

Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA

Warszawa, 4 lutego 2016 r.



Szanowni Państwo,

poniżej przedstawiamy wyniki inwestycyjne oraz skład portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowanego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego na koniec 2015 roku.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wycena certyfikatu inwestycyjnego w 2015 roku spadła o 9,29%, wobec spadku indeksu szerokiego rynku WIG o 9,62%. Na koniec grudnia 2015 r. wartość certyfikatu wyniosła 1 162,14 zł.

Inwestycje, które podniosły wartość certyfikatu

W minionym roku pozytywnie do wyniku funduszu kontrybuowały: Elektrotim S.A., P.R.E.S.C.O. Group S.A., Indykpol S.A. oraz Prochem S.A.

Kurs akcji **Elektrotim S.A.** wzrósł w 2015 roku o 88,2%¹. Spółka w zeszłym roku znacząco poprawiła swoje wyniki finansowe. Za ostatnie cztery kwartały² wynik EBITDA³ wzrósł o 167,2%, natomiast zysk netto o 251,1%. Otoczenie zewnętrzne sprzyjało spółce. Najważniejszym czynnikiem poprawy wyników był znaczący wzrost wartości i rentowności kontraktów w głównym segmencie działalności spółki – instalacjach elektrycznych i elektroenergetycznych. Wzrósł również portfel zamówień, jaki posiadała spółka na koniec września 2015 roku, o 10,7%. Biorąc pod uwagę silną pozycję gotówkową spółki – 24,7 miliona złotych netto w kasie – oraz oczekiwaną bardzo dobrą koniunkturę w budownictwie w kolejnych latach, jest szansa na kontynuację pozytywnych trendów wynikowych oraz dalsze dzielenie się zyskami z akcjonariuszami w formie wypłaconych dywidend.

Kurs **P.R.E.S.C.O. Group S.A.** wzrósł w 2015 roku o 71,6%. Bezpośrednią przyczyną aprecjacji kursu spółki była umowa sprzedaży całego posiadanego portfela polskich wierzytelności do krajowego lidera branży windykacyjnej – spółki Kruk S.A. Cena, którą uzyskało P.R.E.S.C.O. znacząco przekroczyła jej ówczesną kapitalizację giełdową, co „wymusiło” wzrost kursu akcji. Transakcja ta w praktyce oznacza, iż spółka zaprzestaje swojej głównej działalności i skupi się na rozwoju w segmencie mikropożyczek. Zgodnie z zapowiedzią zarządu zdecydowana większość środków ze sprzedaży portfela powinna wrócić do akcjonariuszy w formie dywidendy i odkupu akcji. Biorąc pod uwagę niską efektywność operacyjną P.R.E.S.C.O. w ostatnich latach oraz astronomiczną różnicę pomiędzy wyceną giełdową a księgową posiadanymi aktywami, korzystnie oceniamy decyzję zarządu spółki o sprzedaży portfela i zwrocie gotówki akcjonariuszom.

Kurs spółki **Indykpol S.A.** wzrósł w zeszłym roku o 63,3%. Spółka zbiera owoce przeprowadzonej jeszcze w 2014 roku restrukturyzacji. Fizyczny podział spółki na dwie dywizje – produkcję i przerób mięsa okazał się strzałem w dziesiątkę. Zarządowi udało się dzięki temu wyeliminować patologiczne praktyki i znacząco podnieść efektywność produkcji. Spółce sprzyjało również otoczenie zewnętrzne – niskie ceny płodów rolnych, przekładające się na niskie ceny pasz, oraz słaba złotówka, oznaczająca wysokie ceny eksportowanych produktów. Zysk EBITDA wzrósł w ubiegłym roku o 18,8%, natomiast zysk netto o 83,9%. Ponieważ korzystne otoczenie zewnętrzne się utrzymuje, a spółka inwestuje w rozwój, jest szansa, iż kolejny rok będzie również dla spółki udany. Szczególnie duże nadzieje pokładamy w sprzedaży eksportowej, która w pierwszych trzech kwartałach 2015 roku urosła o 33,2%. Obserwowane w ostatnich miesiącach osłabienie złotówki daje nadzieję, iż rok 2016 przyniesie utrzymanie korzystnych tendencji.

Kurs akcji **Prochem S.A.** wzrósł w zeszłym roku o 5,1%. Działalność operacyjna spółki w 2015 roku była stabilna – wynik EBITDA spadł o 9,3%, zysk netto wzrósł o 69%. Spółka podobnie jak w 2014 roku uzyskała pozytywne wyniki w segmencie generalnego wykonawstwa oraz poniosła straty na usługach projektowych. Ogólne wyniki operacyjne nie odbiegały znacząco od wyników roku poprzedniego. Ważne wydarzenia miały natomiast miejsce na

¹ Wszystkie stopy zwrotu łącznie z wypłaconą w 2015 roku dywidendą.

² Wyniki za pełny rok 2015 jeszcze nie są znane. W zamian odnosimy się do okresu od czwartego kwartału 2014 roku do trzeciego kwartału 2015 roku.

³ Zysk przed odliczeniem odsetek, podatków oraz amortyzacji, uważany za najlepszy wskaźnik efektywności operacyjnej.



wokandzie sądowej. 22 października 2015 roku zapadł korzystny dla spółki wyrok sądu pierwszej instancji w sporze dotyczącym dużego kontraktu, który został przerwany w 2005 roku. Zasądzona kwota na rzecz Prochemu to razem z odsetkami ustawowymi około 40 milionów złotych! Biorąc pod uwagę prawdopodobne rozstrzygnięcie sporu w 2016 roku oraz niską kapitalizację spółki (66,6 miliona złotych na koniec 2015 roku wobec aktywów netto 115,4 miliona), kurs spółki wydaje się bardzo atrakcyjny.

Inwestycje, które obniżyły wartość certyfikatu

W minionym roku negatywnie do wyniku funduszu kontrybuowały: Libet S.A., Pelion S.A., Instal Kraków S.A., Barrick Gold Corp., Centrum Medyczne Enel-Med S.A. oraz Comarch S.A.

Kurs spółki **Libet S.A.** spadł w 2015 roku o 35%. W tym czasie, wbrew temu, co sugeruje kurs giełdowy, nie nastąpiło załamanie wyników operacyjnych spółki. Zysk EBITDA spadł o 5,6% do 40,4 miliona złotych, zysk netto wzrósł o 3,7% do 7,6 miliona złotych. Spółka wciąż zwiększa udział produktów premium w palecie produktów i inwestuje w nowe moce i punkty sprzedaży. Inwestycje w krótkim terminie ciążą na wynikach poprzez wzrost kosztów sprzedaży, przez co pozytywne zmiany nie są jeszcze widoczne we wzroście zysków. Jednak perspektywy dla spółki są korzystne. Bieżąca perspektywa budżetowa UE będzie wspierać budownictwo, dodatkowo silna pozycja konkurencyjna spółki daje nadzieję, iż wzrost sprzedaży będzie powyżej wzrostu całego rynku. Być może spółka była w ubiegłym roku w niełasce inwestorów, ponieważ nie wypłacała dywidend. To się może jednak szybko zmienić, ponieważ ponad 40 milionów zysku EBITDA, generowanego przez spółkę, daje jej duże pole do wypłat godziwych dywidend. Warto również zwrócić uwagę, iż na koniec roku 2015 roku spółka warta była na giełdzie 84,5 miliona złotych, zaledwie 37,6% swoich aktywów netto. Kurs oceniamy jako zbyt niski.

Kurs spółki **Pelion S.A.** spadł w ubiegłym roku o 34,2%. W tym czasie zysk EBITDA wzrósł o 7,1%, natomiast zysk netto spadł o 28,2%. Spadek zysku netto wiąże się głównie ze słabą kondycją aptek będących w posiadaniu spółki, których zarząd, jak dotąd, nie jest w stanie skutecznie zrestrukturyzować. Ze względu na polskie regulacje podatkowe spółka nie jest w stanie kompensować strat ponoszonych w części aptek zyskami w innych, przez co stawka podatkowa płacona przez spółkę jest wyjątkowo wysoka (50,49% w okresie I-III kw. 2015 roku). W 2015 roku spółka zdecydowała się przejść sieć drogerii „Natura”. Być może integracja drogerii z aptekami okaże się rozwiązaniem. Rynek dystrybucji farmaceutyków w Polsce pozostaje wzrostowy, zarówno w hurcie, jak i w detalu. W przyszłości, ze względu na demografię, trendy te powinny się co najmniej utrzymać. Wysoka konkurencja wśród aptek powinna sprzyjać procesom konsolidacyjnym i wycofywaniu się niektórych podmiotów z rynku. Powinno to z czasem zaowocować zwiększeniem rentowności detalicznej Pelionu, który jest właścicielem największej sieci aptek w Polsce i na Litwie.

Kurs spółki **Instal Kraków S.A.** spadł w 2015 roku o 32,4%. Spadek kursu został spowodowany stratami na największym kontrakcie spółki w segmencie budownictwa ogólnego. Spółka poniosła na tym kontrakcie dotkliwe straty, lecz porozumiała się z inwestorem i w zamian za uznanie przez niego prac dodatkowych zgodziła się zapłacić część kar umownych. Pomimo pierwszego w historii spółki tak dużego potknięcia na kontrakcie, spółka nie poniosła na całości swojej działalności strat ze względu na zyski z segmentu deweloperskiego, klimatyzacji i działalności na obszarze Niemiec. Bardzo silna pozycja gotówkowa pozwoliła spółce na przebrnięcie przez problemy sektora budownictwa ogólnego bez uszczerbku na rozwoju pozostałych segmentów działalności. Zgodnie z komunikatami płynącymi ze spółki – problemy są już za nami. Przed nami rok 2016, który powinien przynieść znaczącą poprawę rentowności. Powrót do historycznie wysokich zysków, połączony z niewiarygodnie niską wyceną spółki (78,5 miliona wartości giełdowej spółki na koniec roku 2015, aktywa netto spółki na poziomie 201,3 miliona, z silną pozycją gotówkową netto), uzasadnia nasze oczekiwania co do wzrostu wartości kursu akcji w 2016 roku.

Kurs spółki **Barrick Gold Corp.** spadł w ubiegłym roku o 22,4%⁴. Główną przyczyną był spadek cen złota na światowych rynkach z 1 184 na koniec 2014 roku do 1 061 dolarów za uncję na koniec 2015 roku. W oczekiwaniu na pierwsze od niemal dekady podwyżki stóp procentowych w USA, które w końcu zmaterializowały się w grudniu 2015 roku, inwestorzy nieprzychylnym okiem patrzyli na złoto. Perspektywy dla złota wydają się jednak pozytywne. Światowy wzrost gospodarczy kuleje. Bank Centralny Japonii w styczniu 2016 roku po raz pierwszy obniżył stopy procentowe do poziomu ujemnego, dołączając do Banku Szwajcarii i Europejskiego Banku Centralnego. Oznacza to, iż dalsze podwyżki przez Rezerwę Federalną (USA) stają pod znakiem zapytania, ponieważ oznaczałoby to olbrzymią presję aprecjacyjną na dolara i w konsekwencji obciążenie dla wzrostu gospodarczego. Ujemne stopy procentowe to bardzo dobra wiadomość dla złota. Ponadto warto zwrócić uwagę na wewnętrzną restrukturyzację, która odbyła się w spółce w 2015 roku. Dług został zmniejszony o 24% (3 miliardy dolarów), całkowity koszt wydobycia⁵ złota został obniżony do 771 dolarów za uncję (o 7,6% rok do roku) na koniec trzeciego kwartału 2015 roku oraz koszt gotówkowy⁶ na koniec trzeciego kwartału – do poziomu 570 dolarów za uncję (-3,2%). Nie bez przyczyny od początku 2016 roku zarówno złoto, jak i Barrick Gold zyskały na wartości.

⁴ W przeliczeniu na złotówki.

⁵ AISC – All In Sustainable Cost, koszt wydobycia złota, który poza kosztami gotówkowymi wydobycia obejmuje również inwestycje w nowe złoża, aby utrzymać poziom wydobycia.

⁶ Bezpośrednie koszty wydobycia złota obejmujące koszty operacyjne, lecz nie uwzględniające kosztów uruchomienia nowych szybów, aby podtrzymać poziom produkcji.



Kurs spółki **Centrum Medyczne Enel-Med S.A.** spadł w 2015 roku o 21,0%. Wyniki z zeszłego roku są nieporównywalne, ponieważ spółka sprzedała wówczas swój segment diagnostyczny, jednorazowo zwiększając swoje przychody o kilkadziesiąt milionów złotych. Niemniej jednak rynek świadczeń medycznych pozostaje w Polsce bardzo perspektywiczny, a spółka prężnie się rozwija. Pierwsze trzy kwartały 2015 roku przyniosły wzrost przychodów o 16%, a spółka otwiera nowe przychodnie. Spółka jest notowana znacznie poniżej poziomów wycen, przy których odbywały się przejęcia na tym rynku. Problemy publicznej służby zdrowia, korzystne trendy demograficzne oraz wysoki potencjał do przejęć sprawiają, iż z biegiem czasu spółka powinna być więcej warta.

Kurs **Comarch S.A.** spadł w ubiegłym roku o 1,3%. Kurs spółki delikatnie obniżył się, lecz wzrost biznesu naszej największej komputerowej spółki jest imponujący. Po raz kolejny spółka opublikowała rekordowe wyniki. Zysk EBITDA wzrósł o 3,4% do 148,8 milionów złotych, zysk netto o 30,1% do 74,5 milionów złotych. Wyniki trochę przyhamowały w trzecim kwartale 2015 roku (powodując korektę kursu), ale wiązało się to m.in. ze znaczącym wzrostem zatrudnienia, kiedy to zatrudniono 553 nowe osoby! Od początku 2015 roku to już 819 nowych osób. Przychody spółki w trakcie pierwszych trzech kwartałów tego roku wzrosły rok do roku o 8,1%, pomimo bardzo małej liczby przetargów publicznych na polskim rynku, ze względu na rozliczenie poprzedniej perspektywy budżetowej Unii Europejskiej oraz brak przetargów w ramach nowej perspektywy. Sprzedaż na rynkach eksportowych wzrosła w trzech pierwszych kwartałach 2015 roku o 18,3%. Już 52,5% sprzedaży spółki Comarch realizowana jest za granicą. Dodatkowo spółka ponosi wysokie nakłady inwestycyjne w segmencie medycyny, które w trzech pierwszych kwartałach 2015 roku przyniosły 14 milionów strat, lecz powinny być jednym z motorów napędowych wyniku w latach następnych. Spółka konsekwentnie realizuje strategię biznesową opartą na rozwijaniu sprzedaży własnych usług i software. W trzecim kwartale 2015 roku udział własnych rozwiązań w całej sprzedaży spółki wzrósł do 89,6% wobec 78,0% rok wcześniej. Wycena spółki jest bardzo atrakcyjna. Na koniec 2015 roku Comarch notowany był na poziomie 6,3 EV/EBITDA⁷, 12,5 P/E⁸ oraz 1,28 P/BV⁹ (ceny do wartości księgowej), co w żadnym wypadku nie oddaje potencjału wzrostowego tej spółki.

Nowe spółki w portfolio

W 2015 roku do portfela nabyliśmy spółki: Jeronimo Martins SGPS S.A., Mabion S.A., Prime Car Management S.A., Biomed-Lublin S.A. oraz Wittchen S.A.

Jeronimo Martins jest w Polsce właścicielem sieci spożywczych sklepów dyskontowych Biedronka. Spółka zdominowała rynek polski oraz portugalski (odpowiednio 17% i 18% udziału w rynku) i teraz w podobny sposób próbuje zdobyć rynek w Kolumbii. Rynek dystrybucji żywności jest typowym rynkiem skali, dlatego niezmiennie ważne jest, aby być na nim liderem. Kto operuje na większych wolumenach, ten taniej kupuje i jest w stanie zaoferować najniższe ceny klientowi końcowemu, co przekłada się na wzrost udziałów rynkowych i zysków. Jeronimo Martins generuje dziś bardzo dużo gotówki, jest w stanie wypłacać dywidendy i jeszcze rozwijać się na nowych rynkach. Zapowiadany nowy podatek od sprzedaży detalicznej nie powinien być dla spółki problemem. Już dzisiaj Jeronimo, ze względu na swoją skalę, ma dużo wyższe marże od konkurencji, poza tym oczekujemy, iż większość kosztów zostanie przerzucona na dostawców.

Mabion jest spółką badawczą z segmentu biotechnologii specjalizującą się w tworzeniu leków biopodobnych. Obecnie spółka pracuje nad siedmioma nowymi lekami. Najważniejszy z nich to odpowiednik Mabthery (leku wykorzystywanego głównie w terapiach nowotworowych oraz autoimmunologicznych), produkowanej przez spółkę Roche. Badania nad lekiem (udowodnienie, że jest odpowiednikiem Mabthery) powinny zakończyć się w 2016 roku. Sprzedaż Mabthery na rynkach regulowanych to około 7 miliardów franków szwajcarskich (27 mld zł). Zdobycie nawet niewielkiego udziału w tym rynku będzie dla spółki niezwykle sukcesem finansowym. Kapitalizacja spółki na koniec 2015 roku wyniosła 524 miliona złotych, co wydaje się atrakcyjnym poziomem, biorąc pod uwagę ewentualny sukces badawczy.

Prime Car Management jest jednym z liderów polskiego rynku flot samochodowych dla firm, z udziałem rynkowym ok. 14%. Spółka stale zwiększa swoją flotę samochodową. Na koniec trzeciego kwartału 2015 roku było to o 11,8% więcej (wzrost o 2 707 pojazdów rok do roku). Na koniec roku spółka notowana była za około 10 P/E oraz 0,9 P/BV (ceny do wartości księgowej). Dodatkowo spółka płaci wysokie dywidendy (5,26 zł w 2015 roku, przy kursie 37,50 zł na koniec 2015 roku).

Biomed-Lublin jest spółką medyczną, która jako jedyna w Polsce sprzedaje leki na bazie osocza z polskiej krwi. Lek z polskiego osocza zostały zarejestrowane i wpisane na listę refundacyjną w 2015 roku. Obecnie spółka produkuje leki w zakładach narodowego frakcjonatora we Francji, jednocześnie przygotowując się do uruchomienia własnego zakładu w Mielcu, na który spółka dostała dofinansowanie z Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (inwestycja w wysokości ok. 200 milionów złotych otrzymała dofinansowanie ok. 96 milionów). Niestety, spółce nie udało się dopiąć finansowania na całość inwestycji do końca 2015 roku zgodnie z pierwotnymi warunkami dofinansowania.

⁷ Wskaźnik obrazujący jak szybko (w tym przypadku w latach) gotówka generowana przez spółkę z działalności operacyjnej pokryje kapitalizację oraz zadłużenie spółki.

⁸ Wskaźnik obrazujący jak szybko (w tym przypadku w latach) zyski netto spółki pokryją jej kapitalizację. Odwracając ten wskaźnik (w tym przypadku 1/16, czyli 6,25%), otrzymujemy bieżącą rentowność kapitału własnego. Gdyby spółka postanowiła wypłacić wszystkie swoje zyski w formie dywidendy, byłaby to również stopa dywidendy.

⁹ Wskaźnik obrazujący relację rynkowej wartości aktywów netto (inaczej kapitalizacji spółki) do jej wartości księgowej.



W związku z tym spółka została zmuszona do złożenia wniosku o postępowanie układowe. Następnie w styczniu 2016 roku spółka otrzymała przedłużenie okresu rozliczenia dofinansowania do końca marca 2016 roku. Ze względu na fakt, iż spółka jako jedyna sprzedaje, a mamy nadzieję, że w przyszłości również będzie produkować, leki na bazie polskiego osocza – szanse na sukces sprzedażowy są wysokie. Niemniej jednak nie spodziewaliśmy się tak dużych problemów z pozyskaniem finansowania na inwestycję w mieleckich zakładach.

Wittchen prowadzi sprzedaż detaliczną głównie produktów skórzanych sprowadzanych z Chin pod marką własną Wittchen. Większość sprzedaży odbywa się przez sieć sklepów detalicznych. Spółka ma silną pozycję w kategorii produktów z wyższej półki (*affordable luxury*), co przekłada się na dosyć wysokie marże (pierwsza marża na sprzedaży powyżej 55%). Spółkę nabyliśmy w ramach IPO przeprowadzonego w czwartym kwartale 2015 roku, niestety nie udało nam się na razie zbudować odpowiednio dużej pozycji w tej spółce. Udział Wittchena w portfelu na koniec 2015 roku był poniżej 2%.

Spółki sprzedane z portfela

W trakcie 2015 roku z portfela całkowicie sprzedaliśmy tylko akcje OMV AG. Strategią spółki było zwiększanie udziału wydobycia ropy naftowej kosztem jej przerobu. Strategia taka była korzystna dla jej akcjonariuszy w okresie wzrostu wartości ropy naftowej. W związku z fundamentalnymi zmianami na rynku ropy (zmiana polityki krajów OPEC – nieograniczanie podaży ropy wraz ze spadkiem ceny w celu obrony udziałów rynkowych), wzrostem podaży ropy ze strony głównych producentów, wejściem na rynek Iranu po zniesieniu międzynarodowych sankcji ekonomicznych oraz rekordowymi poziomami zapasów, zdecydowaliśmy się na sprzedaż posiadanych akcji, nie widząc w średnim terminie dużych szans na trwałe wyższe ceny.

Podsumowanie

Miniony rok był dla części naszych spółek niełatwy. Pomimo rekordowych wyników, nasza największa inwestycja w portfelu, Comarch, nie zyskała na wartości. Również wyceny innych naszych spółek, takich jak Instal Kraków, Libet, Presco czy Prochem, nie oddają nawet wartości posiadanych przez te spółki aktywów netto, nie wspominając o generowanych zyskach czy potencjale do przejęć. Dla nas wnioskiem jest jeden – wyceny są bardzo atrakcyjne. Atrakcyjne wyceny w połączeniu z poprawą wyników dają realną szansę na wzrost kursów w 2016 roku.

Życzę Państwu owocnych inwestycji.

Z poważaniem,

Piotr Rzeźniczak

Członek Zarządu Legg Mason TFI SA

Szef Zespołu Inwestycji

Żadna z zawartych w powyższym tekście informacji nie stanowi doradztwa inwestycyjnego, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Tekst stanowi list Towarzystwa, będącego organem funduszu, skierowany do uczestników funduszu, opisujący wyniki działania funduszu w 2015 r. Materiał został opracowany według stanu na dzień 31.12.2015 r. Skład portfela funduszu mógł zmienić się na skutek transakcji portfelowych funduszu po tym dniu, a także wyrażone opinie i ujęte w materiale dane mogły ulec zmianie. Ocena atrakcyjności lokat dokonywana jest wyłącznie w ramach przyjętej polityki inwestycyjnej funduszu. Zaprezentowane spółki odpowiadają składnikom lokat, które ujawniono w raportach kwartalnych funduszu, w tym w raporcie opublikowanym w dniu 02.02.2016 r. Wartość aktywów netto funduszu cechuje duża zmienność z uwagi na skład portfela inwestycyjnego. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Posiadacze certyfikatów muszą liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Legg Mason Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, zarządzające funduszem Legg Mason Akcji Skoncentrowany Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r. wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.