

Warszawa, 14 lutego 2013 r.

Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA



Piotr Rzeźniczak,
Szef Zespołu Inwestycji Legg Mason
Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA

Szanowni Państwo,

Za nami rok 2012. Poniżej przedstawiamy wyniki inwestycyjne oraz skład portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowany Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wycena certyfikatu inwestycyjnego wzrosła o 12,9% wobec wzrostu indeksu szerokiego rynku WIG o 26,2%. Na koniec grudnia 2012 r. wartość certyfikatu wyniosła 1 113,31 zł.

Inwestycje, które podniosły wartość certyfikatu.

W roku 2012 pozytywnie na wynik funduszu wpłynęły następujące spółki: Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Instal Kraków SA, Comarch SA, Presco Group SA, OMV AG oraz w mniejszym stopniu Elektrotrim SA, Prochem SA, Pelion SA i Emperia Holding SA.

Mijający rok był niezwykle udany dla największego ubezpieczyciela na polskiej giełdzie – **PZU**. Kurs jego akcji wzrósł o 48,7% (wliczając wypłaconą dywidendę), natomiast pozytywny wpływ tej inwestycji na wycenę certyfikatu funduszu wyniósł ok. 4,8 punktu procentowego. Spółka opublikowała rekordowe zyski, które miały dwa główne źródła. Po pierwsze dynamicznie spadające rynkowe stopy procentowe w Polsce podniosły wartość ogromnego portfela obligacji znajdujących się w posiadaniu PZU. Po drugie spółka utrzymuje wysoką rentowność z działalności w obszarze ubezpieczeń na życie, gdzie jej pozycja rynkowa jest wyjątkowo silna.

Drugi największy, pozytywny wpływ na wynik funduszu miała spółka **Instal Kraków**. Stopa zwrotu z inwestycji w jej akcje sięgnęła +44%. Pozytywny wpływ na wycenę certyfikatu funduszu wyniósł ok. +3,8 punktu procentowego.

Rok 2012 był kolejnym znakomitym okresem dla Instal. Spółka znakomicie radzi sobie na lokalnym rynku deweloperskim i nie przestaje zadziwiać swoją zdolnością do generowania gotówki. Z końcem ubiegłego roku Instal notowany był niezwykle tanio, za pięciokrotność swoich zysków, oraz za 80% posiadanego majątku. Spółka nie wykazywała zadłużenia, co jest ewenementem w tej branży.

Stopa zwrotu z akcji spółki **Comarch** wyniosła wraz z dywidendą +34,8%. Inwestycja ta dodała do wyniku całego funduszu w 2012 roku ok. 3,4 punktu procentowego.

Spółka bardzo dobrze radzi sobie zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Klimat spowolnienia gospodarczego z jednej strony ogranicza wydatki inwestycyjne, z drugiej strony skłania klientów do poszukiwań nowych, bardziej ekonomicznych rozwiązań, których producentem jest Comarch. Spółka z sukcesami realizuje strategię w zakresie oferowania swoim klientom rozwiązań w tzw. chmurze¹. Dodatkowo spółce sprzyja strukturalny trend cyfryzacji gospodarek, administracji i ogólnie życia społecznego. Ważne jest, że Comarch pozostaje atrakcyjnie wycenioną spółką bez zadłużenia netto². Na koniec 2012 roku notowany był za ok. 14-krotność swoich zysków, a z perspektywy majątku na poziomie swojej wartości księgowej.

Kolejną spółką z portfela, która dodała wartości do wyniku funduszu w 2012 roku było **Presco**. Kurs jej akcji wliczając dywidendę wzrósł o 40,9%, co przyczyniło się do wzrostu wartości certyfikatu funduszu o ok. 2,7 punktu procentowego.

Spółka z sukcesem zainwestowała środki pozyskane w ramach pierwszej oferty publicznej z 2011 roku oraz późniejszych emisji obligacji. Zyski Presco z wielokrotności się i szacuje się, że powinny wynieść ok. 23 mln PLN w całym 2012 roku. Przy wartości rynkowej spółki

¹ Zamiast sprzedawać klientom „czyste” oprogramowanie spółka daje możliwość korzystania z niego „zdalnie” z serwerów Comarch, znajdujących się w tak zwanych „data centres”. Zamiast jednorazowej ceny spółka otrzymuje miesięczne płatności i długoterminowy kontrakt.

² Zadłużenie netto: nadwyżka kredytów nad posiadaną gotówką.

z końca 2012 roku oznacza to, że była ona notowana poniżej siedmiokrotności swoich zysków. Ponadto warto zauważyć, że przedłużający się kryzys nie działa destrukcyjnie na tę branżę, lecz jest okazją do kupna portfeli niespłaconych kredytów wystawianych na sprzedaż przez banki i spółki telekomunikacyjne.

Bardzo dobry rok ma za sobą również **OMV**. Inwestycja w tę spółkę przyniosła stopę zwrotu, w złotych, na poziomie tylko 12,6%, lecz dzięki dużej wadze tej spółki w portfelu wynik funduszu wzrósł o ok. 2,3 punktu procentowego.

Spółce udało się zwiększyć wydobycie ropy i gazu głównie dzięki ponownemu uruchomieniu produkcji w Libii i Jemenie. Jednocześnie spółka dokonała restrukturyzacji nierentownych projektów w postaci sprzedaży udziałów w rafinerii w Niemczech, zamknięciu rafinerii w Rumunii oraz sprzedaży stacji benzynowych w Niemczech, Chorwacji oraz Bośni. Na to nałożyły się jeszcze wysokie ceny ropy naftowej, w efekcie czego spółka uzyskała znakomite wyniki finansowe w 2012 r. Za ostatnie cztery kwartały (od IV kw. 2011 r. do III kw. 2012 r., wyniki całego 2012 r. nie są jeszcze dostępne) zysk netto poprawił się o 33%, natomiast zysk EBITDA³ o 20%. Na dzień 31.12.2012 spółka notowana była niebywale tanio, szczególnie jeżeli porównamy ją z podobnymi spółkami na warszawskim parkiecie, czyli z PKN Orlen oraz Lotosem. Pomimo, że polskie spółki nie mają znaczącego własnego wydobycia (a więc nie są zintegrowane pionowo) ani nie są tak zdywersyfikowane geograficznie, ich wycena jest znacząco wyższa. OMV notowany był za 3,3 EV/EBITDA⁴, Lotos za 5,7, natomiast PKN za 5,0.

Inwestycje, które obniżyły wartość certyfikatu

Na wynik funduszu w 2012 roku negatywny wpływ miały głównie akcje Libetu SA, Indykpolu SA oraz czeskiego CEZ.

Stopa zwrotu z akcji **CEZ**, wliczając wypłaconą w czerwcu dywidendę, była ujemna i wyniosła w PLN -14,1%. Inwestycja ta obniżyła wycenę certyfikatu inwestycyjnego o ok. 1,3 punktu procentowego i miała największy negatywny wpływ na wynik funduszu za 2012 rok.

Główną przyczyną spadku kursu były spadające ceny elektryczności w Europie. Na początku roku cena prądu w Niemczech, największym rynku ustalającym poziom cen w całej Europie, wynosiła 52 euro, natomiast na koniec roku spadła do 44 euro (-15,4%). Dodatkowo spółka doświadczyła problemów w Albanii w drugiej połowie ubiegłego roku. CEZ jest tam właścicielem dystrybutora energii elektrycznej, który został przymuszony przez stronę albańską do dostarczania energii do publicznych odbiorców, którzy zaprzestali płacenia rachunków (doszło nawet do aresztowania pracowników spółki).

Patrząc w przyszłość, CEZ pozostaje najbardziej efektywnym producentem prądu w tej części Europy dzięki swojej głównej przewadze konkurencyjnej – produkcji z atomu. Jest to również bardzo tania spółka o wysokiej stopie dywidendy (na poziomie 7%), notowana za siedmiokrotność swoich zysków.

Inwestycja w akcje spółki **Libet** przyniosła w 2012 roku stratę w wysokości 33,9% (wliczając dywidendę) oraz wywarła negatywny wpływ na wynik całego funduszu, uszczuplając go o ok. 1,1 punktu procentowego.

Spółka boleśnie odczuła załamanie na rynku budowlanym (szczególnie infrastrukturalnym) w Polsce. Bojąc się o zapłatę za dostarczone produkty, Libet znacząco ograniczył sprzedaż do odbiorców przemysłowych. Co więcej, spółka, jako lider w branży, podniosła na wiosnę swój cennik licząc, że konkurencja pójdzie w jej ślady. Stało się inaczej i spółka straciła udziały rynkowe. W roku 2013 zarząd ma za zadanie odbudować pozycję rynkową spółki i poprawić wyniki finansowe.

Kurs akcji spółki **Indykpol** spadł o 12,2% (wliczając dywidendę). Inwestycja ta odjęła z wyniku całego funduszu ok. 0,6 punktu procentowego.

Spółce nie służą wysokie ceny zbóż na światowych rynkach, przede wszystkim ceny soi, która jest głównym składnikiem pasz wykorzystywanych przez spółkę. Pasze to największy składnik kosztu produkcji żywca drobiowego. Cena pasz zależy od wysokości zbiorów, a na te z kolei mają wpływ czynniki pogodowe. Ten rok był negatywnie naznaczony przez największą od lat pięćdziesiątych suszę w Stanach Zjednoczonych oraz powódzie w Australii. Przeciętny poziom zbiorów (nie mówiąc już o ponadprzeciętnym) powinien wpłynąć na polepszenie rentowności produkcji drobiu i wzrost wyceny rynkowej spółki.

Nowe spółki w portfelu

W styczniu rozpoczęliśmy zakupy spółki **Enel-med**. Niestety do końca roku udało się nam zakupić walory tej spółki tylko do poziomu ok. 2,1% portfela funduszu.

Enel-med działa w bardzo interesującej branży prywatnej opieki medycznej. Niewątpliwie ten segment gospodarki ma szansę rozwijać się dynamicznie w przyszłości.

³ Zysk przed wyłączeniem kosztu odsetek, podatków oraz amortyzacji. Powszechnie używana miara zyskowności operacyjnej.

⁴ Miara wyceny operacyjnej, która porównuje stosunek ceny giełdowej spółki powiększonej o jej długie odsetkowe do EBITDA. Wskaźnik ten mówi, w jakim czasie gotówka generowana przez spółkę pokryje jej długi i wartość rynkową.

Spółki sprzedane z portfela

W roku 2012 nie dokonaliśmy całkowitej sprzedaży żadnej ze spółek znajdujących się w portfelu funduszu. Drobne zmniejszenia udziałów poszczególnych spółek w portfelu miały na celu jedynie pokrycie potrzeb płynnościowych funduszu.

Polityka inwestycyjna

W zakresie polityki inwestycyjnej nic nie uległo zmianie. Każdą spółkę analizujemy pod kątem czysto fundamentalnym. Inwestujemy długoterminowo. Nasz horyzont inwestycyjny to przynajmniej parę lat. Im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym większy wpływ na stopę zwrotu z inwestycji mają wyniki finansowe, a mniejszy czynniki psychologiczne. Staramy się również być maksymalnie zaangażowani w akcje. Na koniec 2012 roku nasze zaangażowanie w akcje wynosiło 99,7%. Utrzymujemy niską dywersyfikację portfela (13 spółek na koniec poprzedniego roku), aby kupować tylko te najbardziej, według nas, obiecujące przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Rok 2012 choć zyskowy, nie był satysfakcjonujący. Zabolaty nas straty poniesione na spółkach CEZ, Libet oraz Indykpol. Jak zawsze, gdy spółki przechodzą gorszy okres przyglądamy się im szczególnie. Musimy wtedy znaleźć odpowiedź na kluczowe pytania: czy te problemy są przejściowe, czy spółka powróci do swej historycznej zyskowności. Problemy CEZ'u i Libetu zdają się być przejściowe i niezależne od samych spółek. Sytuacja w Indykpolu jest bardziej skomplikowana, a źródeł rozczarowujących wyników finansowych jest więcej.

Przed nami rok 2013. Banki centralne na całym świecie, w tym w Polsce, obniżają stopy procentowe lub drukują „pusty” pieniądz. W tym środowisku coraz mniej atrakcyjnie i bardziej ryzykownie wyglądają obligacje, których ceny wydają się być zawyżone. Kapitał wycofany z obligacji powinien zasilać rynek akcji. Tak też już się dzieje na rynkach globalnych. W nadchodzących kwartałach oczekujemy podobnej sytuacji w Polsce.

Żadna z zawartych w powyższym tekście informacji nie stanowi doradztwa inwestycyjnego, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Materiał został opracowany według stanu na dzień 31.12.2012 r., tak więc zarówno ujęte tu dane, jak i skład portfela funduszu mogły ulec zmianie, na skutek transakcji portfelowych funduszu po tym dniu, będących skutkiem aktualnych, na moment ich przeprowadzania, różnego rodzaju czynników, uwzględnianych w ramach przyjętej polityki inwestycyjnej funduszu. Ocena atrakcyjności lokat funduszu dokonywana jest wyłącznie w ramach tej polityki. Zaprezentowane tu spółki odpowiadają składnikom lokat, które ujawniono w raportach kwartalnych funduszu, w tym w raporcie opublikowanym w dniu 14.02.2013 r.

Z poważaniem,



Piotr Rzeźniczak
z Zespołem Inwestycji

Członek Zarządu
Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA