



Warszawa, 21 lutego 2011 r.

Szanowni Inwestorzy,



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

Za nami pierwszy pełny rok inwestycyjny funduszu LM Akcji Skoncentrowany FIZ. W związku z tym niniejszym prezentujemy Państwu wyniki inwestycyjne osiągnięte za 2010 rok oraz aktualną strukturę i zmiany dokonane w portfelu w ciągu tych 12 miesięcy.

Wycena certyfikatu i wyniki inwestycyjne

Wartość certyfikatów inwestycyjnych na koniec grudnia 2010 roku wyniosła 1 307,01 zł. Od końca poprzedniego roku ich wartość wzrosła o 34,3%. Indeks szerokiego rynku WIG wzrósł w tym samym okresie o 18,8%.

Znaczny wzrost wartości certyfikatu był w głównej mierze rezultatem doboru spółek na początku ubiegłego roku oraz późniejszego utrzymania wysoce skoncentrowanego portfela. Spółki, które były w naszym portfelu na dzień 1 stycznia 2010 roku, zanotowały w ubiegłym roku następujące stopy zwrotu (łącznie z otrzymanymi dywidendami):

1. Remak +143%
2. Bogdanka +55%
3. Kogeneracja +44%
4. Indykpol +30%
5. TIM +26%
6. Instal Kraków +19%
7. Kruszwica +18%
8. Elektrotim +12%

Polityka inwestycyjna

Konsekwentnie dotrzymujemy obietnic danych uczestnikom funduszu. Każdą spółkę oceniamy indywidualnie pod *stricte* fundamentalnym kątem. Tak jak każdy przedsiębiorca, jesteśmy inwestorem długoterminowym i o naszych inwestycjach myślimy w długim horyzoncie czasowym. Widzimy spółki jako realne przedsiębiorstwa i staramy się ocenić szanse każdej z nich na generowanie wartości dla akcjonariuszy. Pomimo długoterminowego podejścia do inwestycji, nie wahamy się zamknąć pozycji, gdy jesteśmy przekonani, że jest to najlepsze rozwiązanie dla funduszu. Dzięki swojemu charakterowi fundusz może sobie pozwolić na inwestycje w mniej płynne, obiecujące spółki. W większości okresów nasz portfel jest wypełniony akcjami w 90-100%. Na koniec grudnia 2010 roku mieliśmy 9 spółek, których łączny udział w funduszu wynosił 89%. Podobną politykę zamierzamy kontynuować w 2011 roku.



Spółki sprzedane z portfela

W listopadzie sprzedaliśmy z portfela wszystkie akcje następujących trzech spółek: Kogeneracji, Kruszwicy oraz TIM.

W przypadku **Kogeneracji** nastąpiła negatywna zmiana długoterminowej relacji pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu a ryzykiem. Z jednej strony kurs akcji spółki wzrósł (+44% w 2010 roku wraz z dywidendami), z drugiej zaś – na horyzoncie pojawiły się istotne biznesowe zagrożenia. Znacząco nasiliło się ryzyko regulacyjne. Dużą część swoich zysków spółka czerpie ze sprzedaży certyfikatów energii produkowanej ze źródeł odnawialnych. System wspierania inwestycji w odnawialne źródła energii jest w Polsce wyjątkowo szczodry i wpływa na zawyżenie ceny energii i ciepła dla odbiorców końcowych. Zmiana regulacji w tym zakresie może być dla spółki niekorzystna. Ponadto za nami wyjątkowo ostra zima sezonu 2009/2010, przeniesienie płatności akcyzy z producentów na dystrybutorów oraz wyjątkowo tani węgiel. Wszystkie te czynniki wskazują, iż ostatnie wyniki finansowe spółki mogą być trudne do powtórzenia.

Z portfela funduszu został usunięty również pakiet akcji **Kruszwicy**. W przypadku tej spółki mieliśmy do czynienia z nieczęstą sytuacją wzrostu kursu akcji przy jednoczesnym znaczącym pogorszeniu otoczenia biznesowego. Do momentu sprzedaży akcji Kruszwicy jej kurs wzrósł w 2010 roku o 34%. Była to najdroższa spółka w naszym portfelu, biorąc pod uwagę poziom premii, jaką zapłaciliśmy ponad księgową wartość aktywów netto. Rynekowa wartość spółki trzykrotnie przekraczała wartość jej oczyszczonych kapitałów własnych. Zdawało się, iż premia ta odzwierciedla bardzo stabilną pozycję rynkową spółki. Rok 2010 negatywnie zweryfikował tę tezę. Na wszystkich frontach działalności Kruszwica boleśnie odczuła pogorszenie klimatu biznesowego. Zyski spółki spadły do 21 milionów za pierwsze trzy kwartały 2010 roku (wyniki IV kwartału jeszcze nie są znane) ze 112 milionów w analogicznym okresie zeszłego roku.

TIM sprzedaliśmy, ponieważ nie udało się nam kupić odpowiednio dużej liczby akcji tej spółki. Na koniec października 2010 roku jej udział w portfelu funduszu wynosił zaledwie 1,8% wobec planu około 10%. Był to dla nas wystarczający powód, aby tę pozycję zamknąć.

Nowe spółki w portfelu

W 2010 roku portfel akcyjny powiększył się o cztery nowe spółki.

W marcu 2010 r. do portfela dołączył **Prochem**. Jest to spółka z branży budowlanej o specjalizacji w zakresie inżynierii. W okresie dobrej koniunktury w budownictwie (lata 2006-2008) usługi inżynierskie stanowiły „wąskie gardło” w procesie inwestycyjnym. Spółka była wówczas notowana na poziomie pięciokrotności swojego majątku netto, podczas gdy dziś jest do kupienia za jednokrotność majątku. Do przewag konkurencyjnych spółki należą: zespół inżynierów mogących realizować duże projekty oraz referencje w różnych segmentach inżynierii budowlanej (między innymi ochrona środowiska, w tym instalacje odnawialnej energii).

Tauron kupiliśmy od Skarbu Państwa w ramach pierwszej oferty publicznej w czerwcu 2010 r. Była to pierwsza duża i płynna spółka wybrana do portfela. Jest to największy dystrybutor energii w kraju oraz drugi jej producent i sprzedawca. Spółka została sprzedana przez Skarb Państwa w okresie gorszej koniunktury giełdowej, po bardzo atrakcyjnej cenie. Wraz z prawdopodobną poprawą wyników w segmencie dystrybucyjnym (ze względu na zatwierdzoną podwyżkę taryf przez Urząd Regulacji Energetyki), dostrzegamy w tej inwestycji korzystną asymetrię pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu i ryzykiem.

Polska Grupa Farmaceutyczna (PGF) znalazła się w portfelu we wrześniu. Jest to jeden z największych krajowych dystrybutorów farmaceutyków. Główną przewagą konkurencyjną spółki jest największa w kraju sieć aptek. Dzięki ramieniu detalicznemu PGF jest w stanie zaoferować producentom unikalną usługę w postaci pozycjonowania leku w aptece. PGF, poza dotychczasową usługą dystrybucji farmaceutyków na terenie całego kraju oraz na Litwie, jest również w stanie (za sprawą własnej sieci aptek) wpłynąć na ustawienie leków aptekarskich na półce oraz ich cenę dla klienta końcowego. Spółka jest notowana wyjątkowo tanio. Rynek wyraźnie czarno widzi jej przyszłość, być może ze względu na spore zadłużenie. Ponieważ nie zgadzamy się z tą opinią, znaleźliśmy dla PGF miejsce w portfelu.

W listopadzie 2010 r. zainwestowaliśmy w notowaną w Austrii rafinerię **OMV AG**. Do głównych aktywów spółki należy międzynarodowa sieć sprzedaży detalicznej paliw (ponad 5 tysięcy stacji benzynowych) oraz operacje wydobywcze ropy i gazu prowadzone w Europie, Azji, Afryce oraz Australii i Oceanii. Główną przewagą konkurencyjną spółki jest posiadanie pełnego łańcucha przerobu ropy (wydobycie, przerób, sprzedaż detaliczna) oraz dominująca pozycja na rynku sprzedaży detalicznej w szybko rosnących częściach globu (Europa Południowo-Wschodnia). Spółka jest notowana wyjątkowo tanio, a poprawa wyników finansowych wydaje się być na wyciągnięcie ręki. Dostrzegalna korzystna asymetria pomiędzy ryzykiem tej inwestycji a potencjałem wzrostu kursu skłoniła nas do kupna akcji OMV.



Podsumowanie

W rok 2011 wchodzimy z portfelem pełnym atrakcyjnych przedsiębiorstw. Wszystkie posiadane przez nas spółki mają unikalne przewagi konkurencyjne i są trwale zyskowe. Ponieważ kupiliśmy je tanio, wypracowane w przyszłości zyski powinny przełożyć się na wzrost kursu ich akcji, a tym samym na wartość certyfikatów inwestycyjnych.

Życząc Państwu ponadprzeciętnych stóp zwrotu,

Pozostajemy z poważaniem,

Piotr Rzeźniczak
Członek Zarządu

z Zespołem Inwestycji Legg Mason Zarządzanie Aktywami SA