

Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA

Warszawa, 20 lutego 2017 r.



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

Szanowni Państwo,

Poniżej przedstawiamy wyniki inwestycyjne oraz skład portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowanego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego na koniec 2016 roku.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wycena certyfikatu inwestycyjnego w 2016 roku wzrosła o 12,95%, wobec wzrostu indeksu szerokiego rynku WIG o 11,38%. Na koniec grudnia 2016 r. wartość certyfikatu wyniosła 1 312,58 zł.

Inwestycje, które podniosły wartość certyfikatu

W minionym roku pozytywnie do wyniku funduszu kontrybuowały: Comarch S.A., Instal Kraków S.A., Mabion S.A. oraz Prochem S.A.

Kurs **Comarch S.A.** wzrósł w 2016 roku o 52,6%¹. Wyniki operacyjne spółki ponownie się polepszyły. To już siódmy kolejny rok poprawy wyniku EBITDA². W ciągu ostatnich czterech kwartałów³ wynik ten wzrósł o 15,7%. Spółka rozwijała się pomimo zapaści na krajowym rynku usług dla podmiotów publicznych. Dynamicznie rosną potencjalnie najbardziej rentowne dla spółki rozwiązania z zakresu oprogramowania własnego (+44,2% w ciągu 9 miesięcy 2016 roku) i stanowią już 92,6% całej sprzedaży. O poziomie globalnej konkurencyjności spółki niech świadczy fakt, że już 59,1% sprzedaży kierowane jest na eksport (rok temu było to 52,5%). Rekordowe wydatki rozwojowe spółki (prawie 100 milionów złotych wydanych na działalność inwestycyjną) pokazują, iż spółka nie zwalnia tempa. Bardzo silny bilans (z gotówką netto⁴ w kasie), wsparty konserwatywnie wycenionymi nieruchomościami, jest dodatkowym atutem tej inwestycji. I na koniec wycena. EV/EBITDA na poziomie 8,2⁵ dla spółki o takiej charakterystyce wzrostu i takiej jakości to dla nas wciąż okazja inwestycyjna.

Kurs **Instal Kraków S.A.** wzrósł w minionym roku o 32,2%. Wyniki operacyjne spółki, w przeciwieństwie do kursu i naszych oczekiwań, pogorszyły się. Zysk EBITDA spadł o 22,9%, głównie ze względu na słabe wyniki w czwartym kwartale 2015 roku. Zaskoczyła nas kontynuacja strat w budownictwie ogólnym, lecz oczekujemy, iż spółka będzie wygaszać działalność w tym segmencie i w związku z tym problem strat zostanie rozwiązany. Niepokoi nas znaczący spadek rentowności segmentu deweloperskiego. W pierwszych trzech kwartałach 2016 roku zysk ze sprzedaży z działalności deweloperskiej spadł o 49,6%. Czy jest to trwalszy trend, związany np. z wyższymi cenami działek i niemożliwością przerzucenia kosztów na cenę sprzedawanych mieszkań, okaże się dopiero po publikacji danych za IV kwartał 2016 roku, co nastąpi w marcu 2017 roku. Niemniej jednak nasze spojrzenie inwestycyjne na spółkę nie zmienia się. Instal Kraków pozostaje rentowną spółką z bardzo silnym bilansem. Należący do niej bank ziemi powinien zapewnić jej rozwój jeszcze przez wiele lat. Ponadto spółka notowana jest na poziomie 50% posiadanego majątku i ośmiokrotności zysku netto. W naszej opinii tak niska wycena giełdowa (pomimo ostatniego wzrostu) jest niemożliwa do utrzymania i stanowi okazję inwestycyjną.

Kurs **Mabion S.A.** wzrósł w poprzednim roku o 58,1%. Kluczowym osiągnięciem spółki w zeszłym roku było podpisanie długoterminowej umowy dystrybucyjnej na sprzedaż jej głównego produktu (Mabion CD20) na terenie Unii Europejskiej i krajów bałkańskich. Jest to niewątpliwie sukces, który otwiera drogę do podpisania podobnej umowy na Stany Zjednoczone. Przyjmowanie pacjentów do badań klinicznych lekiem Mabion CD20 zostało zakończone, same badania powinny zostać zakończone w 2017 roku. Stawka, o którą toczy się gra, jest bardzo wysoka – rynek oryginalnego leku Mabthera, produkowanego przez Roche, jest wart ok. 28 miliardów złotych. Nie jest to jedyny lek, nad którym pracuje spółka – lista produktów wygląda imponująco i jest szansa, że również inne zostaną przez rynek zauważone i wycenione. Wycena giełdowa Mabionu, po znaczącym wzroście w 2016 roku, sięgnęła 876 milionów złotych.

¹ Wszystkie stopy zwrotu łącznie z wypłatą w 2016 roku dywidendą, przeliczone na polski złoty.

² Zysk przed odliczeniem odsetek, podatków oraz amortyzacji, uważany za najlepszy wskaźnik efektywności operacyjnej.

³ Wyniki za pełny rok 2016 jeszcze nie są znane. W zamian, w tym i we wszystkich tożsamych przypadkach, odnosimy się do okresu od czwartego kwartału 2015 roku do trzeciego kwartału 2016 roku.

⁴ Spółka posiada więcej gotówki niż długu odsetkowego.

⁵ Wszystkie wskaźniki wyceny na dzień 31 grudnia 2016 roku.



Kurs **Prochem S.A.** wzrósł w 2016 roku o 12,4%. Niestety, wyniki operacyjne spółki uległy pogorszeniu, a Zarząd dokonał odpisu kontraktu na Białorusi o wartości 19,3 milionów zł, uzasadniając to „nieoczekiwanymi problemami technicznymi i formalnymi”. Na pozostałej działalności spółka również zanotowała stratę, co wraz ze spadkiem przychodów i marży oraz wzrostem kosztów dopełnia obrazu osiągnięć spółki w 2016 r. Pewną szansę dla spółki stanowi spór sądowy z PERN S.A., w którym stawką jest ok. 40 milionów złotych. Mamy nadzieję, że nowy rok, wraz z ożywieniem branży budowlanej, przyniesie również poprawę wyników Prochemu.

Inwestycje, które obniżyły wartość certyfikatu

W 2016 roku negatywnie do wyniku funduszu kontrynuowały: Indykpol S.A., Elektrotim S.A. oraz Pelion S.A.

Kurs **Indykpolu** spadł w ubiegłym roku o 42,2%. Pogorszenie wyników spółki było efektem spadku zysku operacyjnego. Zysk EBITDA obniżył się o 23,8%. Główną przyczyną takich wyników była niższa rentowność produkcji mięsa i przetworów, związana najprawdopodobniej z gwałtownym wzrostem cen soi w pierwszej połowie 2016 roku (+35,5% w zł). Soja to główny składnik pasz drobiowych, które są największym kosztem w produkcji drobiu. Wraz ze spadkiem cen soi w drugiej połowie roku oraz dostosowaniem cen produktów oczekujemy poprawy wyników spółki w 2017 roku. Indykpol jest obecnie notowany na poziomie 7,5 EV/EBITDA oraz 9,5 P/E, z perspektywą wzrostu sprzedaży i marż w 2017 roku.

Kurs **Elektrotimu** spadł w 2016 roku o 29,1%. W ostatnich kwartałach wyniki operacyjne spółki nieznacznie spadły, jednak rezultaty za cały 2016 rok mogą być jeszcze słabsze. Spółka działa w mocno cyklicznym segmencie gospodarki związanym z inwestycjami, które mocno ucierpiały w ubiegłym roku. Niemniej jednak bardzo silna pozycja gotówkowa oraz dobra jakość zarządu nie dają nam podstaw do obaw. Wraz z ożywieniem rynku inwestycyjnego w 2017 roku wyniki spółki powinny się poprawić. Elektrotim jest obecnie notowany na poziomie 6,4 EV/EBITDA, ze stopą dywidendy ok. 10% i perspektywą wzrostu wyników w najbliższym roku.

Kurs **Pelion** obniżył się o 14,3% w minionym roku. Wyniki operacyjne nieznacznie wzrosły (zysk EBITDA +6,2%), lecz w porównaniu z osiągnięciami konkurencji i wzrostowym rynkiem ochrony zdrowia nie były to wyniki, które oczarowałyby inwestorów. Główną bolączką spółki pozostaje największa w kraju sieć aptek. Ze względu na niekorzystne regulacje prawne zyskowność aptek pozostawia wiele do życzenia. Niemniej jednak w ubiegłym roku rentowność aptek polepszyła się i zamiast 24 milionów strat (jak np. w pierwszych trzech kwartałach 2015 r.) pojawił się zysk 8,7 milionów za pierwsze trzy kwartały 2016 r. Od tego segmentu zależy przyszłość spółki. 30% z prawie 7 miliardów zł obrotów Peliona pochodzi z działalności detalicznej, która jest na pograniczu rentowności. Nawet niewielka poprawa rentowności w tej dziedzinie to ogromny wzrost wyników tego segmentu (jak choćby w 2016 roku). W tym też upatrujemy szansę na 2017 rok. Dzisiejsza wycena spółki nie jest wygórowana. Wskaźnik EV/EBITDA 8,3 nie będzie przeszkodą dla wzrostu kursu, jeżeli wyniki znacząco się poprawią w 2017 roku.

Nowe spółki w portfelu

W 2016 roku do portfela nabyliśmy spółki: Volkswagen AG, Newmont Mining Corp, Biuro Inwestycji Kapitałowych S.A. oraz Amaya Inc.

W kwietniu 2016 roku zakupiliśmy akcje **Volkswagen AG**. Spółki nie trzeba nikomu przedstawiać. Jej marki znane są na całym świecie, a są to: Volkswagen, Audi, Porsche, Lamborghini, Seat, Bentley, Bugatti, Skoda, Scania, Ducati, MAN. Jest to największy producent aut na świecie, którego przewagi konkurencyjne są bezdyskusyjne. W 2015 roku, na skutek ogromnej wpadki reputacyjnej związanej z oszustwami dotyczącymi emisji spalin, kurs akcji spadł o ponad 50%. Rynek, jak często w podobnych przypadkach, nie wiedząc jakie kary czekają spółkę, zaczął wyceniać najczarniejsze scenariusze. Ponieważ postrzegamy problemy Volkswagena jako przejściowe, spadek kursu akcji oceniliśmy jako okazję inwestycyjną i zdecydowaliśmy się na ich zakup. Na koniec roku spółka notowana była na poziomie 1,9 EV/EBITDA. Jednocześnie Volkswagen miał 56 miliardów euro gotówki na zamortyzowanie ewentualnych kar. Wydaje się więc, że wycena jest przesadnie niska.

W sierpniu ubiegłego roku, po sprzedaży akcji Barrick Gold Corporation, nabyliśmy do portfela akcje drugiego największego producenta złota, amerykańską spółkę **Newmont Mining Corporation**. Wciąż jesteśmy optymistycznie nastawieni do złota – głównie ze względu na politykę pieniężną banków centralnych największych światowych gospodarek, poziom zadłużenia publicznego na świecie oraz napięcia geopolityczne. Lukę po sprzedaży Barrick Gold zapełniliśmy spółką, która ma dużo silniejszy bilans, dzięki czemu przyszłe wyniki finansowe powinny mieć dwa silniki wzrostu: wzrost cen kruszcu oraz wzrost wolumenu wydobywania. Jednocześnie spółka jest silnie zdywersyfikowana geograficznie (kopalnie w Ameryce Północnej, Ameryce Południowej, Afryce i Australii) i wyceniona na podobnym poziomie co Barrick Gold.

W listopadzie 2016 roku, w ramach pierwszej emisji publicznej, zainwestowaliśmy w akcje **Biura Inwestycji Kapitałowych**, dewelopera powierzchni magazynowych z Krakowa. Rynek powierzchni magazynowych powinien w najbliższych latach rosnąć, m.in. z uwagi na rozwój e-commerce oraz nowe rozwiązania prawne w zakresie REIT⁶. Szczególnie ten drugi aspekt jest ciekawy, ponieważ daje nadzieję, wzorem wielu rynków rozwiniętych, na dopływ nowych inwestorów finansowych, szukających projektów inwestycyjnych w tej branży. Powinno umożliwić to spółce na zyskowne wyjście z wybudowanych projektów. Obecnie magazyny spółki są wynajęte niemal w 100%, natomiast środki pozyskane w IPO mają być przeznaczone

⁶ REIT – Real Estate Investment Trust – typ funduszu inwestującego w nieruchomości.



na inwestycje w nowe projekty, które powinny zwiększyć posiadaną powierzchnię magazynową o ponad 75% w najbliższych 3 latach. Spółkę kupiliśmy z 20% dyskontem do wartości aktywów netto, co postrzegamy jako atrakcyjną cenę.

Również w listopadzie ubiegłego roku kupiliśmy akcje spółki **Amaya Inc.**, która jest właścicielem największej na świecie platformy do gry w pokera online – Pokerstars, z udziałem rynkowym na poziomie 70%. Daje to spółce olbrzymią przewagę konkurencyjną – aby móc zaoferować klientowi atrakcyjne warunki gry, trzeba zgromadzić w jednym miejscu wielu pokerzystów. Na całym świecie tylko Pokerstars jest w stanie to zrobić. Na podobnej zasadzie swoje przewagi zbudowały takie spółki, jak Facebook, Twitter czy polskie Allegro. Jednocześnie spółka rozwija działalność kasynową i sportowego bukmachera, oferując nowe usługi dotychczasowym klientom Pokerstars. Celem spółki jest zbudowanie największego na świecie kasyna online. Spółka jest ogromnym generatorem gotówki, która powinna pozwolić jej na spłatę wysokiego zadłużenia, zaciągniętego celem przejęcia platformy Pokerstars. Na koniec roku Amaya była notowana na poziomie 9,5 EV/EBITDA. Liczymy na utrzymanie dynamik wynikowych w 2017 roku, co powinno skutkować wzrostem kursu akcji.

Spółki sprzedane z portfela

W trakcie 2016 roku z portfela całkowicie sprzedaliśmy akcje spółek: Jeronimo Martins SGPS S.A., Enelmed S.A., Biomed-Lublin S.A., Wittchen S.A., Libet S.A., Barrick Gold Corp., Prime Car Management S.A. oraz Presco Group S.A.

Pomiędzy końcówką lutego a początkiem maja zbyliśmy z rachunku funduszu spółki: **Jeronimo Martins**, **Enelmed**, **Biomed-Lublin**, **Wittchen** oraz **Libet**. Celem sprzedaży akcji tych spółek było pozyskanie środków dla utrzymania bieżącej płynności funduszu, w szczególności obsługi umorzeń certyfikatów.

W sierpniu 2016 roku zamknęliśmy pozycję w **Barrick Gold Corp.**, którego akcje od początku roku do dnia sprzedaży wzrosły o 185,5%. Oczywiście główną przyczyną wzrostu kursu spółki była aprecjacja kursu złota, który w tym samym czasie wzrósł o 23,3%. Najważniejszą przesłanką sprzedaży było jednak wysokie zadłużenie spółki, wynikające z ambitnych i zakończonych niepowodzeniem inwestycji (projekt Pascua Lama na pograniczu chilijsko-argentyńskim). Aby spłacić zadłużenie, Barrick wszedł na ścieżkę dezinvestycji, co oczywiście może prowadzić do zmniejszenia zadłużenia, ale jednocześnie ograniczy wolumen wydobywanego kruszcu i potencjał przyszłych wyników finansowych. Uznaliśmy, że jest to dobry moment na sprzedaż Barricka i zastąpienie go inną spółką z tej branży – Newmont Mining Corp.

W sierpniu sprzedaliśmy z portfela akcje **Prime Car Management**. Celem było ponownie pozyskanie środków dla utrzymania bieżącej płynności funduszu.

W październiku ubiegłego roku, w ramach odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji, sprzedaliśmy wszystkie akcje **Presco Group S.A.** Kurs tej spółki wzrósł o 23,1% od początku 2016 roku. Wraz z rozliczeniem transakcji zbycia portfela wierzytelności do Kruk S.A. przyszedł czas dystrybucji zysków. Zarząd wcześniej obiecał, iż środki z tej transakcji trafią do akcjonariuszy i doszedł do wniosku, że wezwanie do sprzedaży akcji będzie najlepszym rozwiązaniem. Jednocześnie została ogłoszona nowa strategia spółki i zapowiedź rozpoczęcia działalności w sektorze pożyczkowym. Skłoniło to nas do sprzedaży akcji w ramach wezwania po cenie 7,35 zł.

Podsumowanie

W rok 2017 wchodzimy z portfelem składającym się z 11 spółek. Spółki nasze eksponowane są na wiele branż. Łączy je jednak jedno – nieadekwatność wyceny do potencjału wzrostu ich zysków. Nasze główne pozycje inwestycyjne – branża informatyczna, deweloperska, medyczna, przemysłowa czy metale szlachetne – powinny mieć sprzyjające otoczenie zewnętrzne. Jeżeli nasze spółki zwiększą zyski, to i kursy ich akcji powinny wzrosnąć!

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, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną. Tekst stanowi list Towarzystwa, będącego organem funduszu, skierowany do uczestników funduszu, opisujący wyniki działania funduszu w 2016 r. Materiał został opracowany według stanu na dzień 31.12.2016 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 06.02.2017 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.