



Styczeń 2019

Akcje spółek o małej kapitalizacji

Don't Fear the Bear – Nie bójcie się bessy

Francis Gannon

Współdyrektor inwestycyjny, dyrektor zarządzający

Po jednym z najtrudniejszych od 40 lat kwartałów dla spółek o małej kapitalizacji Royce dostrzega na rynku liczne okazje.

„Wskaźniki fundamentalne, jak na przykład wzrost dochodów z działalności operacyjnej, są w wielu przypadkach lepsze, niż wskazywałyby na to wyceny”.

Jeden z najgorszych od 40 lat kwartałów dla spółek o małej kapitalizacji

Jak dotkliwa była korekta w ostatnich trzech miesiącach 2018 r., kiedy to indeks spółek o małej kapitalizacji spadł o 20,2%? Głębokość,

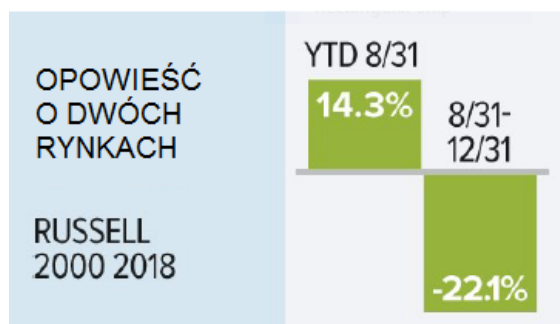
powszechność i szybkość tego spadku były godne uwagi, jeżeli nie wręcz historyczne. W IV kwartale 2018 r. 89% firm ujętych w indeksie Russell 2000 przyniosło ujemną stopę zwrotu; podczas słynnej bessy w IV kwartale 2008 r. było to „tylko” 87%.

Spadek, do jakiego doszło w ostatnim kwartale 2018 r., był więc nie tylko jednym z najgłębszych w 40-letniej historii indeksu spółek o małej kapitalizacji (gorsze wyniki odnotowano w zaledwie 6 ze 160 kwartałów składających się na ten okres), ale też dotyczył nieprzeciętnie dużej liczby spółek. Podany odsetek 89% został przekroczony tylko w trzech innych okresach – w IV kwartale 1987 r., III kwartale 1990 r. i III kwartale 2011 r.

W omawianym kwartale gwałtownie wzrosła również zmienność – zmiana wartości indeksu Russell 2000 w ciągu dnia wyniosła co najmniej 1% podczas 54% sesji (w pierwszych trzech kwartałach roku działo się to w 22% przypadków). Oczywiście małe amerykańskie spółki nie ucierpiały jako jedyne. Czwarty kwartał przyniósł na całym świecie zmienność i zniżki na rynkach firm ze wszystkich segmentów kapitalizacji.

2018: Opowieść o dwóch rynkach

Burzliwe ostatnie cztery miesiące sprawiły, że 2018 okazał się rokiem naprawdę pełnym sprzeczności. Całoroczna stopa zwrotu indeksu na poziomie -11,0% stanowi podsumowanie opowieści o dwóch rynkach: w pierwszych ośmiu miesiącach roku notowano przecież zasadniczo niezakłócony nieustanny wzrost cen akcji. Gdy tylko 31 sierpnia indeks Russell 2000 osiągnął nowy historyczny rekord (przy stopie zwrotu na poziomie 14,3% od początku roku), spółki o małej kapitalizacji zaczęły jednak stopniowo tracić to, co zdobyły od stycznia, choć 30 listopada nadal pozostawały 1% powyżej poziomu z początku roku.



Źródło: Royce & Associates, dane na dzień 31.12.2018 r. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.

Trend spadkowy zwiększył swoją dynamikę w grudniu, kiedy to indeks Russell 2000 zanurkował o 11,9%. Do końca roku 11 sektorów ujętych w indeksie Russell 2000 znalazło się bez wyjątku na minusie, licząc od początku IV kwartału, natomiast 10 wykazywało też ujemną stopę zwrotu w ujęciu rocznym (dodatnią stopę zwrotu uzyskał tylko sektor przedsiębiorstw użyteczności publicznej). Sektory cykliczne o charakterze towarowym (ropa i gaz oraz surowce) odnotowały w IV kwartale i w całym roku 2018 r. najgłębsze spadki; duże straty w ostatnich trzech miesiącach poniosły też opieka zdrowotna oraz przemysł. Łącznie 10 sektorów odnotowało w IV kwartale dwucyfrowe spadki, a 5 (ropa i gaz, finanse, przemysł, surowce oraz nieruchomości) zanotowało dwucyfrową ujemną stopę zwrotu za cały rok 2018.

Głęboki i głęboko zastanawiający spadek...

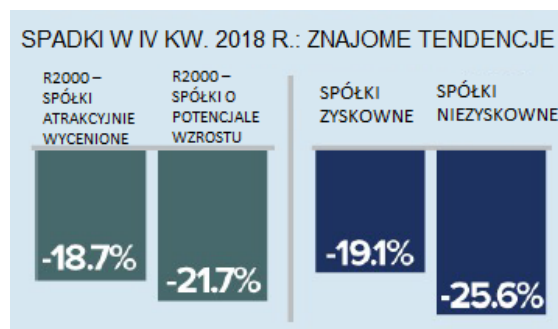
Spadki w 2018 r. miały charakter powszechny i nie ograniczyły się do USA – zniżki zanotowała też znaczna większość rynków w innych krajach. Światowe rynki akcji nie widziały niczego podobnego od lat 2008/2009 i 2011. Każda z poprzednich zapaści miała jednak oczywisty katalizator. W pierwszym przypadku świat był w kleszczach recesji i chwiał się pod naporem kryzysu finansowego; w 2011 r. z kolei lęk przed recesją utrzymywał się niczym wirus żerujący na opóźnionych następstwach kryzysu. Poprzednie spadki spółek o małej kapitalizacji, w tym te zanotowane w latach 2001–2002 i 1998, również miały związek z recesjami lub międzynarodowymi kryzysami finansowymi.

Obecnie, chociaż scenariusz recesji jest prawdopodobny, pod koniec roku nie doszło jednak do jego realizacji. Dlatego też naszym zdaniem warto podkreślić, że w historii niemal wszystkim zniżkom kursów spółek o małej kapitalizacji o 20% lub więcej towarzyszyły recesje gospodarcze, spadek zysków lub kryzys finansowy, a w 2018 r. nie zaszło żadne z tych zjawisk.

W rzeczywistości większość wskaźników ekonomicznych pozostawała wyraźnie na plusie, nawet jeżeli dostrzegalny był ich spadek w stosunku do poziomów szczytowych. Odnotowano oznaki spowolnienia w budownictwie mieszkaniowym, w sektorze motoryzacyjnym, a ostatnio także w odniesieniu do poziomu zaufania konsumentów. Niektóre regionalne badania Rezerwy Federalnej dotyczące perspektyw gospodarczych również ujawniły przyhamowanie wzrostu, choć jeszcze nie recesję.



Źródło: Royce & Associates, dane na dzień 31.12.2018 r. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.



Źródło: Royce & Associates, dane na dzień 31.12.2018 r. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.

Równie ważny jest rozdźwięk między wzrostem dochodu z działalności operacyjnej spółek o małej kapitalizacji rok do roku a ich stopą zwrotu w 2018 r. Wyniki finansowe wskazują na wciąż dobrą kondycję mierzoną wskaźnikami fundamentalnymi, która została najwyraźniej zignorowana podczas wyprzedaży.

...ale wygląda znajomo

Pod wieloma względami jednak spadki przybrały znajome, choć nieprzyjemne, oblicze: małe spółki straciły na przykład więcej od tych o dużej kapitalizacji, co jest zjawiskiem typowym dla rynków spadkowych, podobnie jak to, że firmy o małej kapitalizacji spełniły kryterium bessy, czyli zniżkę kursu o 20% lub więcej, przed podmiotami większymi.

W przypadku spółek o małej kapitalizacji obserwujemy również przewagę podmiotów atrakcyjnie wycenionych nad tymi charakteryzującymi się potencjałem wzrostu. Płatnicy dywidendy tracą mniej od spółek jej niewypłacających, podmioty osiągające zyski radzą sobie lepiej od niezyskowych, a sektory defensywne jak na razie wyprzedzają cykliczne. Wszystko to jest również zasadniczo zgodne z doświadczeniami historycznymi.

Fakt, że stopa zwrotu spółek o małej kapitalizacji zachowuje się zgodnie z prawidłowościami historycznymi, może uspokajać (choć w perspektywie krótkookresowej skutki są bolesne). Upewnia nas również co do przewidywanego rozwoju wydarzeń.

Recesja czy zmiana podejścia do ryzyka?

Pod koniec 2018 r. wyceny rynkowe wskazywały na realizację ponurego scenariusza recesji – krajowej bądź (po raz pierwszy w dziejach USA) pochodzącej z importu wskutek jednoczesnego spowolnienia dotyczącego Chin, Europy i Japonii. Chociaż recesja lub wyraźne spowolnienie gospodarcze w 2019 r. są z pewnością możliwe, pragniemy podkreślić, że niedawne spadki wydają się wynikać ze zdecydowanie fatalistycznej interpretacji danych.

Nasze wątpliwości co do prawdopodobieństwa recesji (krajowej lub importowanej) wynikają z faktu, że intensywność obserwowanych wstrząsów rynkowych po prostu nie pasuje do danych ekonomicznych. Mimo że ważne gospodarki (chińska, europejska i japońska) odczuły znaczne spowolnienie, żadna z nich nie wpadła w recesję.

Podobnie nie przyjmujemy argumentu stwierdzającego, że motywem wyprzedaży są obawy o odwrócenie krzywej rentowności. O ile takie inwersje były w historii bardzo wiarygodnym sygnałem recesji (choć nie jej przyczyną), to krzywe dwu- i dziesięcioletnia nie uległy jeszcze odwróceniu. Od poprzedniego odwrócenia krzywej do skurczenia się gospodarki upłynęło zaś aż 20 miesięcy.

Ze względu na to, że małe spółki w naszym portfelu dobieramy na podstawie wskaźników fundamentalnych, polegamy bardziej na tym, co widzimy w poszczególnych firmach i słyszymy o nich, niż na danych makroekonomicznych czy tendencjach. Na tej podstawie uważamy, że wzrost gospodarczy i zysków spółek prawdopodobnie spowolni w 2019 r., ale nie

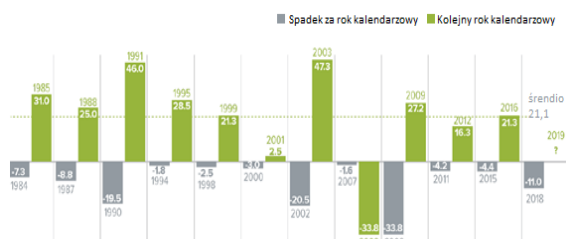
dojdzie do zapaści. Doniesienia zespołów zarządzających, przeprowadzane przez nas analizy branżowe oraz dane ISM sugerują ostrożny optymizm, z pewnością zaś nie panikę czy kapitulację.

Cztery powody, aby zainwestować teraz w małe spółki

1. Rok 2018 był 12. w historii rokiem kalendarzowym z ujemną stopą zwrotu indeksu Russell 2000. Po 10 z 11 poprzednich takich lat kolejny rok kalendarzowy przynosił dodatnią stopę zwrotu, wynoszącą średnio 21,1% w ujęciu rocznym (jedynym wyjątkiem był okres 2007–2008).

Czy spadek indeksu Russell 2000 stanowi sygnał do kupna?

Spadki Russell 2000 i wyniki w kolejnym roku kalendarzowym – dane na dzień 31.12.2018 r. (%)



Źródło: Royce & Associates, dane na dzień 31.12.2018 r. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.

2. Spojrzenie na obecną bessę z perspektywy cyklu rynkowego pozwala dostrzec podobny rezultat. W ubiegłym roku doszło do jedenastego w historii spadku notowań spółek o małej kapitalizacji o 20% lub więcej w porównaniu z poprzednim szczytem. W 9 z poprzednich 10 takich okresów kolejna roczna stopa zwrotu, licząc od pierwszego dnia, w którym indeks odnotował spadek o 20% w stosunku do szczytu, była dodatnia i wyniosła średnio 19,4% (wyjątkiem był ponownie okres 2008–2009). Te historyczne przykłady sugerują, że rok 2019 z dużym prawdopodobieństwem przyniesie dobre wyniki.
3. Średnia roczna stopa zwrotu ogółem indeksu Russell 2000 za ostatnie pięć lat wynosiła 4,4%

na dzień 31.12.2018 r. Osiągniwszy wyższy poziom w kilku kwartałach, ten pięcioletni wynik jest obecnie wyraźnie niższy od miesięcznej średniej kroczącej stopy zwrotu tego indeksu za ostatnie pięć lat, która wyniosła 10,7%. Zmiana ta utwierdza nas w przekonaniu, że po raz pierwszy od kilku lat kolejne pięć lat będzie lepsze od ostatniej pięcioletki dla inwestujących w spółki o małej kapitalizacji, a w szczególności aktywnych inwestorów z tej grupy.

4. Wyceny spółek o małej kapitalizacji są teraz znacznie rozsądniejsze. Ze względu na równoczesny spadek notowań spółek o małej kapitalizacji i wzrost ich zysków, preferowany przez nas wskaźnik wyceny indeksu Russell 2000, czyli stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego EV/EBIT (mediana z wyłączeniem zysków ujemnych), spadł z 19,5 na dzień 31 grudnia 2017 r. do 16,4 na dzień 31 grudnia 2018 r.

Naszym zdaniem we wcześniejszych miesiącach roku, gdy indeks Russell 2000 osiągnął rekordowe poziomy mimo znacznej liczby firm o dużym zadłużeniu bądź nieosiągających zysków, stopa zwrotu spółek o małej kapitalizacji przewyższała poziom uzasadniony wskaźnikami fundamentalnymi. W IV kwartale 2018 r. rynek dokonał najwyraźniej skrajnie przesadzonej korekty, co doprowadziło do sytuacji, w której wskaźniki fundamentalne, takie jak rosnące dochody z działalności operacyjnej, są w wielu przypadkach lepsze, niż wskazywałyby wyceny firm.

Okazja dla aktywnych zarządzających – efektywne wykorzystanie gotówki

Chociaż każda bessy stwarza liczne problemy, jako aktywni zarządzający mamy do dyspozycji fachowców z bogatym doświadczeniem w inwestowaniu na spadających rynkach. Uważamy, że dogłębna wiedza na temat dynamiki poprzednich korekt jest istotnym atutem.

Przez cały okres korekty staraliśmy się wykorzystać atrakcyjne długoterminowe sposobności do zakupu walorów należących do szerokiej gamy sektorów i branż, w tym spółek świadczących usługi w sektorze ropy i gazu, produkujących części do kamperów, z branży infrastrukturalnej, fotoniki laserowej, transportu ciężarowego, bankowości, ambulatoryjnej opieki zdrowotnej oraz wytwarzających maszyny wykorzystywane w branży półprzewodnikowej.

O atrakcyjności cen po korekcie świadczy fakt, że przeciętna spółka z indeksu Russell 2000 straciła 37,2% w porównaniu z poprzednim 52-tygodniowym rekordem osiągniętym do 31 grudnia 2018 r.

Szczególnie pozytywnie zapatrujemy się na spółki, które znamy najlepiej i w których potwierdzoną już zdolność do skutecznego radzenia sobie

z przeciwnościami najbardziej wierzymy.

Na początku 2019 r. cechują się one generalnie solidnymi przepływami pieniężnymi, umiarkowanymi wycenami, efektywnym zarządzaniem i zachęcającymi perspektywami. Naszym zdaniem firmy te mają największą szansę poradzić sobie w wykazującym większą zmienność i niepewność środowisku, w jakim obecnie się znajdujemy.

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

Przedstawiony materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, a zestawienia w nim zawarte należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Materiał ten nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani oferty publicznej w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, doradztwa inwestycyjnego, innego rodzaju doradztwa, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjne. Wskazanie czynników wpływających na rynki inwestycyjne stanowi wynik przemyśleń własnych autorów i mimo dołożenia przez nich należytej staranności, autorzy ci oraz Esaliens TFI SA nie mogą zagwarantować ich kompletności i prawdziwości w każdych okolicznościach i tym samym nie ponoszą odpowiedzialności za jakiekolwiek działania podjęte w wyniku ich wykorzystania w szczególności za poniesione szkody. Esaliens TFI SA działa na podstawie decyzji z dn. 18.06.1998 r., wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.