



Warszawa, 16 lutego 2012 r.

Materiał Legg Mason Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA



**Piotr Rzeźniczak, Szef Zespołu Inwestycji
Legg Mason Zarządzanie Aktywami SA**

Szanowni Państwo,

Po upływie 2011 roku przyszedł czas na podsumowanie wyników inwestycyjnych oraz składu portfela Legg Mason Akcji Skoncentrowany Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

2011 rok nie był zyskowy dla uczestników funduszu. Wycena certyfikatu inwestycyjnego spadła o 24,5% wobec spadku indeksu szerokiego rynku WIG o 20,8%.

Główną przyczyną spadku wyceny certyfikatu była słabość dwóch segmentów rynku, w których fundusz jest silnie obecny: segmentu małych spółek oraz spółek budowlanych.

Indeks małych spółek (sWIG80) stracił w 2011 roku 30,5%. Należy podkreślić, że fundusz lokuje swoje aktywa w małe i średnie spółki, świadomie ponosząc wyższe ryzyko (które co jakiś czas manifestuje się w postaci niekorzystnych stóp zwrotu, jak w 2011 roku). Nie dzieje się to bez przyczyny. Postrzegamy małe i średnie spółki jako bardziej interesujące, dające szansę na wyższe stopy zwrotu – z kilku powodów.

Po pierwsze, są one tańsze od spółek o większej kapitalizacji. Na koniec 2011 roku za każdą złotówkę majątku dużej spółki (z indeksu WIG20) trzeba było zapłacić średnio 1,18 zł wobec 95 groszy za złotówkę majątku małych spółek (z indeksu sWIG80).

Po drugie, mniejsze przedsiębiorstwa zazwyczaj rosną szybciej. Łatwiej jest zwiększyć udział w rynku z 1% do 2% niż z 30% do 60%, choć w obu przypadkach mówimy o takiej samej, dwukrotnej dynamice. Inwestując w mniejsze przedsiębiorstwa mamy szansę na uczestnictwo we wzroście, którego ciężko oczekiwać od dużych korporacji.

Po trzecie, małych spółek jest więcej niż dużych. Dzięki temu mamy większą swobodę w wyborze przedmiotu inwestycji i większe szanse, że znajdziemy przedsiębiorstwo, które spełni kryteria „obiecującej” inwestycji, dając szansę na wysokie stopy zwrotu.

Znacząca część aktywów netto funduszu (29% na koniec 2010 roku oraz 20,4% na koniec 2011 roku) była ulokowana w akcjach spółek budowlanych. W 2011 roku indeks spółek budowlanych (WIG-BUDOWNICTWO) obniżył się o 54,7%. Przyczyn tak mocnego spadku wartości spółek konstrukcyjnych było wiele. Począwszy od gorszych od oczekiwań wyników finansowych, poprzez ciężkie bieżące i oczekiwane przyszłe otoczenie biznesowe, aż do wysokiego zadłużenia niektórych spółek. W realnym biznesie jednak nie wszystkie spółki zostały dotknięte tymi problemami równie mocno. Dla spółek budowlanych z naszego portfela (Elektrotim, Instal Kraków, Libet) finansowy rok 2011 był znakomity. Prawdopodobnie (na dzień przygotowania niniejszego tekstu raporty za cały 2011 rok nie zostały jeszcze opublikowane) osiągną one zyski rekordowe lub bliskie rekordowym w swojej dotychczasowej historii. Ten fakt nie miał jednak znaczenia dla zachowania kursów ich akcji w minionym roku. Akcje Elektrotimu spadły o 48% (44% wliczając otrzymaną dywidendę), Instal Kraków o 39%, Libetu o 23%. Za sprawą problemów, które przeżywały największe spółki budowlane warszawskiego parkietu, inwestorzy wyzbywali się wszystkich akcji sektora budowlanego, nie patrząc na wartość poszczególnych spółek. Takie zachowania na giełdach nie są rzeczą niezwykłą i nową. Wraz z przeceną spółek słabych ekonomicznie spadają także ceny spółek świetnie radzących sobie na rynku. Jako akcjonariusze długoterminowi, staramy się, tam gdzie jest to możliwe, wykorzystać takie okazje do powiększenia naszych pozycji po atrakcyjnych cenach.

Polityka inwestycyjna

W zakresie polityki inwestycyjnej nic nie uległo zmianie. Każdą spółkę analizujemy pod kątem czysto fundamentalnym. Inwestujemy długoterminowo – nasz horyzont inwestycyjny to przynajmniej parę lat. Im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym większy jest wpływ wyników finansowych na stopę zwrotu z inwestycji, a mniejszy – czynników psychologicznych.

Staramy się również być maksymalnie zaangażowani w akcje. Na koniec 2011 roku zaangażowanie w akcje w funduszu wynosiło 97,2% wartości aktywów netto. Utrzymujemy niską dywersyfikację portfela (12 spółek na koniec 2011 roku), aby kupować tylko te najbardziej, według nas, obiecujące przedsiębiorstwa.



Spółki sprzedane z portfela

W lutym 2011 roku zakończyliśmy sprzedaż wszystkich posiadanych przez fundusz akcji spółki **Remak**. Akcje, które na przełomie 2009 i 2010 roku kupiliśmy po średnim kursie 30,4 zł, sprzedaliśmy na początku 2011 roku po średnim kursie 53,8 zł (wliczając 1,6 zł dywidendy otrzymanej w maju 2010 roku). Decyzję o sprzedaży podjęliśmy uwzględniając osiągniętą stopę zwrotu z inwestycji na poziomie prawie 77% oraz wykorzystanie okazji inwestycyjnej. Do końca roku akcje spadły do 28,9 zł.

W kwietniu 2011 roku został sprzedany z portfela **Lubelski Węgiel Bogdanka**. Akcje tej spółki kupiliśmy w paru transakcjach w 2009 i 2010 roku po średnim kursie 74,9 zł, sprzedaliśmy zaś po 126 zł. Główną przesłanką naszej decyzji o sprzedaży był wysoki kurs akcji. Spółka miała przed sobą dynamiczny wzrost wydobycia węgla i, prawdopodobnie, zysków, lecz wycena wskazywała, iż optymistyczny scenariusz jest już uwzględniony w cenie. W momencie sprzedaży akcji złotówka majątku spółki była wyceniana przez inwestorów na 2,13 zł. Wydawało się nam to zbyt dużo, zważywszy na ryzyka regulacyjne (zniechęcanie inwestorów do węgla jako źródła energii z powodu dużej emisyjności dwutlenku węgla) oraz braku nowych inwestycji w bloki węglowe z tego samego powodu. Na koniec roku akcje Bogdanki obniżyły swoją wartość do 103,9 zł.

W tym samym miesiącu sprzedaliśmy również spółkę **Tauron Polska Energia**. Kupiliśmy ją w drugim i trzecim kwartale 2010 roku po średnim kursie 5,21 zł, sprzedaliśmy po 6,42 zł. Najważniejszą przesłanką, dla której wstępnie zainwestowaliśmy w to przedsiębiorstwo, była niska cena oraz prawdopodobna poprawa wyników. Niestety, poprawa wyników w segmencie dystrybucyjnym okazała się trudna do zrealizowania ze względu na obostrzenia regulacyjne, natomiast zbliżające się koszty związane z nowymi inwestycjami w moce wytwórcze oraz podatkami ekologicznymi od emisji CO₂ wskazują, iż spółka ta może mieć problemy z osiąganiem wyższych stóp zwrotu z kapitałów własnych (które w 2010 roku wyniosły ok. 6%). Na koniec roku kurs Taurona spadł do 5,35 zł.

Nowe spółki w portfelu

W marcu i sierpniu 2011 roku został dodany do portfela **czeski producent prądu CEZ**. W odróżnieniu od polskich wytwórców energii, CEZ jest spółką niezwykle efektywną. Stopa zwrotu z kapitałów własnych CEZ wyniosła 22% za 2010 rok. Wynika to głównie z faktu, iż ok. 44% energii tej spółki pochodzi z atomu. Stawia to ją w bardzo korzystnej pozycji rynkowej, gdy Europa wprowadza podatki ekologiczne na węgiel, a Niemcy już zamknęli połowę i zapowiedzieli zamknięcie wszystkich swoich elektrowni atomowych pod wpływem nacisków społecznych po katastrofie w Fukushima. Wycenę spółki postrzegamy jako atrakcyjną. Każda złotówka majątku spółki na 31.12.2011 była wyceniana na 1,90 zł. Wydaje się to być zbyt mało, jak na spółkę, która generuje powyżej 20% stopy zwrotu z kapitału. Akcje kupiliśmy po jednostkowym koszcie nabycia 141,8 zł. Na koniec roku ich kurs kształtował się na poziomie 136,5 zł.

Od kwietnia do sierpnia 2011 roku kupowaliśmy akcje **Comarchu** po jednostkowym koszcie nabycia 90,20 zł. To w naszej opinii jedna z najlepszych spółek IT w Polsce. Przez lata pokazała, iż potrafi produkować i sprzedawać własne oprogramowanie, nie tylko w kraju, ale i na eksport (ok. 30% sprzedaży). Jest to spółka bardzo silna kapitałowo, z nadwyżką gotówki, która ten kryzysowy okres powinna wykorzystać na ekspansję zarówno geograficzną, jak i produktową. Gdy rozpoczynaliśmy zakup akcji, Comarch wydawał się nam spółką atrakcyjnie wycenioną. Za 1 zł majątku spółki płaciliśmy 1,3 zł. Premię ponad wartość bilansową uważaliśmy za niewygórowaną, zważywszy, iż spółka jest trwale rentowna, a majątek spółki zaniżony. Po publikacji wyników za pierwszy kwartał 2011 roku kurs bardzo mocno spadł (około 50%). Spółka negatywnie zaskoczyła wynikami w związku ze stratami swojego niemieckiego oddziału. Choć straty nie wydawały się trwałe, wielu akcjonariuszy postanowiło sprzedać swoje akcje. Wydaje się nam, iż przedwcześnie.

Spółka szybko zareagowała na słabe wyniki z pierwszej połowy roku i trzeci kwartał 2011 roku okazał się najlepszy w historii spółki, między innymi dzięki oszczędnościom kosztowym. Na 31.12.2011 Comarch był szokująco tani. Jeden złoty majątku spółki wyceniany był na zaledwie 88 groszy, choć w majątku tym nie jest uwzględniona wartość wyprodukowanego przez spółkę oprogramowania (o szacunkowej wartości co najmniej kilkuset milionów złotych). Dodatkowo spółka posiada również własne nieruchomości, które w bilansie widnieją po koszcie wytworzenia, znacząco niższym od bieżących cen rynkowych. Na koniec roku kurs spółki wynosił 55,65 zł.

W kwietniu kupiliśmy do portfela również akcje **Libetu**, największego polskiego producenta kostki brukowej. Jednostkowy koszt nabycia wyniósł 4,62 zł. Libet z racji swojej skali działalności ma znaczące przewagi konkurencyjne, które powinny zapewnić spółce zyskowność. Kostki brukowej nie wozi się na większe odległości, więc jest to rynek, którego nie może „zalać” importowany produkt. Ponieważ rozdrobniona krajowa konkurencja nie jest w stanie wygrać z Libetem, ani na polu marketingu, ani w kosztach produkcji, nasza spółka powinna, tak jak dotychczas, zwiększać swoją sprzedaż poprzez przejmowanie parku maszynowego swojej konkurencji. Na koniec 2011 roku jeden złoty majątku spółki był wyceniany na zdumiewające 86 groszy. W naszej ocenie rok 2011 będzie prawdopodobnie najlepszym, pod względem zyskowności, okresem w dotychczasowej historii spółki. Spółka powinna zarobić ponad 30 milionów złotych, co oznaczałoby, iż jest notowana za około sześciokrotność swoich zysków. Spółka zapowiedziała również, że 50% zysków zamierza przeznaczyć na wypłatę dywidendy. Dla akcjonariuszy oznacza to atrakcyjną stopę dywidendy ok. 8%. Na koniec roku kurs spółki wynosił 3,60 zł.

W lipcu portfel został wzbogacony o akcje spółki **Presco**. W ramach pierwszej oferty publicznej kupiliśmy akcje po jednostkowym koszcie nabycia 6 zł. Spółka działa w szybko rosnącej branży egzekucji wierzytelności. Środki, które zebrała z emisji akcji i obligacji, powinny jej umożliwić dynamiczny wzrost skali działalności i zysków. Ponieważ spółka ta wyceniana jest wyjątkowo nisko (cena do wartości



księgowej na poziomie 1,3 przy oczekiwanej stopie zwrotu z kapitału własnego ok. 20%), mamy nadzieję, iż poprawa jej wyników znajdzie swoje odzwierciedlenie bezpośrednio w znacząco wyższej wycenie giełdowej. Na koniec roku spółka była notowana po kursie 5,28 zł. W grudniu uzupełniliśmy portfel o **PZU** po jednostkowym koszcie nabycia 312,10 zł. Jest to największy ubezpieczyciel w tej części Europy, o bardzo bezpiecznej strukturze bilansu i nadwyżkowych kapitałach, które można przeznaczyć na akwizycję w czasie kryzysu. Ostatnie transakcje na rynku ubezpieczeniowym w Polsce (sprzedaż Warty oraz Europy) pokazują jak pożądane są polskie aktywa ubezpieczeniowe. Spółka posiada bardzo silną pozycję w praktycznie każdym segmencie ubezpieczeniowym, choć jej przewagi są szczególnie widoczne w grupowych ubezpieczeniach na życie. PZU zwiększa swoje przychody dzięki wzrostowi całego rynku ubezpieczeniowego, który powinien utrzymać się w najbliższych latach ze względu na niski stopień penetracji produktów ubezpieczeniowych w Polsce. Bierzymy również pod uwagę rozwój ubezpieczeń medycznych, który może być wzmocniony potencjalnymi kłopotami państwowej służby zdrowia. Dodatkowo, ze względu na swoją wysoką zyskowność, spółka może sobie pozwolić na wypłaty solidnych dywidend. Stopa dywidendy kształtuje się na wysokim poziomie 8-9%. Stopa zwrotu z kapitałów własnych oscyluje wokół 20% (najwięcej spośród dużych krajowych instytucji finansowych) przy cenie do wartości księgowej na poziomie 2,3. Na koniec roku kurs akcji PZU wynosił 309 zł.

Pozostałe spółki

Poza spółkami, które sprzedaliśmy i kupiliśmy do portfela w 2011 roku, było jeszcze 7 spółek, które kupiliśmy wcześniej i wciąż pozostajemy ich akcjonariuszem. Są to:

1. OMV, 18% wartości aktywów netto
2. Emperia, 9%
3. Pelion, 9%
4. Instal Kraków, 9%
5. Prochem, 5%
6. Indykpol, 5%
7. Elektrotim, 3%.

Podsumowanie

Rok 2011, pod względem stopy zwrotu z portfela, był dla nas rozczarowujący, choć nasze portfelowe spółki nas nie rozczarowały. Szacujemy, że część z nich pochwali się najwyższymi zyskami w dotychczasowej historii, wszystkie będą zyskowne, a więc powiększą majątek swoich akcjonariuszy, w tym funduszu Legg Mason Akcji Skoncentrowany FIZ. Rok 2012 rozpoczynamy w momencie, gdy akcje są wyjątkowo tanie. Jeżeli rok 2012 również okaże się zyskowny dla naszych spółek, prędzej czy później powinno się to przełożyć na wzrost wartości ich kursów oraz wzrost wartości certyfikatu.

Żadna z informacji, zawartych w powyższym tekście, nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Atrakcyjność inwestycyjna poszczególnych pozycji omawiana jest wyłącznie w kontekście lokat Legg Mason Akcji Skoncentrowany FIZ, zgodnie z jego polityką inwestycyjną. Materiał został opracowany według stanu na 31.12.2011 r. Zaprezentowane spółki odpowiadają składnikom lokat, które ujawniono w raportach kwartalnych funduszu, w tym w raporcie na 31.12.2011, opublikowanym 14.02.2012. Zarówno wyrażone opinie, przedstawione dane, jak i skład portfela funduszu mogły ulec zmianie na skutek transakcji portfelowych funduszu po 31.12.2011. Fundusz dostosowuje swój portfel do aktualnej sytuacji rynkowej i fundamentalnej i dokonuje transakcji, które od 31.12.2011 mogły zmienić portfel.

Z poważaniem,

Piotr Rzeźniczak
z Zespołem Inwestycji

Członek Zarządu
Legg Mason Zarządzanie Aktywami SA