blisko parytetu.

Dług netto / EBITDA	
Capital Service	1,43
Eurocent	0,5
Mikrokasa	2,69
SMS Kredyt	3,31

Kapitał / dług netto	
Capital Service	67%
Eurocent	209%
Mikrokasa	59%
SMS Kredyt	76%

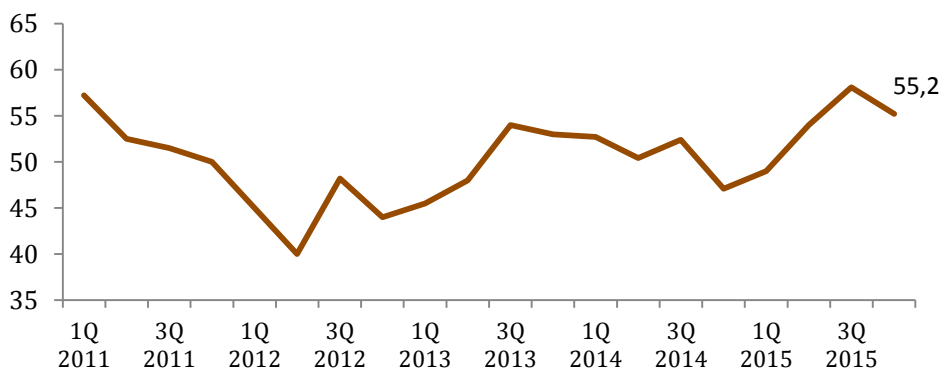
Everest przeprowadził w Q4 2015 emisje obligacji na łączną kwotę 45 mln złotych, zachowując przy tym akceptowalne wskaźniki zadłużenia.

PROFIL KLIENTA FIRM POŻYCZKOWYCH

Według Diagnozy Społecznej 2015, odsetek gospodarstw domowych w Polsce posiadających kredyty i pożyczki wyniósł w 2015 roku 34%, co daje około 4,6 mln zadłużonych gospodarstw domowych. Od 2009 roku obserwujemy wyraźny trend spadkowy wśród gospodarstw deklarujących zadłużenie. Analizując źródło zadłużenia na przestrzeni lat 2000-2015 można zauważyć wzrastającą tendencję do korzystania z usług banków. W 2015 roku aż 94% zadłużonych gospodarstw korzystało z finansowania bankowego. Spada natomiast odsetek gospodarstw zadłużonych w innych instytucjach (pośrednicy ratingowi i firmy pożyczkowe) oraz u osób prywatnych.

Barometr Rynku Consumer Finance KPF-IRG SGH obrazujący perspektywy zadłużania się gospodarstw domowych spadł z 58,1 do 55,2 punktów w IV kwartale 2015 roku. Trzeci z kolei odczyt powyżej poziomu 50 pkt oznacza spodziewany wzrost rynku kredytów i pożyczek konsumenckich w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Indeks koniunktury na rynku consumer finance

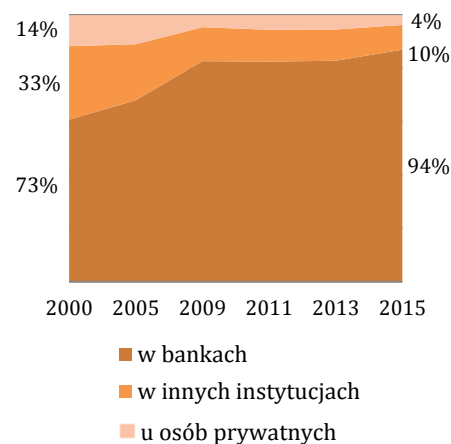


Źródło: KPF – IRG SGH

Pomimo spadku ogólnego odsetka zadłużenia, wartość zobowiązań gospodarstw domowych z tytułu kredytów i pożyczek względem banków stale rośnie i na koniec 3 kwartału 2015 roku wyniosła ponad 622 mld PLN. W ciągu ostatnich 5 lat kwota ta zwiększyła się prawie o 50% z 420 mld PLN. Wartość kredytów mieszkaniowych przekroczyła poziom 376 mld PLN. W przeciągu pięciu lat ich udział wzrósł o 6pp i wynosi obecnie 61% w strukturze zadłużenia gospodarstw domowych. Wartość bilansowa kredytów konsumpcyjnych sięga 138 mld PLN przy spadku udziału z 29% do 22% w ostatnich pięciu latach.

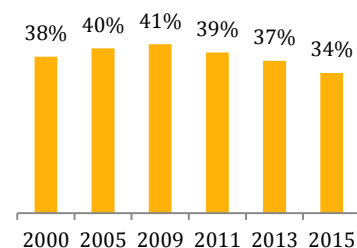
Według ankiety NBP dotyczącej przyszłej zmiany polityki kredytowej, część banków zaostrzyła w ostatnich kwartałach warunki udzielania kredytu konsumpcyjnego. Głównymi przyczynami były decyzje RPP w zakresie polityki pieniężnej oraz ograniczanie kredytów klientom potencjalnie bardziej ryzykownym. Dodatkowo, od czterech kwartałów obserwuje się wzrost kosztów pozaodsetkowych kredytu. W dalszym ciągu banki spodziewają się znacznego wzrostu popytu na kredyt konsumpcyjny.

Struktura zadłużenia Polaków



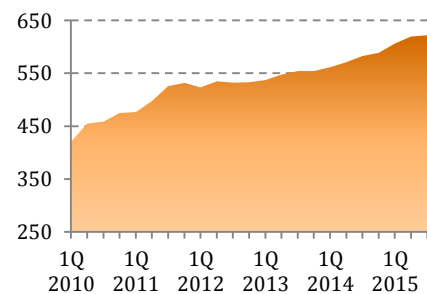
Źródło: NBP

Odsetek Polaków posiadających kredyt / pożyczkę



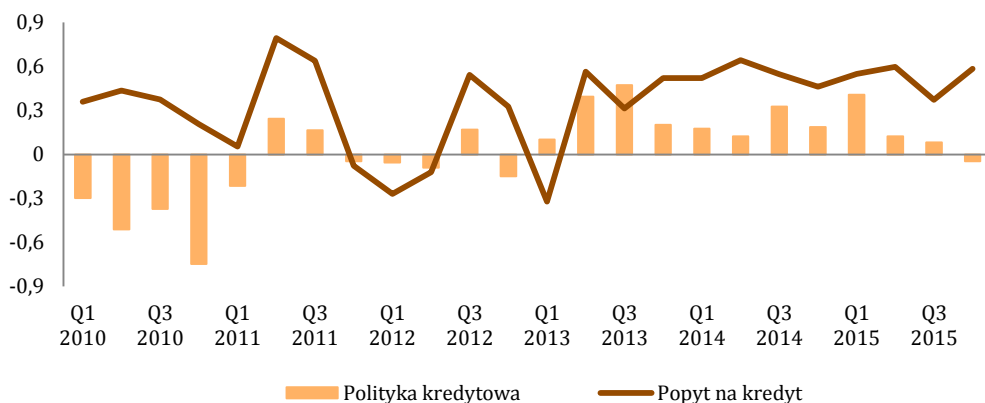
Źródło: Diagnoza Społeczna 2015

Zobowiązania GD z tytułu kredytów i pożyczek



Źródło: NBP

Zmiana polityki kredytowej banków w obszarze kredytu konsumpcyjnego



Źródło: NBP

Źródła finansowania klientów firm pożyczkowych



Źródło: BIK

Historia kredytowa klientów firm pożyczkowych pokazuje, że 79% z nich posiada dodatkowo czynny kredyt w banku. Kolejne 10% stanowią osoby, które zaciągnęły kredyt w przeszłości. Strukturę uzupełnia 10% grupa klientów posiadająca tylko pożyczki. Zbiór ten jest szczególnie interesujący – co szósta osoba należy do przedziału wiekowego 18-24. Osoby w wieku 25-34 stanowią kolejne 24%. Zwracamy uwagę na fakt, że wniosek o kredyt bankowy złożył co drugi przedstawiciel najmłodszej grupy. "Wykluczenie" klientów w wieku 18-24 przez banki pokazuje istniejącą barierę w dostępności kredytu konsumpcyjnego dla tej grupy. Po odrzuceniu wniosku o kredyt w banku, młodzi klienci kierują swoje kroki właśnie do firm pożyczkowych. W segmencie osób, które obecnie mają pożyczki, a wcześniej korzystały z finansowania kredytem, ponad 50% pożyczkobiorców stanowią klienci do 34 roku życia. Istnienie tego segmentu można powiązać z występowaniem dużego popytu na dług o niskiej wartości (do 1000zł) i krótkiej zapadalności (do 30 dni). Dobra historia kredytowa nie ma tutaj znaczenia - polskie banki po prostu nie oferują tego typu finansowania. Klienci korzystają więc z usług firm pożyczkowych.

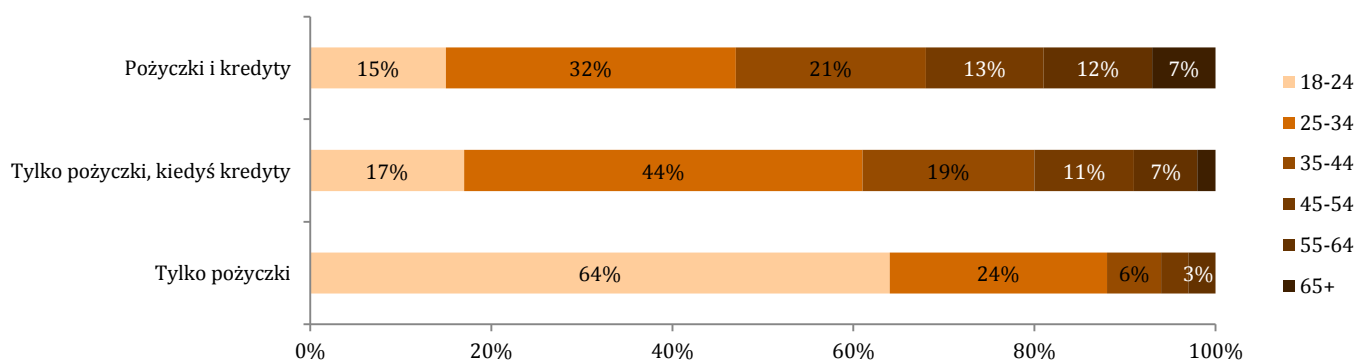
Cel zaciągnięcia pożyczki



Źródło: BIK

Polskie gospodarstwa domowe najczęściej wykorzystują pożyczone środki do sfinansowania remontu bądź bieżącej konsumpcji (odpowiednio 53% i 39%). Spłata długów znajduje się na trzecim miejscu z wynikiem 31%. Jest to szczególnie niebezpieczne zjawisko – rolowanie zobowiązań przy tak dużych kosztach często powoduje tzw. spiralę zadłużenia. Jej końcowym efektem jest całkowita utrata zdolności do obsługi zadłużenia przez pożyczkobiorcę.

Źródła finansowania klientów firm pożyczkowych według wieku



Źródło: BIK

SEGMENT SOCIAL LENDING – POTENCJALNA PRZYSZŁOŚĆ RYNKU POLSKIEGO?

Pożyczki społecznościowe (ang. peer-to-peer lending) umożliwiają udzielanie pożyczek między osobami fizycznymi za pomocą serwisów internetowych, bez pośrednictwa instytucji finansowych. Osoby chcące zaciągnąć pożyczkę, po wcześniejszej weryfikacji, zgłaszają w serwisie kwotę oraz parametry pożyczki (oprocentowanie, liczbę rat, termin spłaty) i wystawiają akcję, gdzie inwestorzy mogą złożyć ofertę by udzielić pożyczki w danemu użytkownikowi. Dzięki zminimalizowaniu kosztów pośrednictwa serwisy pożyczkowe mogą zaoferować korzystniejsze oprocentowanie pożyczek niż banki czy firmy pożyczkowe. Same zaś czerpią zyski na prowizjach i opłatach pobieranych od pożyczkobiorców.

Rynek pożyczek społecznościowych w Polsce w dalszym ciągu jest słabo rozwinięty. Pierwsze serwisy tego typu pojawiły się w 2008 roku i od tego momentu udzieliły pożyczek o wartości prawie 300 mln PLN. Dynamika wzrostu jest jednak coraz słabsza. W całym 2015 roku wartość pożyczek udzielonych w kanale peer-to-peer wynosiła ok. 25 mln PLN.

Jednym z najpopularniejszych polskich serwisów p2p jest kokos.pl, który od początku istnienia pośredniczył w realizacji pożyczek o wartości 133 mln PLN. Pożyczkobiorcy najczęściej oferują oprocentowanie w wysokości 8-10% w skali roku. Statystyki spłacalności nie świadczą dobrze o opłacalności takiej inwestycji – 15,4% udzielonych pożyczek jest windykowanych, a 5,6% ma opóźnienie w spłacie.

Dla porównania w Wielkiej Brytanii, która jest ojczyzną social lendingu, serwisy zrzeszone w P2P Finance Association udzieliły pożyczek na łączną kwotę 3,7 mld GBP, z czego 2,1 mld GBP przypadło na sektor małych i średnich przedsiębiorstw. Cały rynek charakteryzuje się średnioroczną stopą wzrostu wynoszącą ponad 100% i zaczyna być porównywalny do rynku firm pożyczkowych.

ZASTRZEŻENIE

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności dane pochodzące ze strony <https://gpwcatalyst.pl/>), jednak NWAJ Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółek oraz ich obligacji, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia.

NWAJ Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe, do których niniejszy dokument może nawiązywać.