

Autorzy:

Marcin Różowski (marcin.rozowski@analizy.pl), Michał Duniec (michal.duniec@analizy.pl)

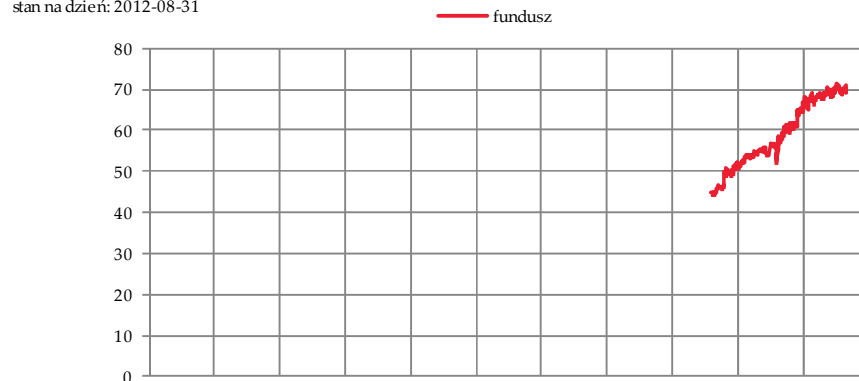
Nasza opinia

(2012-09-14)

Każda bessa, także ta z 2011 roku, ma swoich pozytywnych bohaterów. Jednym z najbardziej spektakularnych przykładów jest PZU Energia Medycyna Ekologia. Tylko w 2011 roku fundusz osiągnął stopę zwrotu na poziomie aż +27,7%, podczas gdy przeciętny fundusz akcji polskich uniwersalnych stracił w tym czasie -23,2%. Od początku działalności (lipiec 2010 roku) zarządzający wypracowali dla klientów wynik na poziomie +56,5%, co wśród funduszy otwartych jest najlepszym rezultatem. Sukces jest pochodną kilku współgrających ze sobą czynników. Kluczem było postawienie na właściwe sektory branżowe, ale przede wszystkim bardzo dobra selekcja walorów do portfela.

wyniki inwestycyjne

stan na dzień: 2012-08-31



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ytd
fundusz	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27,7%	7,8%
benchmark	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,8%	-
fundusz-benchmark	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,9%	-

Realizowana polityka inwestycyjna funduszu praktycznie w całości opiera się na kompetencjach Marcina Szuby, który posiada doświadczenie związane nie tylko z rynkiem kapitałowym, ale również jako lekarz doskonale zna specyfikę działania spółek związanych z ochroną zdrowia. Ten unikalny na polskim rynku mix pozwala zarządzającemu na budowanie przewagi nad rynkiem w sposób, który nie jest dostępny dla innych funduszy na naszym rynku. O autorskim charakterze produktu świadczy również ograniczona rola komitetu inwestycyjnego.

Z racji swoich zawodowych preferencji, Marcin Szuba w zdecydowanym stopniu koncentruje się na branży medycznej, której udział stanowi ponad 80% portfela funduszu. Spółki z segmentu energetycznego oraz ochrony środowiska stanowią jedynie jego uzupełnienie. W tym kontekście należy zwrócić uwagę, że branża zdrowotna to bardzo szerokie pojęcie, obejmujące szpitale, jak i koncerny farmaceutyczne, czy nawet dostawców sprzętu do urzędzeń medycznych. Jest to więc sektor, który cały czas się rozwija, szczególnie w gospodarkach najbardziej rozwiniętych i to dlatego na nich skupia się zarządzający. Również spółki polskie mogą trafić do portfela, ale ich znaczenie z perspektywy funduszu jest niskie. Specyfika rynku medycznego sprawia, że mniejszą rolę odgrywają dane fundamentalne, a bardziej liczą się trendy w badaniach nad lekami czy przełomy technologiczne.

informacje o towarzystwie

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.
ul. Jana Pawła II 24, 00-133 Warszawa
infolinia: 0 801 102 102
www.tfi.pzu.com.pl

tfi.sprzedaz@pzu.pl

informacje inwestycyjne

pierwsza wpłata	100
następna wpłata	100
maksymalna opłata przy zakupie	4,0%
maksymalna opłata przy umorzeniu	-

Dobrym przykładem może być jeden z ostatnich typów zarządzających, czyli amerykańska spółka Pharmasset. Chociaż przez lata generowała ona straty, przełomowe odkrycie dotyczące leczenia wirusowego zapalenia wątroby typu C, a następnie przejście przez większy koncern, pozwoliły osiągnąć trzycyfrowy zysk na akcjach tej spółki. Dotychczas zarządzający potrafi udowodnić, że jego kompetencje w zakresie doborów spółek pozwalają na osiągnięcie ponadprzeciętnych wyników. Z drugiej strony, sektor ochrony zdrowia, na tle innych branż, jest postrzegany, jako defensywny. Oznacza to, że w przypadku hossy na głównych rynkach, stopy zwrotu generowane przez fundusz będą niższe niż przeciętnych rozwiązań akcyjnych. Nie zmienia to jednak faktu, że na skutek zachodzących w

Autorzy:

 Marcin Różowski (marcin.rozowski@analizy.pl), Michał Duniec (michal.duniec@analizy.pl)

społeczeństwach zmian demograficznych i coraz większego znaczenia ochrony zdrowia, szczególnie w rozwiniętych gospodarkach, ta gałąź przemysłu ma przed sobą bardzo dobre perspektywy wzrostu.

Pomimo unikalnego charakteru produktu i bardzo dobrej historii, w PZU Energia Medycyna Ekologia można zauważyć kilka zagrożeń. Najważniejsze z nich to ściśle uzależnienie wyników funduszu od kompetencji Marcina Szuby. W świetle jego dokonań, bardzo trudno wyobrazić sobie funkcjonowanie produktu bez jego osoby, a jego potencjalne odejście mogłoby zmusić TFI do przesunięcia struktury aktywów funduszu w kierunku pozostałych sektorów (energia, ekologia). Wymagająca jest także specyfika sektora - o ile globalnie jest on relatywnie stabilny, to pojedyncze spółki może okresowo cechować panować bardzo wysoka zmienność. Jej przełożenie na wahanie jednostki sprawia, że nie jest to raczej fundusz przeznaczony dla osób ceniących przewidywalność.

W naszej ocenie PZU Energia Medycyna Ekologia to fundusz odbiegający od przeciętności, zarówno pod względem osiągniętych wyników jak i prowadzonej polityki inwestycyjnej. Sposób zarządzania oraz kompetencje Marcina Szuby pozwalają wysoko ocenić jego jakość, co sprawia, że dzięki niskiej korelacji z rynkiem fundusz może być ciekawym uzupełnieniem portfela. Z uwagi na bardzo wysoką opłatę zmienną z tytułu zarządzania, potencjalne ryzyka związane z samą branżą, a także relatywnie krótką historię, postanowiliśmy nadać ocenę na poziomie 4 gwiazdek.

Mocne strony: Autorski i innowacyjny charakter produktu, świetna znajomość branży medycznej przez zarządzającego, bardzo dobra selekcja walorów

Słabe strony: Produkt niemal w całości oparty na kompetencjach jednej osoby, wysokie opłaty za zarządzanie w sytuacji, gdy fundusz bije swój benchmark

Zarządzający i proces inwestycyjny

(2012-09-14)

Zarządzającym funduszem PZU Energia Medycyna Ekologia jest Marcin Szuba, który z PZU Asset Management związany jest od 2009 roku. Doświadczenie na rynku kapitałowym zdobywał jako analityk i zarządzający w Nordea PTE. Szuba ukończył również studia na Akademii Medycznej w Warszawie oraz był zatrudniony w firmach farmaceutycznych w Australii i Nowej Zelandii. W związku z tym zdobył doświadczenie zarówno na stanowisku zarządzającego, ale jest również praktykiem i specjalistą w dziedzinie ochrony zdrowia. W codziennych obowiązkach Szuba może liczyć na wsparcie ze strony Rocha Pietronia, który do PZU Asset Management dołączył w 2011 roku. Do jego obowiązków należy opieka nad spółkami z branży energetycznej i ekologicznej. Zespół uzupełnia Grzegorz Żebrowski, który pełni funkcję analityka.

zarządzający funduszem

	start	czas (lata)
Kamil Gaworecki	2009-09-09	2,9
Robert Rafał	2010-07-29	2,1
Marcin Szuba	2010-07-29	2,1

średnio 2,4

Z racji innowacyjnego, jak na polskie standardy, charakteru funduszu, rola komitetu inwestycyjnego w procesie inwestycyjnym ma ograniczony charakter. Komitet w gruncie rzeczy zatwierdza przede wszystkim inicjatywy zarządzających, takie jak wprowadzanie spółek na listę transakcyjną, co jednak w większości przypadków ma tylko formalny charakter. Natomiast decyzje dotyczących alokacji, udziału konkretnych spółek, czy limitów na poszczególne sektory, leżą w gestii samych zarządzających. Z racji innowacyjnego charakteru funduszu, swoboda członków zespołu w doborze spółek jest pozytywnym aspektem. Brak sztywnych ram pozwala na szybkie, elastyczne działanie, które z powodu specyfiki rynku medycznego jest konieczne. Przestrzeganie standardów nadzoruje dział zarządzania ryzykiem. W naszej opinii jednak „bezpieczniki” na poziomie procesu inwestycyjnego nie są zbyt restrykcyjne. W dużej mierze uzależnia to produkt od osoby Marcina Szuby, co z racji braku jego potencjalnego następcy jest ryzykiem samym w sobie.

Polityka inwestycyjna i portfel

(2012-09-14)

Elementem, który wyróżnia PZU Energia Medycyna Ekologia na tle standardowych funduszy akcji zagranicznych, to koncentracja na spółkach z branży medycznej. Te według sprawozdania na czerwiec 2012 stanowiły blisko 85% portfela, natomiast figurujące w nazwie funduszu przedsiębiorstwa z branży energetycznej i ekologicznej zaledwie 5%. Taka struktura wynika wprost z kompetencji Marcina Szuby, co nie oznacza jednak, że pozostanie sztywna w kolejnych latach. Zarządzający deklarują, że w przypadku dostrzeżenia ciekawych okazji inwestycyjnych w innych segmentach niż medyczny, będą włączali do portfela spółki spoza branży medycznej. Dotychczas jednak spółki z sektora zdrowotnego

Autorzy:

 Marcin Różowski (marcin.rozowski@analizy.pl), Michał Duniec (michal.duniec@analizy.pl)

dominowały i trudno oczekiwać gwałtownej rewolucji w tym zakresie. Tym bardziej, że z perspektywy osiągniętych stóp zwrotu okazało się to słuszne. Potwierdza to wynik na tle benchmarku, w którym spółki medyczne stanowią tylko 45% portfela. Na koniec lipca udało się go pobić o blisko +45 pkt proc.

polityka inwestycyjna

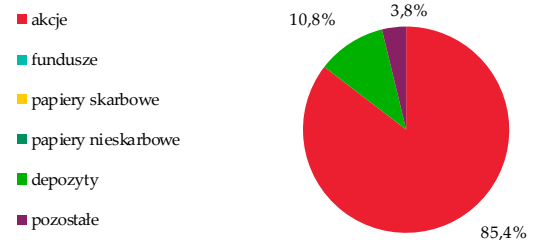
benchmark funduszu	opis polityki inwestycyjnej
45% STOXX Europe 600 Utilities + 45%	Udziałowe papiery wartościowe, obejmujące akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty
STOXX Europe 600 Health Care + 10%	subskrypcyjne oraz kwity de pozytów spółek będą stanowiły od 50% do 100% wartości
WIBID O/N* (1-sro)	aktywów netto funduszu. Fundusz będzie mógł lokować do 50% wartości aktywów netto w
indeks dla grupy (IRFU)	instrumenty rynku pieniężnego, depozyty bankowe oraz dłużne papiery wartościowe. Lokaty
-	Funduszu denominowane w walutach obcych nie mogą stanowić więcej niż 40% lokat Funduszu.

Sektor medyczny, w przeciwieństwie do spółek z branży przemysłowej czy finansowej, posiada swoją specyfikę. Jest ona na tyle wyraźna, że zdaniem zarządzającego, dane fundamentalne nie zawsze mają pierwszorzędne znaczenie. Często zdarza się, że dobrą okazją inwestycyjną są podmioty regularnie generujące straty i bez jasnych perspektyw wzrostu. Wystarczy jednak jednorazowe wydarzenie, takie jak przełom technologiczny, czyli np. nowy lek, czy ratujące ludzkie zdrowie rozwiązanie, aby można

było osiągać na takich walorach trzycyfrowe stopy zwrotu. Dobrym przykładem są tu wchodzące w skład portfela funduszu spółki Biogened i EkoExport, które pozwoliły osiągnąć w pierwszym półroczu 2012 zarobek odpowiednio na poziomie +151% oraz +140%. Kluczem do wyszukiwania takich peretek jest znajomość badań w tym badań klinicznych, na podstawie których Szuba jest w stanie ocenić atrakcyjność inwestycji w daną spółkę. Istnieje jednak druga strona medalu - błędne zakłady na spółkach takich jak ATC Cargo czy polskim producencie odczynników diagnostycznych PZ Cormay zaowocowały stratą na walorze na poziomie -43% i -35%. Przy tak wysokiej amplitudzie wahań kursów można by się spodziewać wysokiej zmienności jednostki. Jednakże portfel funduszu jest mocno zdywersyfikowany, na koniec czerwca 2012 roku liczył on blisko 120 składników. Znacznie ogranicza to ryzyko wynikające z koncentracji. Jednocześnie trzeba zwrócić uwagę na niebenchmarkowy charakter PZU Energia Medycyna Ekologia, gdyż struktura funduszu jest silnie oddalona od wzorca, którego istotną część stanowią spółki energetyczne. Jest to korzystne dla inwestorów w sytuacji, gdy dochodzi do

struktura aktywów

stan na dzień: 2012-06-30



portfel - top 10

pozycja	sektor	termin wykupu	udział w aktywach
Novo Nordisk A/S(Novo Nordisk)		-	4,4%
Roche Holding AG(Roche Holdi)		-	4,1%
GlaxoSmithKline Plc(GlaxoSmitl)		-	3,4%
Novartis AG(Novartis AG)		-	2,9%
Regeneron Pharmaceuticals(Reg)		-	2,8%
Johnson & Johnson(Johnson & Jol)		-	2,6%
Sanofi-Aventis(Sanofi-Aventis)		-	2,5%
PGE(PGE)	Usługi	-	2,4%
BML(BIOMEDLUB)	Usługi	-	2,2%
SNT(SYNEKTIK)	Usługi	-	2,2%

nie stosują strategii na instrumentach pochodnych oraz nie wykorzystują kontraktów terminowych. Naszym zdaniem, na polskim rynku trudno jest więc wskazać produkt, w którym znajomość jednej branży byłaby aż tak ważna.

Fundusz inwestuje przede wszystkim w akcje spółek zagranicznych, szczególnie amerykańskich, co niesie ze sobą określone konsekwencje. Pozytywnym aspektem jest to, że zarządzający mają do wyboru niezwykle szerokie spektrum papierów, najczęściej notowanych na transparentnych i bardzo płynnych rynkach. Dzięki temu unika się wielu czynników ryzyka, takich jak niedostatki informacyjne, czy brak płynności. Z drugiej strony jednak, fundusz jest narażony na istotne ryzyko walutowe. Chociaż istnieje możliwość jego zabezpieczenia, to w praktyce w funduszu nie ma hedgingu na poziomie walutowym.

Trudno jednak nie zauważyć, że zarządzający znacznie częściej typowali spółki przynoszące atrakcyjne stopy zwrotu, a selekcja okazywała się bardzo mocnym punktem funduszu. Z uwagi, na krótką historię produktu, do statystyk opisowych należy podchodzić z dystansem. Warto dodać, że zarządzający funduszem nie grają alokacją,

gdy dochodzi do 'boomu' na sektor zdrowotny, ale w przypadku hossy w segmencie energii czy ekologii fundusz będzie miał nikłe szanse na pobicie benchmarku.

2012-09-14

(PZU FIO Parasolowy)

 grupa funduszy: **akcji zagranicznych sektorowych pozostałe**

data pierwszej wyceny

2010-07-29

Autorzy:

 Marcin Różowski (marcin.rozowski@analizy.pl), Michał Duniec (michal.duniec@analizy.pl)

Dzieje się tak, ponieważ w opinii zarządzających niekorzystne dla portfela umocnienie złotego najczęściej idzie w parze z dobrą koniunkturą na rynkach, co w sporej mierze amortyzuje ryzyko. W rezultacie, pomimo możliwego okresowego pogorszenia wyników, kurs walutowy powinien wpływać stabilizująco na wyniki. Nie zawsze znajduje to jednak pokrycia w rzeczywistości, gdyż np. gwałtowne umocnienie złotego z dwóch ostatnich miesięcy negatywnie wpłynęło na jednostkę.

Wyniki funduszu i ryzyko

(2012-09-14)

Chociaż PZU Energia Medycyna Ekologia pod inną nazwą formalnie funkcjonuje na naszym rynku już dosyć długo (wcześniej pod nazwą PZU Optymalnej Alokacji), to po zmianie polityki inwestycyjnej jego wcześniejsza historia przestała mieć jakiegokolwiek znaczenie. Stopa zwrotu osiągnięta od momentu zmiany polityki inwestycyjnej to +56,5%, co czyni produkt **najlepszym rozwiązaniem wśród funduszy otwartych**. Dla porównania, produkty z grupy akcji polskich uniwersalnych w tym samym okresie straciły -10,3 proc., a te dedykowane akcjom z globalnych rynków rozwiniętych zarobiły +1,6%. Tak wysoka stopa zwrotu została osiągnięta przede wszystkim doskonałym dokonaniem w 2011 roku, w którym to zarządzający zarobili aż +27,7%. Bieżący rok nie przyniósł równie spektakularnych stóp zwrotu - z rezultatem na poziomie +7,8%, fundusz jest słabszy od standardowych rozwiązań akcyjnych.

2012-08-31

	fundusz	indeks IRFU	średnia w grupie (SAFU)	pozycja w grupie
3 miesiące	1,7%	-	-	5/6
1 rok	21,6%	-	-	1/6
od początku	58,3%	-	-	-

ryzyko

Information Ratio (3 lata)	
Tracking Error (3 lata)	
najgorszy miesięczny wynik	-1,6%

Z racji sektorowego charakteru, mogłoby się wydawać, że fundusz należy do grupy produktów o najwyższym ryzyku.

Jednak z perspektywy analizy jego zmienności tak nie jest. 12-miesięczne odchylenie standardowe wahalo się w przedziale od 2% do 3%, co jest wartością istotnie niższą od przeciętnej dla standardowych produktów akcyjnych.

Koszty i opłaty

(2012-09-10)

Z punktu widzenia klienta inwestycja w fundusz PZU Energia Medycyna Ekologia jest silnie uzależniona od tego, czy zarządzającym uda się pobić benchmark. Stała opłata za zarządzanie wynosi 2,5% i jest na tle grupy relatywnie niska. TFI pobiera jednak również opłatę zmienną, która wynosi 20% nadwyżki jednostki ponad benchmark na koniec okresu obliczeniowego. Ma to istotny wpływ na wskaźnik total expense ratio (TER), który w 2011 roku wyniósł 5,9%, czyli najwięcej w grupie. I choć jest to bardzo wysoka wartość należy pamiętać, że gdy fundusz będzie zachowywał się słabiej od benchmarku, to koszty istotnie spadną.

opłaty obciążające aktywa

za zarządzanie (maks. stała)	2,5%
za zarządzanie (maks. zmienna)	20,0%
TER (2012-06-30)	6,5%