

8/2016/FU (92) 24 lipca, 2016

Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

Analitik: Jakob Viscardi

Action

Sektor: IT – dystrybutorzy sprzętu
 Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (↓) **Bloomberg:** ACT PW
 Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (→) **Średni obrót dzienny:** 0,08 mln US\$
 Kurs: 9,00 PLN **Free float:** 43%
 12M EFV: 7,5 PLN (↓) **12M przedział kursowy:** 9,00-39,50 PLN

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Z powodu licznych wewnętrznych problemów i spowolnienia rynku od I kwartału 2015 roku wyniki Spółki zaczęły się pogarszać. W efekcie zarząd Action w ub. roku dwukrotnie obniżał znacząco swoje prognozy, by ostatecznie je odwołać. Ze względu na słabe wyniki za I kw. 2016 oraz ogłoszone słabe dane sprzedaży za II kwartał w połączeniu z oczekiwaną przez nas kontynuacją niekorzystnych trendów rynkowych w II połowie br. obniżyliśmy prognozy zysku dla Spółki na 2016 rok i lata następne. Dodatkowo nasze prognozy zmalały po uwzględnieniu oczekiwań odnośnie utworzenia rezerwy (39,7 mln zł) na zaległości podatkowe VAT, prawdopodobnie w III i IV kw. br.

Wspomniane zmiany prognoz w połączeniu z włączeniem do wyceny ewentualnego wpływu gotówki na zapłatę zaległości podatkowych w wysokości 79,4 mln zł spowodowały duży spadek naszej 12-miesięcznej wyceny walorów Spółki. Pomimo masywnej wyprzedaży akcji Spółki na GPW w ciągu kilku ostatnich dni obniżamy naszą długoterminową rekomendację fundamentalną do Sprzedaj (poprzednio Trzymaj) biorąc pod uwagę (i) pojawienie się fundamentalnego potencjału spadkowego względem walorów Spółki oraz (ii) możliwe dalsze kontrole skarbowe, które mogą (co nie jest jednak przesądzone) skutkować kolejnymi niekorzystnymi decyzjami US.

Nie można również zapominać o wskaźniku dług netto/krocząca 12M EBITDA na poziomie 6x. Zakładając w 2016 silne operacyjne przepływy pieniężne w wysokości 98 mln zł (wynikające z dalszego spadku sprzedaży i uwolnienia kapitału obrotowego) prognozujemy na koniec 2016 roku wskaźnik dług netto/EBITDA rzędu 4,4x (6,9x po uwzględnieniu zapłaty zaległości podatkowej VAT). Każda kolejna niekorzystna decyzja Urzędu Skarbowego przełoży się na coraz bardziej napięty bilans Spółki i coraz więcej wątpliwości może budzić kondycja Action. Oczekując słabych wyników finansowych za II kw. 2016 roku podtrzymujemy krótkoterminową rekomendację relatywną Niedoważaj.

Możliwe rezerwy na zaległy VAT

Action poinformował o możliwości utworzenia rezerwy na zaległości VAT. Według decyzji US w Olsztynie i Warszawie Spółka ma do zapłacenia odpowiednio 22,6 mln zł i 36 mln zł zaległego VAT z odsetkami (odpowiednio za okres lipiec 2011 – styczeń 2012 i styczeń-luty 2013). Łączne rezerwy na te zaległości podatkowe odpowiadające 50% wartości roszczeń z odsetkami mogą sięgnąć 39,7 mln zł, czyli 2,4 zł na akcję. Action odwoła się od obu decyzji. Jeśli odwołanie zostanie odrzucone, Spółka będzie musiała utworzyć wspomniane rezerwy, które

Skorygowane zyski

Zyski w 2016 nie uwzględniają wpływu rezerw utworzonych na zapłatę zaległości podatkowych VAT.

Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane		2015	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż	mln PLN	5 312,1	4 160,4	4 493,1	4 819,5
EBITDA	mln PLN	48,2	-7,2	46,2	56,1
Skor. EBITDA	mln PLN	87,9	32,5	46,2	56,1
EBIT	mln PLN	35,0	-22,2	30,9	40,4
Skor. EBIT	mln PLN	74,7	17,5	30,9	40,4
Zysk netto	mln PLN	18,6	-28,9	19,3	27,4
Skor. Zysk netto	mln PLN	58,3	9,2	19,3	27,4
Skor. EPS	PLN	3,4	0,5	1,1	1,6
Skor. zmiana EPS r/r	%	-72,7	-50,5	109,7	41,9
FCFF	mln PLN	40,3	90,6	18,9	24,9
Dług netto	mln PLN	210,9	144,3	131,7	122,4
Skor. P/E	x	8,2	16,6	7,9	5,6
Skor. P/CE	x	4,8	6,3	4,4	3,5
Skor. EV/EBITDA	x	7,5	9,1	6,2	4,9
Skor. EV/EBIT	x	10,4	16,9	9,2	6,8
Stopa dywidendy brutto	%	10,9	11,1	0,0	6,3
DPS	PLN	1,0	1,0	0,0	0,6
Liczba akcji na koniec okresu	mln	17,0	17,0	17,0	17,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I poł. 2016: 29 sierpnia
2. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2016: 14 listopada

Katalizatory

1. Stabilny wzrost popytu na rynku IT
2. Szybszy od oczekiwań rozwój podmiotu zależnego Action Europe GmbH
3. Upadłość innych dystrybutorów sprzętu IT
4. Stabilizacja kursów walutowych
5. Wejście na nowe zagraniczne rynki i w nowe obszary działania
6. Dalsze fuzje i przejęcia
7. Wycofanie się Tech Data z polskiego rynku

Czynniki ryzyka

1. Konieczność zapłaty 79,4 mln zł zaległości podatkowej VAT
2. Nowa decyzja US w kwestii zaległości podatkowej
3. Wolniejszy niż oczekiwano wzrost nakładów na IT
4. Spadek rentowności spowodowany agresywną wojną cenową na polskim rynku
5. Zmienność kursów walutowych
6. Wolniejsze niż oczekiwano tempo rozwoju podmiotu zależnego Action Europe GmbH

uwzględniamy w naszych prognozach wyników finansowych Spółki. Spodziewamy się, że rezerwy zostaną utworzone w III i IV kw. 2016 roku.

Łączna wartość roszczeń włącznie z odsetkami może osiągnąć 79,4 mln zł, czyli 4,7 zł na akcję Spółki. W naszych wycenach (metodą DCF i porównawczej) uwzględniamy łączną wartość potencjalnego wypływu gotówki. Natomiast w przypadku braku obowiązku zapłaty zaległości, powstanie znaczący potencjał wzrostu względem naszej wyceny.

Prognozy finansowe

Zważywszy na (i) znacznie słabsze od oczekiwań wyniki Spółki za I kw. 2016 roku oraz (ii) opublikowane słabe dane o sprzedaży w II kwartale (które mają niestety szanse utrzymać się w II połowie roku) obniżamy prognozy sprzedaży na rok 2016 i następane lata. Dodatkowo znacząco obniżyliśmy prognozy zysków na 2016 i lata następne biorąc pod uwagę (i) oczekiwania słabych wyników za II kw. 2016, (ii) utrzymujące się trudne warunki rynkowe, których kontynuację zakładamy w II połowie roku, (iii) wewnętrzne problemy Spółki (m.in. trudne do określenia efekty trwającej restrukturyzacji) oraz (iv) wysokie ryzyko utworzenia rezerw na potencjalne zaległości VAT prawdopodobnie w III i IV kw. br., naszym zdaniem.

Oczekiwania wyników finansowych za II kw. 2016 roku

29 sierpnia Action poda swoje wyniki finansowe za II kw. 2016 roku. Zważywszy na strukturalne problemy Spółki i wymagającą sytuację na rynku oczekujemy wyjątkowo słabych wyników finansowych w omawianym okresie.

Według raportu bieżącego Spółki opublikowanego 18 lipca, przychody w II kw. 2016 r. spadły o 35% r/r do 750 mln zł pod negatywnym wpływem (i) celowego ograniczenia mniej zyskowej sprzedaży, (ii) niższej sprzedaży eksportowej w ujęciu rok-do-roku, (iii) nasycenia polskiego rynku (duże zapasy u sprzedawców detalicznych) oraz (iv) braku nowych produktów mogących ożywić sprzedaż. Z drugiej strony zakładamy pozytywny wpływ na sprzedaż wynikający z rozwoju spółki zależnej Action Europe.

Ze względu na korzystne zmiany w strukturze sprzedaży Spółki (głównie celowego ograniczenia mniej zyskowej sprzedaży) prognozujemy niewielki, bo 0,3pp wzrost marży zysku brutto na sprzedaży do 6,2%. Natomiast pod wpływem silnego negatywnego efektu dźwigni operacyjnej oczekujemy spadku EBITDA i zysku operacyjnego odpowiednio do 6,4 mln zł (-35% r/r) i 2,7 mln zł (-58% r/r). Spodziewamy się utrzymania kosztów finansowych netto na poziomie z I kw. br. i prognozujemy 0,5 mln zł zysku brutto (-88% r/r). Zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie 19% (7,4% w II kw. 2015) i 1,0 mln zł straty akcyj. mniejszościowych prognozujemy w II kw. 2016r. 1,4 mln zł zysku netto (-67% r/r).

Wycena

Zmiany naszych prognoz finansowych i włączenie ewentualnego wypływu gotówki w związku z zaległościami podatkowymi w połączeniu z przesunięciem do przodu horyzontu wyceny skutkują obniżeniem 12-miesięcznej wyceny metodą DCF o 40% do 9,4 zł na akcję (poprzednio 15,7 zł). Porównanie do zagranicznych i krajowych spółek wskazuje na wycenę 1 akcji Spółki w wysokości 5,7 zł. Nasza docelowa 12-miesięczna wycena będąca złożeniem wyceny metodą DCF i wyceny porównawczej w stosunku 50%/50% spada ostatecznie o 52% do 7,5 zł na akcję.

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Skorygowana marża odsetkowa netto – Marża odsetkowa netto, w której wynik netto z odsetek został skorygowany o wynik z wyceny punktów SWAP.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Sprzed odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji i pozostałych kosztów operacyjnych do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „poniżej standardu”, „wątpliwe”, lub „stracone”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami celowymi.

Rezerwy celowe – Rezerwy utworzone przez bank na pokrycie ryzyka związanego z działalnością kredytową.

Rezerwa na ryzyko ogólne – Rezerwa, jaką mogą tworzyć banki na pokrycie ryzyk nie objętych rezerwami celowymi.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanyymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Maciej Guzek
tel.: +48 (22) 504 32 27
m.guzek@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
Dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Surowce, deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, Dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Michał Stalmach
(Budownictwo, energetyka)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ).

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy o udostępnianie rekomendacji sporządzonych przez DM BOŚ lub innej umowy zawierającej zobowiązanie DM BOŚ do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom DM BOŚ w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora DM BOŚ. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w siódmym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W DM BOŚ obowiązuje regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM BOŚ, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Niniejsze opracowanie stanowi tłumaczenie pełnej lub skróconej wersji raportu, który sporządzono w języku angielskim.
W razie rozbieżności językowych rozstrzyga wersja angielska.
Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie www.bossa.pl.

Copyright © 2016 by DM BOŚ S.A.

Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104