

# Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA

Warszawa, 14 lutego 2014 r.



## Szanowni Państwo,

Za nami rok 2013. Poniżej przedstawiamy wyniki inwestycyjne oraz skład portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowany Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego.

## Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wycena certyfikatu inwestycyjnego wzrosła o 32,01% wobec wzrostu indeksu szerokiego rynku WIG o 8,06%. Na koniec grudnia 2013 r. wartość certyfikatu wyniosła 1 469,68 zł.

## Inwestycje, które podniosły wartość certyfikatu

W roku 2013 istotnie pozytywny wpływ na wynik funduszu miały: Comarch SA, OMV AG, Pelion SA oraz Prochem SA.

Najwyższą stopę zwrotu w minionym roku przyniosła inwestycja w akcje **Pelion**. Spółka zdrożała o 244,6%<sup>1</sup> (włączając wypłaconą dywidendę). Tak dobry wynik jest rezultatem przede wszystkim znaczącej poprawy wyników finansowych. Zysk EBITDA<sup>2</sup> wzrósł o 37%, natomiast zysk netto o 75%<sup>3</sup>. Finansowe konsekwencje zmian regulacyjnych (przede wszystkim obniżenia marż hurtowych dla leków refundowanych) jak na razie okazały się mniej dotkliwe od oczekiwanych. Zarząd pokrył ubytek marży oszczędnościami kosztowymi. Kontynuowana była restrukturyzacja ramienia detalicznego spółki, która również przyniosła pozytywne rezultaty. Rynek dystrybucji farmaceutyków postrzegamy jako bardzo perspektywiczny. Sprzyja mu proces starzenia się społeczeństwa oraz niski udział refundacji publicznych w cenach leków na tle innych krajów. Bariery wejścia są wysokie, a rynek jest zdominowany przez trzech głównych graczy (Pelion, Farmacol oraz Neuca). Wycena giełdowa<sup>4</sup> nie jest wygórowana: cena do zysku 11,2, EV/EBITDA<sup>5</sup> 7,2, cena do wartości księgowej 2,2.

Ceny akcji **Comarch** wzrosły w 2013 roku o 34%. To był kolejny znakomity okres dla spółki. Sprzedaż i zysk EBITDA osiągnęły najwyższe wartości w historii firmy (wzrost o odpowiednio 14% i 37%). Dzięki silnej pozycji gotówkowej (brak długu na bazie netto<sup>6</sup>) spółka ma możliwość ciągłego inwestowania w rozwój. W ostatnim roku inwestycje kapitałowe wyniosły 71 milionów złotych. Tworzone są nowe linie biznesowe (medycyna) oraz otwierane nowe centra danych (Drezno, Lille, Kraków). Spółka rozwija się również geograficznie (ponad 100% wzrost sprzedaży w obu Amerykach). Wiele czynników sprzyja tej inwestycji. Zarząd skoncentrowany na budowie wartości (stworzył tę firmę od zera). Konkurencyjna oferta produktowa (ok. połowy sprzedaży to eksport, ponad 80% sprzedaży to usługi i własny software). Ciągły rozwój (od 2007 roku spółka zainwestowała 406 milionów złotych). Trwała zyskowność (397 milionów skumulowanych zysków od 2007 roku, nigdy nie miała stratnego roku ani na bazie netto, ani operacyjnie). Sprzyjające otoczenie biznesowe (rosnący globalny i lokalny rynek IT). Niska wycena: cena do zysku 25,5<sup>7</sup>, EV/EBITDA 6,1, cena do wartości księgowej 1,3.

<sup>1</sup> Wszystkie stopy zwrotu liczone są łącznie z wypłaconą w badanym okresie dywidendą.

<sup>2</sup> Zysk operacyjny powiększony o amortyzację. Najpowszechniej używana miara zyskowności z działalności operacyjnej.

<sup>3</sup> Ponieważ nie dysponujemy jeszcze wynikami za pełny 2013 rok, w tym i wszystkich przypadkach dotyczących zysków w tym liście, posługujemy się wynikami finansowymi za 4 ostatnie kwartały, czyli za okres od 4 kwartału 2012 do 3 kwartału 2013 roku.

<sup>4</sup> Wszystkie obliczenia wskaźników wyceny zostały dokonane na dzień 31 grudnia 2013 roku.

<sup>5</sup> 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 długie i wartość rynkową.

<sup>6</sup> Posiadana gotówka jest wyższa od zadłużenia odsetkowego.

<sup>7</sup> Wskaźnik zawyżony przyspieszoną amortyzacją w niemieckiej spółce zależnej, która zakończy się w 2014 roku.



Kurs **OMV** wzrósł w minionym roku o 31,6% (w euro). Spółka wypracowała najwyższe wyniki w swojej historii. Zysk EBTIDA urósł o 5%, zysk netto o 22%. Wyniki byłyby lepsze, gdyby nie przeciągające się problemy z wydobywaniem ropy w Libii oraz bardzo niska marża rafineryjna (która spadła z 5,3 USD na baryłkę w 3. kwartale 2012 r. do 1,2 USD na baryłkę w 3. kwartale 2013 r.). OMV kontynuuje swoją strategię wycofywania się z aktywów o niskiej rentowności i inwestowania pozyskanych i wypracowanych środków w bardziej perspektywiczne segmenty. W ramach tej strategii w 2013 r. została przeprowadzona duża transakcja (na 2,7 mld USD) zakupu udziałów w złożach ropy w Norwegii oraz Wielkiej Brytanii. W trzecim kwartale całkowite wydobywanie OMV wynosiło ok. 275 tysięcy baryłek ropy dziennie i zgodnie z planami zarządu powinno wzrosnąć do 320-340 tysięcy w przyszłym i 400 tysięcy w 2016 roku. Ze wzrostem wydobywania powinny rosnąć również wyniki spółki, ponieważ wydobywanie stanowi najbardziej zyskową część łańcucha produkcji i dystrybucji paliw. Wycena spółki pozostaje na bardzo atrakcyjnym poziomie: cena do zysku 7,3, EV/EBITDA 2,9, cena do wartości księgowej 1,0.

**Prochem** zwiększył swoją kapitalizację w 2013 roku o 78,3%. Wcześniej przez parę lat spółka była notowana z ogromnym (sięgającym 75%) dyskontem do posiadanego majątku. Majątkiem tym były głównie nieruchomości, które spółka zakupiła w latach swojej świetności w celu ich zabudowania i zyskowej odsprzedaży. W międzyczasie załamał się rynek budowlany, a z nim i inżynierski, który jest podstawową działalnością spółki. Jednocześnie największy klient (PERN) nie zapłacił za wykonane prace (sprawa sądowa na kwotę kilkudziesięciu milionów złotych ciągnie się do dziś). Spółka pozostała bez środków na dokończenie inwestycji, a spadek cen nieruchomości zniechęcał do stratnej sprzedaży działek. Banki zacieśniły warunki przyznawania kredytów i sytuacja wydawała się patowa. W 2013 roku spółka znalazła w końcu partnera finansowego i rozpoczęła proces deweloperski. Szczęśliwie poprawiła się również koniunktura na rynku nieruchomości i Prochem został dostrzeżony przez inwestorów giełdowych. Dodatkowo, prędzej czy później należałoby się spodziewać, że do spółki trafią pieniądze z kontraktu dla PERN. Spółka jest notowana na poziomie: cena do zysku 178,2<sup>9</sup>, EV/EBITDA 21,4, cena do wartości księgowej 1,0.

## Inwestycje, które obniżyły wartość certyfikatu

Na wynik funduszu w 2013 roku istotnie negatywny wpływ miały akcje Presco SA.

Kurs akcji **Presco** spadł w minionym roku o 34,5%. Główną przyczyną było pogorszenie wyników finansowych. Zysk netto spadł o 29%, choć spółka wciąż pozostała zyskowa – zarobiła 14 milionów złotych. Przyczyną pogorszenia wyników była wysoka konkurencja na krajowym rynku wierzycielności. Ze względu na dużą liczbę nowych inwestorów ceny wierzycielności znacząco podrożały i według zarządu Presco inwestycja w nie nie tylko nie gwarantowała zysku, ale i odzyskania zainwestowanych środków. W rezultacie zarząd podjął decyzję, w naszej opinii słuszną, aby ograniczyć zakupy nowych wierzycielności do czasu poprawy warunków rynkowych. Jednocześnie, aby uniezależnić się od cen na rynku długu, spółka podjęła decyzję o rozszerzeniu działalności poza granice kraju oraz rozpoczęciu działalności pożyczkowej dla swoich klientów. Spółka pozostaje bardzo atrakcyjnie wyceniona: cena do zysku 5,7, cena do wartości księgowej 1,2. Dodatkowo Presco ma na tle konkurencji wyjątkowo niskie zadłużenie (na poziomie 45% kapitałów własnych). Oznacza to, że ma duży potencjał do skokowego zwiększenia skali działalności, a więc i wyników finansowych.

## Nowe spółki w portfelu

W 2013 roku jedyną nową inwestycją był zakup największego na świecie wydobywcy złota – **Barrick Gold Corp.** Zakupu dokonaliśmy w obiecującym momencie. Od swoich szczytów na przełomie 2010 i 2011 roku spółka straciła ponad 60% kapitalizacji i jest dziś notowana na poziomie sprzed 20 lat. Przyczyną tak głębokiego załamania kursu były wielomiliardowe odpisy aktywów wydobywczych (kopalń), które spółka nabyła za kredyty w ostatnich latach. Dodatkowo jej flagowa inwestycja w jedną z największych na świecie kopalni złota na pograniczu argentyńsko-chilijskim (Pasco-Lama) została niedawno zawieszona z uwagi na protesty lokalnej społeczności indiańskiej. Wysokie straty spowodowane odpisywanymi aktywami zmniejszyły kapitały własne firmy i postawiły pod znakiem zapytania możliwość obsługi zaciągniętego na przejęcie zadłużenia. W rezultacie, w listopadzie 2013 roku, spółka wyemitowała nowe akcje, aby zgromadzić gotówkę na spłatę zadłużenia i kontynuację rozpoczętych inwestycji. Tak więc na koniec 2013 roku była to spółka o bezpieczniejszym bilansie, niskich kosztach wydobywania złota (552 USD za uncję wobec cen rynkowych 1 200-1 300 USD) oraz opcji zwiększenia wydobywania, gdyby udało się jednak uruchomić Pasco-Lama (pełen koszt tego projektu to ok. 8 mld USD, jest on na razie wstrzymany z powodów prawnych i środowiskowych, lecz wydaje się oczywiste, że spółka zrobi wszystko, aby projekt ten doszedł w końcu do skutku). Rynek złota, pomimo korekty w 2013 roku, pozostaje atrakcyjny. Polityka praktycznie wszystkich głównych banków centralnych od 2008 roku jest ekstremalnie ekspansywna. Niskie stopy procentowe i „pusty pieniądz” to idealne środowisko dla aprecjacji złota. Zagrożeniem dla cen kruszcu byłoby znaczące podniesienie stóp procentowych ponad poziom inflacji, ale banki centralne najprawdopodobniej tego nie zrobią z uwagi na negatywne skutki dla wzrostu gospodarczego i olbrzymi poziom zadłużenia budżetowego rozwiniętych krajów. Stany Zjednoczone, strefa euro, Japonia mają zadłużenie sięgające, lub znacząco przekraczające, 100% PKB. Takie zadłużenie jest obsługiwalne tylko przy niskich stopach procentowych. Dodatkowo Barrick jest niezwykle tanio wyceniony: cena do zysku 353<sup>9</sup>, EV/EBITDA 4,9, cena do wartości księgowej 1,3.

<sup>9</sup> Na swojej podstawowej działalności (usługi projektowe) spółka wciąż osiąga bardzo niskie zyski.

<sup>9</sup> Wskaźnik historyczny zawyżony zdarzeniami jednorazowymi. Prognozowana cena do zysku na 2014 rok to około 7.



## Spółki sprzedane z portfela

W 2013 roku sprzedaliśmy z portfela CEZ, Emperię oraz PZU.

**CEZ** został sprzedany z powodu strukturalnych zmian na globalnym rynku energii. Cena prądu w Europie spadła z powodu dużego wzrostu wydobycia węglowodorów ze skał łupkowych w USA (co obniżyło światowe ceny węgla) oraz zwiększenia mocy wytwórczych w Niemczech. W naszej opinii wskazuje to na trwały trend, który oznaczałby niższe zyski w przyszłości. Dodatkowo CEZ zaangażował się w budowę nowych siłowni atomowych, co skutecznie ograniczy możliwości wypłat dywidend.

**Emperia** została sprzedana z powodu narastającej negatywnej asymetrii pomiędzy wyceną rynkową spółki a otoczeniem biznesowym. W 2013 roku kurs akcji spółki wzrósł o 31,1%. Jednocześnie znacząco pogorszyła się sytuacja rynkowa. Wojna cenowa pomiędzy dystrybutorami żywności rozpętała się na dobre. Stokrotki, sklepy Emperii, boleśnie to odczuwają. Dodatkowo tempo otwierania nowych lokalizacji takich konkurentów jak Biedronka czy Lidl, jest znacząco wyższe, co pogarsza pozycję konkurencyjną spółki. To jest typowy biznes skali. Kto ma więcej lokalizacji, ma większy obrót, ten taniej kupuje, taniej jest w stanie sprzedać i zyskuje klientów. W tym świetle sklepy Emperii są każdego dnia mniej warte.

**PZU** został sprzedany z powodów rekordowych wyników finansowych w 2012 roku. Cykliczna górką wynikowa w ubezpieczeniach majątkowych, rekordowe (niepowtarzalne) zyski na portfelu obligacyjnym oraz brak znaczących anomalii pogodowych spowodował, że opublikowane wyniki (3,3 miliarda złotych zysku netto w 2012 roku) nie dają dużego potencjału wzrostu.

## Polityka inwestycyjna

W zakresie polityki inwestycyjnej nic nie uległo zmianie. Każdą spółkę analizujemy pod kątem czysto fundamentalnym. Inwestujemy długoterminowo. Nasz horyzont inwestycyjny to przynajmniej kilka 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 2013 roku nasze zaangażowanie w akcje wynosiło 74,1%. Jest to jednak sytuacja przejściowa, która wynika z pozyskania nowych środków z przeprowadzonej niedawno subskrypcji certyfikatów. Utrzymujemy niską dywersyfikację portfela (11 spółek na koniec poprzedniego roku), aby posiadać tylko te najbardziej, według nas, obiecujące przedsiębiorstwa.

## Podsumowanie

Przed nami 2014 rok. Jak zwykle pełen niewiadomych. Pełen szans i zagrożeń. Z jednej strony ożywienie gospodarcze jest tuż za rogiem. Z drugiej strony reforma OFE zmienia obraz polskiej giełdy. Amerykański bank centralny rozpoczął ograniczanie programu skupu obligacji, co oznacza jego wiarę w ożywienie gospodarcze i poprawę wyników przedsiębiorstw. Jak zwykle, zapewne wiele nas w tym roku zaskoczy. Na nasze spółki patrzymy z optymizmem i mamy nadzieję, że będą zyskowne również w tym roku. W wielu przypadkach – rekordowo zyskowne. Tak długo, jak nasze spółki są zyskowne i zachowują potencjał do inwestowania w przyszłość, ich majątek będzie rósł. Wraz z majątkiem wzrosną też kursy ich akcji, prędzej czy później. Wyższe kursy akcji, to wyższa wycena certyfikatów.

Piotr Rzeźniczak

Członek zarządu Legg Mason TFI SA  
Szef zespołu inwestycji

Żadna z zawartych tu informacji nie stanowi doradztwa inwestycyjnego, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Materiał został opracowany według stanu na dzień 31.12.2013 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 14.02.2014 r.