

Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA

Warszawa, 13 lutego 2015 r.



Szanowni Państwo,

Poniżej przedstawiamy wyniki inwestycyjne oraz skład portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowany Fundusz Inwestycyjny Zamknięty na koniec 2014 roku.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wycena certyfikatu inwestycyjnego w 2014 roku spadła o 12,82% wobec wzrostu indeksu szerokiego rynku WIG o 0,26%. Na koniec grudnia 2014 r. wartość certyfikatu wyniosła 1 281,20 zł.

Inwestycje, które podniosły wartość certyfikatu

W minionym roku pozytywnie do wyniku funduszu kontrybuowały: Comarch S.A., Elektrotim S.A., Centrum Medyczne Enelmed S.A., Indykpol S.A.

Kurs akcji **Comarch S.A.** wzrósł w 2014 roku o 20,62%¹. Spółka konsekwentnie realizuje strategię rozwoju bazującą na tworzeniu własnego oprogramowania i oferowaniu go w modelu usługowym. Silna pozycja gotówkowa spółki pozwala jej finansować rozwój w momencie, gdy klienci nie płacą już za oprogramowanie jednorazowo na początku współpracy, lecz w mniejszych miesięcznych ratach przez wiele lat. Przychody zrealizowane w formie usługowej to już przeszło 75%² wszystkich przychodów spółki. Spółka z sukcesem rozwija się za granicą³ oraz inwestuje w nowe segmenty działalności (medycyna), budując podwaliny pod przyszłe wzrosty przychodów. W 2014 roku⁴ spółka poprawiła swój zysk EBITDA⁵ o 54%, natomiast zysk netto o 87%. Spółka notowana jest obecnie⁶ na poziomie 6,6 EV/EBITDA⁷, 16,4 P/E⁸ oraz P/BV 1,44⁹ – według nas poziomach zdecydowanie zbyt niskich jak na tempo rozwoju tej spółki.

Kurs akcji **Centrum Medyczne Enelmed S.A.** wzrósł w poprzednim roku o 60,54%. Rynek usług medycznych, na którym działa spółka, dynamicznie się rozwija. Sprzyjają mu długoterminowe procesy demograficzne oraz fatalny stan publicznej służby zdrowia. Spółka rozwija się organicznie w swoim podstawowym obszarze działalności (przychodnie i szpitale) oraz planuje ekspansję w segmencie domów opieki. Wysokie koszty ekspansji, które są przed spółką, mają zostać sfinansowane z przeprowadzonej transakcji zbycia swojej spółki zależnej Centrum Medyczne Diagnostyka sp. z o.o. za 52,5 mln zł. W 2014 roku spółka poprawiła swój zysk EBITDA o 308%, natomiast zysk netto o 44,1 miliona złotych (ze straty w ubiegłym okresie). Spółka notowana jest obecnie na poziomie 4,8 EV/EBITDA, 6,6 P/E oraz P/BV 2,54. Wskaźniki EV/EBITDA oraz P/E są zaniżone przez zysk ze sprzedaży spółki zależnej. Cena do wartości księgowej wskazuje na wysokie oczekiwania do wzrostu tego biznesu w przyszłości. Podzielamy tę opinię.

Kurs akcji **Indykpol S.A.** wzrósł w minionym roku o 46,05%. Jedna z bardziej rozpoznawanych marek na rynku spożywczym wreszcie wyszła na prostą. Spółka przeszła w ubiegłym roku głęboką restrukturyzację. Biznes został strukturalnie podzielony na dwie linie biznesowe – produkcję i przetwórstwo, operujące i raportujące niezależnie od siebie. Przyczyniło się to do znaczącej poprawy efektywności procesów produkcyjnych i wyników finansowych. Na bazie nowej struktury, zarząd ogłosił program inwestycyjny na kwotę 200 milionów złotych, zarówno w bazę surowcową, jak i produkcyjną. W 2014 roku spółka poprawiła swój zysk EBITDA o 87%, natomiast zysk netto o 15,2 miliona złotych (ze straty w ubiegłym okresie). Spółka notowana jest obecnie na poziomie 6,4 EV/EBITDA, 11,9 P/E oraz P/BV 0,95. Biorąc pod uwagę potencjał spółki, uważamy ją wciąż za niedowartościowaną.

¹ Wszystkie stopy zwrotu łącznie z wypłaconą w 2014 roku dywidendą.

² Za okres od pierwszego do trzeciego kwartału 2014 roku.

³ +17% wzrostu sprzedaży poza granicami Polski w okresie Q1-Q3 2014.

⁴ Dane za pełny 2014 rok nie są jeszcze znane. W tym i w każdym innym przypadku posiłkujemy się danymi za cztery ostatnie opublikowane kwartały, to jest od IV kwartału 2013 roku do III kwartału 2014 roku.

⁵ Zysk operacyjny powiększony o amortyzację. Najpowszechniej używana miara zyskowności z działalności operacyjnej.

⁶ Wszystkie odwołania do wyceny na podstawie notowań z końca roku 2014 oraz wyników finansowych za cztery ostatnie opublikowane kwartały, to jest od IV kwartału 2013 roku do III kwartału 2014 roku.

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.



Kurs akcji **Elektrotim S.A.** wzrósł w ubiegłym roku o 21,11%. Choć wyniki finansowe spółki w zeszłym roku pogorszyły się, to można wiązać to głównie z przesunięciami pomiędzy kwartałami (bardzo słaby pierwszy kwartał 2014 roku) oraz słabszą dynamiką pozyskiwania nowych kontraktów w pierwszej połowie roku. Z drugiej strony, przyszłość tej spółki rysuje się bardzo ciekawie. Branża budowlana, po wielu latach stagnacji, powinna być jednym z głównych beneficjentów nowej perspektywy budżetowej Unii Europejskiej na lata 2014-2020. Pozytywne tendencje potwierdza również portfel zamówień spółki, który nieprzerwanie rośnie od lipca 2014 roku i jest według ostatnich danych o 52% wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. W 2014 roku spółka zmniejszyła swój zysk EBITDA o 47%, natomiast zysk netto o 42% miliona złotych. Spółka notowana jest obecnie na poziomie 13,2 EV/EBITDA, 32,1 P/E oraz P/BV 1,32. Wskaźniki zyskowności są zawyżone słabszymi pierwszymi trzema kwartałami 2014 roku. Wskaźnik majątkowy (P/BV) wskazuje, iż inwestorzy nie oceniają wysoko szans na zwiększenie zyskowności spółki w przyszłości. Nie zgadzamy się z tą opinią, wierząc w zdecydowaną poprawę wyników spółki Elektrotim S.A.

Inwestycje, które obniżyły wartość certyfikatu

Na wynik funduszu w 2014 roku najbardziej negatywny wpływ miały akcje OMV AV, Barrick Gold Corporation, Prochem S.A. oraz Presco S.A.

Kurs akcji **OMV AV** spadł w 2014 roku o 33,14%¹⁰. Bezpośrednią przyczyną tak głębokiej przeceny było załamanie się ceny ropy naftowej na światowych rynkach. OMV AV, w przeciwieństwie do polskich przedstawicieli tej branży (PKN Orlen S.A., LOTOS S.A.) ma znaczące własne złoża surowca. Dodatkowo spółka jest w trakcie realizacji długoterminowej strategii zwiększania własnego wydobycia. Uważamy tę strategię za korzystną dla budowy wartości spółki w długim horyzoncie czasowym. Posiadanie pełnego łańcucha produkcyjnego od surowca, poprzez przerób, kończąc na sprzedaży klientowi końcowemu, powinno zapewnić wyższą zyskowność zaangażowanego kapitału oraz większe bezpieczeństwo biznesu. Tak właśnie było przez ostatnie lata. Średnia (za ostatnie 10 lat) stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE), jedna z najważniejszych miar efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, dla OMV wynosi 15,6%, podczas gdy dla PKN 10,2%, dla Lotosu 11,7%. Spółka notowana jest obecnie na poziomie 4,2 EV/EBITDA, 12,3 P/E oraz P/BV 0,58. Jest to wycena wyjątkowo niska, kilkadziesiąt procent poniżej wyceny PKN Orlen S.A., pomimo bardziej zdywersyfikowanej działalności i bezpieczniejszego biznesu oraz pomimo faktu, iż cena ropy już spadła bardzo mocno i długoterminowe ryzyko dalszego jej spadku nie wydaje się być wysokie.

Kurs **Barrick Gold Corporation** spadł w 2014 roku o 37,89%¹¹. Ten największy na świecie producent złota przechodził w zeszłym roku restrukturyzację kosztową, dzięki czemu koszt operacyjny wydobycia 1 uncji złota spadł do poziomu 589 dolarów wobec ceny rynkowej 1 188 dolarów. Jest to w tej chwili najbardziej efektywny (najniższy koszt wydobycia) producent złota wśród dużych producentów na świecie¹². Daje to spółce dość poważną poduszkę bezpieczeństwa na wypadek niekorzystnych zmian cen tego metalu. Prawdopodobną przyczyną zeszłorocznego spadku kursu akcji była wyprzedaż złota pomiędzy lipcem a listopadem. W tym okresie kurs Barrick Gold spadał wraz ze złotem, lecz późniejszy wzrost ceny kruszcu nie wpłynął na zmianę ceny akcji. Nie wydaje się prawdopodobne, aby ta anomalia trwała zbyt długo, szczególnie w aspekcie polityki największych banków centralnych dostarczających na rynki niespotykanej wcześniej płynności poprzez programy skupu aktywów (*m.in. quantitative easing*). Ze względu na odpisy aktywów, dokonane w IV kwartale 2013 roku, wskaźniki spółki są niemiarodajne. Według serwisu Bloomberg, za cały 2014 rok oczekiwany jest zysk EBITDA na poziomie 4,1 mld USD oraz zysk netto ok. 0,8 mld USD, co oznaczałoby pierwszy od trzech lat zyskowy rok, i to w otoczeniu nierosnących cen złota.

Kurs **Prochem S.A.** spadł w ubiegłym roku o 40,71%. Prochem działa na rynku inżynierino-budowlanym, dla którego spodziewamy się polepszenia otoczenia biznesowego w najbliższym okresie. W zeszłym roku znacząco polepszyły się wyniki finansowe tej spółki. Zysk EBITDA wzrósł o 64%, natomiast zysk netto o 225%. Być może przyczyną spadku kursu akcji jest odwołanie się do finału sporu sądowego pomiędzy Prochem a PERN „Przyjaźń” S.A., gdzie wartość sporu to ponad 40 milionów złotych, a beneficjentem może być Prochem i podmioty z nim współpracujące. Spółka notowana jest obecnie na poziomie 9,4 EV/EBITDA, 35,2 P/E oraz P/BV 0,62. Wysokie dyskonto rynkowej wartości do wartości księgowej sugeruje, iż inwestorzy patrzą z dużym pesymizmem na przyszłość spółki. Jesteśmy innego zdania. Nadchodzące polepszenie koniunktury na rynku budowlanym powinno przełożyć się na dalszy wzrost wyników Prochemu.

Kurs **Presco S.A.** spadł w minionym roku o 43,84%. Główną przyczyną były mocno rozczarowujące wyniki finansowe. Zysk netto spadł o 88%, do 1,6 mln złotych z 13,8 mln złotych w poprzednich czterech kwartałach¹³. W tym samym czasie konkurencja branżowa chwaliła się polepszeniem wyników, więc przyczyna tkwi raczej wewnątrz spółki. Wydaje się, że spółka po wejściu na giełdę, mając nowe środki z emisji obligacji i akcji, zainwestowała w długi bankowe, w których się wcześniej nie specjalizowała (Presco zajmowało się głównie inwestowaniem w należności telekomunikacyjne i medialne). Długi bankowe, w odróżnieniu od telekomunikacyjnych, mają większą jednostkową wartość i ich ściąganie nie jest takie proste, szczególnie w trybie komorniczym, na którym bazowało Presco. Potrzeba było całkowitej przebudowy modelu biznesowego spółki w kierunku znaczącego odejścia od działań komorniczych na rzecz własnych przedstawicieli terenowych i polityki ugodowej. Jest szansa, że ta transformacja

¹⁰ W euro.

¹¹ W dolarach amerykańskich.

¹² Koszt AIS (All-in sustaining costs; uwzględniające wszystkie koszty związane z wydobyciem, włącznie z nakładami na nowe kopalnie, aby utrzymać poziom wydobycia oraz kosztami zamknięcia wyeksploatowanych kopalni) wynosi 83,4 dolary za uncję i jest najniższy wśród dużych producentów.

¹³ Dla spółek finansowych nie korzysta się z analizy zysku EBITDA.



zakończy się sukcesem, ponieważ konkurencja robi to z sukcesem już od dłuższego czasu i wystarczy powielić działające już schematy. Rok 2014 jest stracony finansowo, lecz mocno przepracowany „od podstaw”. Mamy nadzieję, że rok 2015 przyniesie pierwsze owoce restrukturyzacji. Spółka notowana jest obecnie na poziomie 0,61 P/BV. Oznacza to, że inwestorzy oczekują, iż Presco poniesie znaczące straty na posiadanym portfelu wierzytelności. Jak dotąd tak się nie stało, spółka jest wciąż zyskowna, choć zysk jest niewielki. Jednak wierzymy, że działania podejmowane przez spółkę powinny raczej prowadzić do poprawy wyników w kolejnych latach i jeżeli scenariusz ten urzeczywistni się, tak niski kurs akcji nie będzie miał racji bytu.

Nowe spółki w portfelu

W minionym roku **nie pojawiły się nowe pozycje** w portfelu funduszu. Dokupiliśmy natomiast akcje Comarch S.A., uznając, że kurs tej spółki nie uwzględnia drzemącego w niej potencjału. Mamy tu do czynienia zarówno z bardzo obiecującymi perspektywami dla branży (globalna i lokalna transformacja cyfrowa), jak i atrakcyjnymi cechami samej spółki, do których należy zaliczyć:

- zarząd – skoncentrowany na budowaniu wartości, który stworzył tę spółkę od zera i wciąż ją rozwija,
- bardzo silny bilans, który pozwala dostosować się do zmieniających się trendów uiszczania płatności za oprogramowanie (przejście na model usługowy, który wymaga silnego zaplecza gotówkowego),
- specjalizację w produkcji własnego oprogramowania, zwiększającą szanse na wyższe marże,
- wysoką konkurencyjność – spółka sprzedaje swoje produkty na cały świat, a dodatkowo bardzo dużo inwestuje w rozwój, budując bazę pod wzrost przychodów w przyszłości,
- niską wycenę na tle konkurencji.

Spółki sprzedane z portfela

W 2014 roku nie sprzedaliśmy całkowicie żadnej spółki z portfela. Zredukowaliśmy natomiast pozycję w akcjach OMV AV, aby zmniejszyć ekspozycję na globalny rynek ropy naftowej. Jak pokazały wydarzenia z drugiej połowy 2014 roku, spółka ta jest bardzo narażona na ryzyko polityczne, którego nie doszacowaliśmy. Pomimo globalnego wzrostu gospodarczego i wzrostu popytu oraz niespotykanego od wielu lat wzrostu napięcia geopolitycznego na świecie, kurs ropy dramatycznie spadł w konsekwencji zmiany stanowiska Arabii Saudyjskiej. Uważamy OMV AV za ciekawe aktywo, lepsze jakościowo oraz niżej wycenione od polskich odpowiedników, więc pozostajemy w akcjonariacie spółki, lecz już na mniejszym poziomie.

Podsumowanie

Rok 2015 zapowiada się dla akcji ciekawie. Rynkowe stopy procentowe spadły do niewyobrażalnych wcześniej poziomów. Polski rynek akcji, który już był tani¹⁴, stał się relatywnie jeszcze tańszy, zarówno względem obligacji, jak i akcji rynków rozwiniętych¹⁵. Na bardzo słabym zeszłym roku (WIG spadł o 14,5% w USD, podczas gdy amerykański S&P 500 wzrósł o 11,39%) zaciążyła głównie częściowa likwidacja OFE, która skutecznie odstraszyła zagranicznych inwestorów i wymusiła podaż akcji na samych OFE. Wydaje się, że najsilniejsza podaż akcji ze strony OFE jest już za nami. W 2015 możemy spodziewać się:

- częściowego przepływu kapitału z lokat i obligacji skarbowych w stronę akcji,
- zwiększonych napływów do lokalnych funduszy akcji,
- ożywienia gospodarczego na bazie nowej perspektywy budżetowej Unii Europejskiej¹⁶,
- powrotu na rynek inwestorów zagranicznych.

Wymienione wyżej czynniki powinny pozytywnie wpłynąć na polski rynek akcji.

Tego, że rynek akcji znacząco wzrośnie w 2015 roku, zagwarantować nie możemy. Dostrzegamy jednak, że dawno nie było już tak dobrych ku temu okoliczności. Tanie akcje, brak znaczącej podaży na horyzoncie oraz wzrost zysków przedsiębiorstw na bazie wzrostu PKB to pozytywne sygnały dla rynku akcji.

Życzę owocnych inwestycji,

Piotr Rzeźniczak

Członek Zarządu Legg Mason TFI SA
Szef Zespołu Inwestycji

¹⁴ Cena do wartości księgowej dla całego rynku to ok. 1.3, znacząco poniżej długoterminowej średniej na poziomie 1.6.

¹⁵ Globalne rynki światowe już dawno pobiły swoje rekordy z 2007 roku, nam do tego poziomu brakuje jeszcze 24% procent (według stanu na koniec roku).

¹⁶ Część analityków szacuje wzrost gospodarczy na 5% już w IV kwartale 2014.

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 2014 r. Materiał został opracowany według stanu na dzień 31.12.2014 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 13.02.2015 r.