



Warszawa, 23 lutego 2010 r.

Szanowni Inwestorzy,



**Piotr Rzeźniczak, Szef Zespołu Inwestycji
Legg Mason Zarządzanie Aktywami S.A.**

Po pięciu miesiącach od utworzenia funduszu Legg Mason Akcji Skoncentrowany FIZ i rozpoczęcia procesu zarządzania nim, mamy przyjemność zaprezentować Państwu jego strukturę oraz kryteria selekcji, którymi kierujemy się w procesie inwestycyjnym.

Wycena certyfikatów

Wartość certyfikatu inwestycyjnego na koniec grudnia 2009 roku wyniosła 973,49 zł. W relacji do ceny emisyjnej (1 000 zł) jego wartość zmniejszyła się o 2,7% i jest konsekwencją nieznacznych fluktuacji cen nabytych akcji. Indeks szerokiego rynku, WIG, wzrósł w omawianym okresie o 13,4%.

Struktura portfela

Na koniec grudnia 2009 roku około 65% wartości portfela było zaangażowanych w akcje spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Pozostała część ulokowana była w krótkoterminowych depozytach bankowych. Zgodnie z założeniami Funduszu, jego część akcyjna jest silnie skoncentrowana. Na 31 grudnia 2009 r. portfel Funduszu zawierał osiem spółek. Nasz portfel nie jest jeszcze w pełni zaangażowany w akcje, ponieważ wartość rynkowa niektórych interesujących nas spółek znacząco wzrosła w miesiącach poprzedzających sierpień 2009

roku, kiedy to zaczęliśmy zarządzać funduszem. Szczególnie podrożały spółki o niskiej kapitalizacji. Znacząco utrudniło to nam zbudowanie portfela w opisywanym okresie.

Jakość otwartych pozycji

Proces inwestycyjny Legg Mason jest konserwatywny. Obszar zainteresowań funduszu (akcje), jak też i jego konstrukcja (niewielka dywersyfikacja) powodują, że naszym głównym celem jest i będzie maksymalizacja szans w powtarzalnym osiąganiu ponadprzeciętnych zysków. Dlatego też całą uwagę koncentrujemy na fundamentalnym analizowaniu spółek, ze szczególnym uwzględnieniem ich **przewag konkurencyjnych**, które są o tyle istotne, że zwiększają prawdopodobieństwo, iż przyszła zyskowność danej spółki będzie ponadprzeciętna. Przewagi konkurencyjne w naszym rozumieniu to na przykład: silna marka, własna baza surowcowa, unikalna logistyka, monopolistyczna pozycja rynkowa czy patenty technologiczne. Wszystkie spółki, w które zainwestowaliśmy Państwa pieniądze mają pewne unikalne przewagi konkurencyjne.

Analizując spółki bacznie przyglądamy się również ich aktywom. Unikamy spółek, których znacząca część aktywów jest niematerialna. Jak uczy historia, wartość tych aktywów jest często aktualizowana w dół i stanowią one źródło strat. Dobrym przykładem jest tu „wartość firmy” – aktywo, które powstaje w przypadku, gdy spółka dokonuje akwizycji innego podmiotu za cenę wyższą od księgowej wartości nabywanego majątku. Liczba spółek, których bilans „pęka w szwach” od pustych aktywów jest obecnie na giełdzie bardzo wysoka.

W dzisiejszych czasach niskich stóp procentowych baczna uwagę zwracamy również na poziom zadłużenia spółek. Im dłużej będzie trwał kryzys lub im szybciej wzrosną stopy procentowe, tym mniejsze będą zdolności firm do spłaty swoich zobowiązań. W samym 2009 roku takie giełdowe spółki jak Monnari, Krosno, Techmex, Odlewnie Polskie czy Duda okazały się niewypłacalne. Spółek, które nie zdołają obsłużyć swoich zobowiązań w 2010 roku prawdopodobnie również nie zabraknie. Wystrzegamy się spółek, których zobowiązania, szczególnie te odsetkowe, stanowią lwią część sumy bilansowej. Z drugiej strony są na giełdzie spółki niezadłużone, wręcz z zapasem gotówki. Pozyskały ją najczęściej w wyniku emisji akcji przeprowadzonych w szczycie koniunktury giełdowej. Będą one miały szansę przejąć aktywa swych zadłużonych konkurentów i zwiększyć udziały rynkowe. Mamy takie spółki w portfelu.



Co również ważne, dobierając spółki do portfela, uważamy, aby nie przepłacać. Jeżeli zapłacimy za dużo, nawet ogromne przewagi konkurencyjne i znakomity bilans nie pomogą nam osiągnąć ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Staramy się, aby płacona przez nas cena była jak najniższa w relacji do wartości księgowej przejmowanego przez nas majątku. Jeżeli już płacimy premię, na przykład ze względu na unikalną pozycję rynkową, staramy się, aby wartość premii została pokryta przez zyski przedsiębiorstwa w przeciągu kilku najbliższych lat. W ten sposób staramy się nie przepłacać.

Spółki w portfelu

Trzon portfela stanowi na koniec grudnia 2009 roku sześć spółek. Są to **Elektrotim** i **Instal Kraków** z branży budowlanej, **Indykpol** i **Kruszwica** z branży spożywczej, **Kogeneracja** z branży użyteczności publicznej oraz kopalnia węgla kamiennego **Lubelski Węgiel Bogdanka**.

Branża budowlana przechodzi teraz ciężki okres. Kończą się inwestycje rozpoczęte w 2007 i 2008 roku, a nowych jest coraz mniej. Perspektywa wyników finansowych na 2010 rok jest więc nie najlepsza. Dostrzegają to zarówno inwestorzy (indeks WIG-Budownictwo stracił 59% od swojego szczytu pod koniec kwietnia 2007 roku oraz 41% od początku 2008 roku), jak i banki, które bardzo niechętnie patrzą dziś na tą branżę (wyższy koszt nowych kredytów, wymogi wyższego udziału kapitału własnego). Akcjonariusze spółek o sporym zadłużeniu z obszaru budownictwa ogólnego (gdzie konkurencja jest najwyższa) mają się czego obawiać. Z drugiej strony są spółki niszowe, ze zdrowym bilansem. One kryzys przetrwają. Nie muszą walczyć o zlecenia z zerową lub ujemną marżą, aby pokryć choć koszty stałe. Nie mają dużego ryzyka płynności, bo z kredytów nie korzystają w ogóle, lub w nieznacznym stopniu. Do tego grona spółek należą m.in. **Elektrotim** oraz **Instal Kraków**.

Spółka **Elektrotim** specjalizuje się w usługach elektroinstalacyjnych. Spółka ta charakteryzuje się bardzo bezpieczną sytuacją finansową – nie korzysta z kredytów oraz posiada przeszło 60 milionów złotych w gotówce (co odpowiada 50% jej dzisiejszej wartości rynkowej). Dodatkowo jest to spółka atrakcyjnie wyceniona, na poziomie zaledwie 30% wyższym od wartości kapitałów własnych (aktywów pomniejszonych o zobowiązania, inaczej aktywów netto). Jej kapitalizacja na koniec 2009 roku wynosiła zaledwie 127 milionów złotych, podczas gdy jeszcze w 2007 roku, w szczycie hossy przekraczała 500 milionów (średnia kapitalizacja za 3-letni okres od początku 2007 do końca 2009 wynosi 172 miliony). Jeżeli kryzys będzie się pogłębiał, spółka powinna wykorzystać ten czas i wolną gotówkę do przejęcia konkurencji po atrakcyjnych cenach. Wraz z końcem kryzysu i nastaniem ożywienia gospodarczego **Elektrotim** będzie już spółką, której potencjał do generowania zysków dla akcjonariuszy będzie dużo większy od dzisiejszego.

Kolejną spółką z branży budowlanej jest **Instal Kraków**. Specjalizuje się w projektach z zakresu ochrony środowiska oraz (od niedawna) deweloperskich. Również i ta spółka odczuła boleśnie dekonjunkturę giełdową. W ciągu ostatnich dwóch lat jej kapitalizacja obniżyła się z ponad 300 do 122 milionów złotych na koniec 2009 roku (średnia trzyletnia kapitalizacja to 166 milionów). Pomimo pogorszenia koniunktury wyniki finansowe Instalu Kraków są bardzo dobre. Zarząd spółki w trakcie swojej przeszło dziesięcioletniej obecności na GPW udowodnił, iż znakomicie porusza się w ramach lokalnego rynku. Tylko 5 razy (na 47 okresów) spółka opublikowała kwartalne straty netto (największa wynosiła zaledwie 0,6 miliona złotych). Spółka nigdy nie przyniosła straty w okresie pełnego roku obrotowego. Pozycja finansowa spółki jest bezpieczna. Uważamy, iż wycena takiej spółki na poziomie o 7% przekraczającym wartość jej aktywów netto jest manifestacją przesadnego pesymizmu.

Indykpol i **Kruszwica** reprezentują w portfelu branżę spożywczą. Branża ta jest relatywnie mało podatna na wahania koniunktury. Artykuły żywnościowe to dobra pierwszej potrzeby i konsumenci nie rezygnują z nich tak łatwo wraz z pogorszeniem koniunktury gospodarczej. Są to więc spółki o mniejszym ryzyku biznesowym od spółek budowlanych, a więc i cena, którą się za nie płaci jest zazwyczaj wyższa.

Indykpol to znany przetwórcza mięsa indyczego. Jego głównymi przewagami konkurencyjnymi są: jedna z najlepiej rozpoznawalnych marek oraz pozycja największego przetwórcy mięsa indyczego. Dzięki swojej skali działalności, firma jest w stanie kupić surowiec taniej niż konkurencja. Dzięki swojej marce jest też w stanie sprzedać gotowy produkt po cenie wyższej niż większość innych firm. W tym kontekście dzisiejsza wycena spółki (poniżej wartości aktywów netto) wydaje się zastanawiająca. Rozumiemy, iż wynika ona ze słabego 2008 roku, kiedy to spółka poniosła znaczące straty na instrumentach pochodnych. Nie uważamy jednak, aby problem ten był trwały, ponieważ nie wynika on z działalności operacyjnej. Kapitalizacja spółki wynosiła na koniec 2009 roku zaledwie 160 milionów złotych, podczas gdy jeszcze w 2007 r. przekraczała 460 milionów (średnia trzyletnia kapitalizacja to 239 milionów). Spółka w latach 1998-2007 wygenerowała dla swoich akcjonariuszy 94 miliony złotych i pomimo straty w 2008 roku (29 milionów), postrzegamy ją jako trwale zyskowną ze względu na wymienione wyżej przewagi konkurencyjne.



Kruszwica to potentat na rynku przetwórstwa rzepaku. Najbardziej znaną marką Kruszwicy jest bez wątpienia olej „Kujawski”, ale spółka produkuje też całą gamę innych olejów oraz margaryn. Dodatkowo spółka wytwarza olej neutralizowany, który później wykorzystywany jest przez przedsiębiorstwa petrochemiczne do produkcji biokomponentów i biopaliw. Wśród jej klientów są między innymi PKN Orlen oraz Lotos. Kruszwica to interesująca spółka z punktu widzenia długoterminowego inwestora. Ze względu na silne marki własne oraz bardzo dużą skalę działalności (największa w Polsce, jedna z największych w Europie) jest spółką wysoce rentowną i bezpieczną. Znacząca premia rynkowa (1,4 miliarda złotych kapitalizacji oraz 0,6 miliarda aktywów netto) odzwierciedla rynkową pozycję spółki.

Kolejną spółką z naszego portfela jest **Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja**. Jest to wytwórca ciepła i prądu we Wrocławiu i Zielonej Górze. Główną przewagą spółki jest oczywiście brak konkurencji na obszarze swojej działalności. Dzięki inwestycjom w nowe, proekologiczne moce produkcyjne spółka osiąga znaczące korzyści finansowe na sprzedaży certyfikatów „czystej” energii. Spółka jest notowana tylko z 45% premią do swoich kapitałów własnych.

Lubelski Węgiel Bogdanka to najefektywniejsza kopalnia wydobywająca węgiel energetyczny w Polsce. W planach zarządu jest znaczący wzrost wydobycia w najbliższych latach, który zostanie sfinansowany wpływami z niedawnej emisji akcji. Spółka jest niezadłużona, a perspektywa wyników finansowych – wzrostowa wraz z eksploatacją nowych pokładów węgla. Największą przewagą tej spółki jest niski w porównaniu do konkurencji koszt wydobycia węgla. Spółka wydobywa go po cenie ok. 150 zł/tonę, podczas gdy średnia w kraju to ok. 250 zł/tonę. Niewielką premią rynkową (40% ponad aktywa netto na koniec 2009 roku), pomimo ogromnych przewag konkurencyjnych odbieramy jako okazję inwestycyjną. Z optymizmem patrzymy na przyszłość tej spółki.

Co przed nami?

Cały czas koncentrujemy się na zainwestowaniu pozostałej w portfelu gotówki. Naszą intencją jest, by Legg Mason Akcji Skoncentrowany FIZ był zaangażowany w 100% w akcjach, ale nie za wszelką cenę. Będziemy więc dalej wnikliwie szukać ciekawych, tanio wycenionych spółek i uważamy, że szykują się spore szanse na ich wyselekcjonowanie. Przed nami okres prawdopodobnie dużej podaży akcji, zarówno ze strony nowych podmiotów (w ramach tzw. IPO, czyli pierwotnych ofert publicznych w obrocie giełdowym), jak i tych już notowanych na GPW. Nie wykluczamy uczestnictwa w nowych emisjach, jednak do nowych spółek, bez giełdowej historii, podchodzimy ostrożnie. Często zarządy i właściciele robią wszystko, by pokazać blaski, o cieniach dowiadujemy się później. Co więcej, uważamy, że wzmożone emisje na rynku pierwotnym nie pozostaną bez wpływu na zachowanie się poszczególnych sektorów i spółek już notowanych na GPW. A więc, powinny zaowocować również ciekawymi okazjami inwestycyjnymi na rynku wtórnym, z których chętnie skorzystamy.

Niezależnie od tego, co będzie się działo w gospodarce oraz na kapryśnym rynku akcji, jako inwestor poszukujący wartości fundamentalnych, patrzymy na najbliższe kwartały z dużym spokojem i sporą dawką optymizmu.

Życzymy Państwu wysokich stóp zwrotu,

Z wyrazami szacunku,

Piotr Rzeźniczak
z Zespołem Inwestycji
Członek Zarządu Legg Mason Zarządzanie Aktywami S.A.