



PERSPEKTYWY

Czerwiec 2010



Bradley Radin, CFA¹
Wiceprezes wykonawczy
Zarządzający portfelem / analityk
Templeton Global Equity Group
Templeton Investment Management

W TYM NUMERZE:

Artykuły w tym numerze odnoszą się do stanu na dzień 23 czerwca 2010 r.

Spółki o niskiej kapitalizacji

Inwestowanie w spółki o niskiej kapitalizacji rynkowej z pewnością jest obciążone wyższym ryzykiem niż lokowanie środków w papierach dużych przedsiębiorstw, a akcje małych spółek zwykle osiągają gorsze wyniki podczas okresów dekoniunktury, ale za to oferują potencjalnie wyższe zyski, gdy warunki rynkowe zaczynają się poprawiać.

Mutual Series

Naszym zadaniem jest trafne odróżnianie okazji, tj. przedsiębiorstw, których papiery są niedoszacowane w stosunku do ich faktycznej wartości, od spółek, których niska wycena jest uzasadniona czynnikami fundamentalnymi.

Amerykański rynek akcji

Filozofia zespołu Franklin U.S. Growth koncentruje się na inwestowaniu w wysokiej jakości spółki o potencjale zrównoważonego długoterminowego wzrostu, które mogą oferować atrakcyjne możliwości dla inwestorów.

Rynki wschodzące

Jak zawsze, osobiste wizyty okazały się najlepszym sposobem na poznanie rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstw, a jednym z pozytywnych trendów, jakie zaobserwowaliśmy, jest wzrost nowych zamówień odbieranych przez producentów z Pusan, których odwiedziliśmy.

Podjęcie Templetona

Podjęcie inwestycyjne Templetona skoncentrowane jest na rozbieżnościach pomiędzy rynkową wyceną akcji a ich faktyczną wartością. Wyszukujemy spółki, które są niedoceniane przez inwestorów, gdy krótkoterminowe zawirowania i chwilowe nastroje odwracają uwagę od ich rzeczywistej kondycji, którą określamy na podstawie szacowanego potencjału do wzrostu rentowności, generowania przepływów pieniężnych czy wartości aktywów przedsiębiorstwa. Podczas takiej selekcji, staramy się czerpać korzyści z krótkotrwałych trendów rynkowych utrzymując długi horyzont inwestycyjny.

Nasze podejście do spółek o niskiej kapitalizacji jest identyczne jak to stosowane wobec dużych przedsiębiorstw, jednak mniejsze firmy z pewnością mają pewne cechy, które wyróżniają je na tle pozostałych segmentów rynku. Ogólnie rzecz biorąc, segment spółek o niskiej kapitalizacji jest słabiej spenetrowany przez analityków, co – w połączeniu z mniejszą płynnością i większą zmiennością cen tych aktywów – często skutkuje większym niedoszacowaniem i atrakcyjnymi okazjami do zarabiania na tym zjawisku.

Ponadto, małe spółki generalnie cechuje wyższy potencjał wzrostowy (dzięki niskiemu poziomowi bazowemu) oraz prostsza struktura biznesowa i kapitałowa, która znacznie upraszcza księgowość i minimalizuje ryzyko nieprawidłowości. Takie firmy nierzadko wykazują się wyższym poziomem ładu korporacyjnego, ponieważ menedżerowie są często jednocześnie właścicielami spółek, a ich interesy są zbieżne z interesami udziałowców.

Spółki o niskiej kapitalizacji są wreszcie szczególnie atrakcyjne dla inwestorów kierujących się analizą fundamentalną; większe znaczenie czynników indywidualnych niż warunków makroekonomicznych to cecha doskonale spełniająca kryteria naszego procesu inwestycyjnego opartego na szczegółowej analizie pojedynczych papierów.

Inwestowanie w spółki o niskiej kapitalizacji rynkowej z pewnością jest obciążone wyższym ryzykiem niż lokowanie środków w papierach dużych przedsiębiorstw, a akcje małych spółek zwykle osiągają gorsze wyniki podczas okresów dekoniunktury, ale za to oferują potencjalnie wyższe zyski, gdy warunki rynkowe zaczynają się poprawiać. Zarządzamy tym ryzykiem przede wszystkim poprzez wysokiej jakości badania, obejmujące szczegółowe analizy sprawozdań finansowych spółek (rachunków przepływów pieniężnych, bilansów, rachunków zysków i strat, itp.), jak również jakościową ocenę pozycji konkurencyjnej, sposobu zarządzania i zaangażowania w budowanie wartości dla akcjonariuszy.

Rygorystyczna ilościowa i jakościowa analiza każdego potencjalnego kandydata do portfela to nasza pierwsza linia obrony przed ryzykiem. Cytując naszego założyciela, Sir Johna Templetona, „Pomysł pozostaje tylko pomysłem, dopóki nie towarzyszy mu ciężka praca”. To motto mamy stale w pamięci poszukując ukrytej wartości w spółkach, niezależnie od ich rozmiarów.

¹CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

Mutual Series

Poszukiwanie okazji w czasach wzmożonej zmienności



Peter Langerman
Prezes / CEO
Mutual Series

W Mutual Series, koncentrujemy się na szczegółowej analizie fundamentalnej pojedynczych papierów, ale jednocześnie uważnie obserwujemy wydarzenia na świecie. Choć można wskazać kilka potencjalnych źródeł istotnych problemów, które będą utrudniać światowe odbicie gospodarcze, np. zadłużenie publiczne Grecji czy obawy dotyczące innych krajów z tego regionu, patrzymy na nie przez pryzmat spółek, w które inwestujemy lub w które zamierzamy zainwestować.

Nasz zespół cały czas analizuje wyselekcjonowane spółki i stale znajduje korzystne możliwości inwestycyjne spełniające kryteria naszych funduszy. W ostatnim czasie, zainwestowaliśmy spore środki w USA i na całym świecie w spółki, których papiery uznaliśmy za niedoszacowane, a także w poboczne obszary naszej działalności, np. w rynek fuzji i przejęć oraz papiery spółek znajdujących się w tarapatkach finansowych. Naszym zadaniem jest trafne odróżnianie okazji, tj. przedsiębiorstw, których papiery są niedoszacowane w stosunku do ich faktycznej wartości, od spółek, których niska wycena jest uzasadniona czynnikami fundamentalnymi.

Uważamy, że obecna sytuacja charakteryzuje się mniejszym wpływem czynników makroekonomicznych na rynki. Pod koniec 2008 r. oraz na początku 2009 r., ceny większości aktywów poruszały się po tej samej trajektorii, odzwierciedlając uniwersalny charakter i szeroki zasięg kryzysu finansowego. Po ustąpieniu kryzysu, obecne warunki są, według nas, bardzo korzystne dla strategii stosowanej przez Mutual Series. Przykładowo, mam wrażenie, że wiele przedsiębiorstw zaczyna porzucać strategię „zarządzania kryzysowego”, skłaniając się ku opracowywaniu i wdrażaniu bardziej długoterminowych planów. Przedsiębiorcy próbują przewidzieć znormalizowany poziom popytu oraz oszacować istniejące możliwości rynkowe, a także powracają do zarządzania inwestycjami, przejmując jedne spółki, a zamykając lub sprzedając inne. Trend ten znajduje odbicie w ostatnim wzroście aktywności w obszarze fuzji i przejęć. Sądzę, że jedną z przyczyn tego trendu są spore ilości gotówki w bilansach przedsiębiorstw

i łatwiejszy dostęp spółek o mocnej kondycji do kredytów, dzięki którym kolejne przejęcia stają się logiczną reakcją na zbyt powolny rozwój bieżącej działalności.

Podobnie, jak bywało to podczas poprzednich okresów dekonjunktury, aktywność w obszarze fuzji i przejęć w latach 2008 i 2009 zmalała, kiedy doszło do wyczerpania tradycyjnych źródeł finansowania, a spółki zaczęły gromadzić kapitał. Co więcej, trudne warunki gospodarcze zmusiły przedsiębiorców do skoncentrowania się na usprawnianiu działalności i budowaniu wartości. Wobec trwającego odbicia gospodarczego, menedżerowie znowu zaczęli przyjmować szerszą perspektywę, co prawdopodobnie przełoży się na wzrost zarówno liczby, jak i wartości transakcji fuzji i przejęć w 2010 r. Z geograficznego punktu widzenia, większość transakcji fuzji i przejęć zwykle realizowana jest w USA, jednak w 2009 r. oraz w minionych miesiącach 2010 r., duża aktywność w tym obszarze notowana była także w Azji i Europie i spodziewamy się utrzymania tego trendu wzrostowego w skali całego świata.

Jednocześnie, rynki są i przez pewien czas pozostaną pod wpływem wzmożonej zmienności, kiedy odczuwalny będzie wpływ kolejnych wydarzeń na świecie. Takie wydarzenia zwykle przekładają się na dramatyczne zmiany wyceny spółek, które umożliwiają naszemu zespołowi inwestycyjnemu odkrywanie atrakcyjnych okazji przy pomocy naszych modeli i technik wyceny papierów. Uważamy, że ten typ zmienności rynkowej, wywołanej przez pesymistyczne doniesienia medialne, wyzwania legislacyjne stojące przed USA czy inne przyczyny, tworzy odpowiednie warunki, w których będziemy mogli skutecznie wykorzystać nasze narzędzia do poszukiwania ukrytej wartości.

Choć nie można mieć pewności, że rynki na całym świecie zmierzają w stronę stabilizacji i będą nadal notować wzrosty, a my jesteśmy dalecy od snucia prognoz o kierunku ich rozwoju, uważamy, że dzisiejsza sytuacja działa na naszą korzyść, a zatem będziemy nadal zajmować się tym, co robimy najlepiej, czyli szczegółową analizą pojedynczych papierów w długim horyzoncie inwestycyjnym.

Amerykański rynek akcji

Koncentracja na analizach



James L. Cross, CFA¹
Wiceprezes, analityk i
zarządzający portfelem
Franklin Equity Group

Filozofia zespołu Franklin U.S. Growth koncentruje się na inwestowaniu w wysokiej jakości spółki o potencjale zrównoważonego długoterminowego wzrostu, które mogą oferować atrakcyjne możliwości dla inwestorów. Cały czas prowadzimy szczegółowe analizy w celu wyszukiwania spółek, które spełniają nasze kryteria rozwoju, jakości i poziomu wyceny. Praktyczną realizację założeń tej filozofii zapewnia zespół złożony z 35 analityków badających setki spółek z różnych branż. Prowadząc własne badania i analizy, poszukujemy okazji do inwestowania w dobrze zarządzane i dokapitalizowane przedsiębiorstwa o wyraźnie widocznych czynnikach determinujących dalszy wzrost. Cały stosowany przez nas proces badawczy – od pierwszej informacji o danej spółce do ostatecznej decyzji o zakupie jej papierów – najlepiej zobrazuje historia naszej inwestycji w akcje producenta technologii termowizyjnych opartych na podczerwieni do zastosowań wojskowych i komercyjnych.

Nasz zespół usłyszał o tej firmie po raz pierwszy w 2002 r., kiedy dowiedzieliśmy się o zatrudnieniu przez nią nowych menedżerów wykonawczych zapowiadających zwrot w jej karierze. Spotkaliśmy się wówczas z najważniejszymi osobami z tego przedsiębiorstwa i uznaliśmy, że mamy przed sobą możliwość potencjalnie atrakcyjnej inwestycji. Nie byliśmy jednak przekonani, czy spółka w dużym stopniu zależna od kontraktów z armią będzie w stanie utrzymać wzrost sprzedaży po ograniczeniu amerykańskich misji wojskowych w Iraku i Afganistanie. Trzy i pół roku później, ponownie spotkaliśmy się z przedstawicielami zarządu, którzy zaprezentowali rezultaty obiecanych poprzednio zmian; pozostaliśmy jednak sceptyczni, ponieważ znacząca część sprzedaży generowanej przez firmę nadal była uzależniona od jednego podstawowego czynnika, czyli kontraktów z armią.

Cztery lata później, dowiedzieliśmy się od przedstawicieli branży obronnej, że kamery na podczerwień staną się wkrótce ważnym elementem niezbędnych systemów bezpieczeństwa różnego rodzaju obiektów, np. elektrowni atomowych. W świetle takich doniesień, jakość i prognozy zrównoważonego wzrostu omawianej spółki zaczęły się poprawiać, a nasze zainteresowanie jej akcjami wzrosło.

Później w tym samym roku, analityk rynku motoryzacyjnego poinformował nas, że produkowana przez firmę technologia będzie wykorzystywana w systemach noktowizyjnych montowanych w luksusowych samochodach. Te dodatkowe szanse, jakie pojawiły się przed technologią i produktami naszej spółki, przekonały nas do rozpoczęcia dokładnej analizy i przyjrzenia się firmie z każdego możliwego punktu widzenia. Decyzję o zakupie akcji przedsiębiorstwa podjęliśmy pod koniec 2006 r., a w 2007 r. ich kurs zanotował mocny wzrost. Początek 2008 r. przyniósł kolejne wzrosty, a na koniec roku wynik zamknął się na poziomie bliskim zera, czyli był znacznie lepszy na tle wyników pozostałych uczestników tego rynku w 2008 r.

Podsumowując, niezbyt dobrze prosperująca spółka zatrudniła nowy zarząd, który potrafił istotnie poprawić jej sytuację. Po niedługim czasie, przed produktami firmy otworzyły się dwa dodatkowe rynki, obok dotychczasowego głównego odbiorcy, czyli armii. Przedsiębiorstwo powiększało swój udział w rynku, nawet pomimo stopniowego ograniczania przez amerykańską armię skali misji zagranicznych. Uważamy, że potencjał wzrostowy tej spółki oferuje nam możliwość atrakcyjnej inwestycji w wysokiej jakości przedsiębiorstwo w perspektywie 10 – 20 lat.

Rynki wschodzące

Poszukiwanie niszy na rynku południowokoreańskim



Dr. Mark Mobius,
Prezes
Templeton Asset Management Ltd.

Pomimo ostatnich napięć na Półwyspie Koreańskim, które wywołały pewien niepokój na rynkach światowych, gospodarka Korei Południowej nadal rośnie, a my cały czas znajdujemy w tym regionie atrakcyjne możliwości. Ponieważ lubimy osobiście zobaczyć, jak funkcjonuje spółka, w którą chcemy zainwestować (czyli – jak to mówimy – „zajrzeć pod maskę”), udaliśmy się ostatnio do Korei Południowej, by dokładnie przyjrzeć się kilku zakładom w Pusan – drugim po Seulu pod względem wielkości południowokoreańskim mieście.

Pierwszą wizytę złożyliśmy spółce, która dla nas reprezentuje nową generację producentów zaawansowanych technologicznie wyrobów metalowych wysokiej jakości, mających duży udział w krajowym przemyśle i eksporcie. Po jakimś czasie, firma zaczęła przyciągać nowe zamówienia od amerykańskich przedsiębiorstw z branży lotniczej, chińskich linii kolejowych oraz indyjskich elektrowni. Przedsiębiorstwo produkuje bardzo duże maszyny, które potrafią kosztować nawet 1 mln USD za sztukę. Ponadto, stale opracowywane są nowe narzędzia, które skutecznie konkurują z droższymi importowanymi urządzeniami. Byliśmy pod wrażeniem możliwości zakładu w zakresie konstruowania potężnych układów mechaniki precyzyjnej, np. numerycznie sterowanych (CNC) frezarek do kół zębatych, niezbędnych do wyrobu takich produktów, jak przekładnie zębate, a także numerycznie sterowanych maszyn wysokiej częstotliwości do produkcji komponentów elektrowni wiatrowych.

Od przedstawicieli kolejnego zakładu w Pusan, do którego się udaliśmy, dowiedzieliśmy się o napływie nowych zamówień na przemysłowe elementy montażowe. To była już trzecia nasza wizyta w tej firmie i po raz kolejny cały plac przed zakładem zapełniony był gotowymi produktami oczekującymi na wysyłkę do odbiorców.

Ok. 60% produktów firmy trafia do zakładów petrochemicznych, 17% to komponenty okrętów i platform wiertniczych, a pozostałe wyroby przeznaczone są dla elektrowni. Dla uczczenia okrągłej rocznicy swego powstania, spółka postanowiła wypracować wysoki docelowy pułap przychodów poprzez zwiększenie swej obecności na rynku międzynarodowym. Ponieważ wymagało to bliskich relacji z nowymi klientami, czyli potężnymi międzynarodowymi koncernami przemysłowymi, podjęto decyzję o otwarciu oddziału w USA. Zauważyliśmy, że firma stawia przede wszystkim na klientów z branży energetycznej, a w szczególności koncerny budujące elektrownie atomowe, ponieważ jest to potencjalnie większy segment rynku w porównaniu z branżą petrochemiczną, a firma jest w stanie spełnić rygorystyczne wymagania stawiane przez ten rynek.

Większą liczbę nowych zamówień odnotowała także firma, którą odwiedziliśmy jako trzecią. Dowiedzieliśmy się, że przedsiębiorstwo to właśnie zyskało możliwość dostarczania komponentów dla elektrowni atomowych. Jeżeli chodzi o surowce, firma kupuje sztaby stali od krajowych dostawców oraz importuje stalowe płyty z Brazylii i Rosji, jednak obecnie, z myślą o powiększeniu swych marż, planuje także budowę zakładu produkcji i odlewu stali, który – według zarządzających spółką – mógłby zmniejszyć koszty produkcji o 20%.

Jak zawsze, osobiste wizyty okazały się najlepszym sposobem na poznanie rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstw, a jednym z pozytywnych trendów, jakie zaobserwowaliśmy, jest wzrost nowych zamówień odbieranych przez producentów z Pusan, których odwiedziliśmy. Wierzymy, że ich strategia polegająca na koncentracji na niszowych produktach i rynkach pomoże im skutecznie wykorzystać swe atuty.

Materiał został przygotowany w Czerwcu 2010.

Prawa autorskie © 2010 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

[Informacja natury prawnej](#)

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży jakichkolwiek udziałów ani zaproszenia do zapisów na tytuły uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu luksemburskiego SICAV Franklin Templeton Investment Funds (zwanego dalej „Funduszem”). Żadnej z części niniejszego dokumentu nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Opinie wyrażone w niniejszym dokumencie stanowią opinie autora tego dokumentu na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Zapisy na tytuły uczestnictwa mogą być dokonywane wyłącznie w oparciu o aktualny, pełny lub skrócony prospekt informacyjny Funduszu, ostatnie roczne sprawozdanie finansowe opatrzone opinią biegłego rewidenta oraz ostatnie półroczne sprawozdanie finansowe, o ile zostało opublikowane później niż sprawozdanie roczne. Ceny tytułów uczestnictwa i dochody uzyskiwane z tytułów uczestnictwa mogą ulec zmniejszeniu lub zwiększeniu, a inwestorzy mogą nie odzyskać całej zainwestowanej kwoty. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.** Zmiany kursów walut mogą wpływać na wartość inwestycji zagranicznych. Inwestowanie w fundusz denominowany w walucie obcej także wiąże się z ryzykiem zmian kursów wymiany. Inwestowanie w tytuły uczestnictwa Funduszu wiąże się z ryzykiem opisanym w pełnym i skróconym prospekcie informacyjnym Funduszu. Ryzyko związane z inwestycjami na rynkach wschodzących może być większe niż ryzyko na rynkach rozwiniętych. Inwestycje w instrumenty pochodne wiążą się z określonym rodzajem ryzyka szczegółowo opisanym w prospekcie informacyjnym Funduszu. Tytuły uczestnictwa Funduszu nie mogą być bezpośrednio ani pośrednio oferowane ani sprzedawane obywatelom ani rezydentom Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Tytuły uczestnictwa Funduszu nie są dostępne na każdym terytorium podlegającym dowolnej jurysdykcji, a osoby ubiegające się o pozyskanie tytułów uczestnictwa powinny sprawdzić możliwość nabycia tytułów uczestnictwa u lokalnego przedstawiciela Franklin Templeton przed planowaniem inwestycji. Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i są udostępniane w niniejszym dokumencie wyłącznie do celów informacyjnych. Odniesienia do konkretnych gałęzi przemysłu, sektorów czy spółek mają charakter ogólnych informacji i nie muszą odzwierciedlać rzeczywistego zaangażowania funduszu w jakikolwiek momencie. Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, zalecamy skonsultowanie się z doradcą finansowym. Kopię najnowszej wersji prospektu informacyjnego, rocznego sprawozdania finansowego lub półrocznego sprawozdania finansowego, o ile zostało opublikowane po publikacji ostatniego sprawozdania rocznego, można znaleźć na naszej stronie internetowej www.franklintempleton.pl lub otrzymać za darmo od Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.; Rondo ONZ1; 00-124 Warsaw Tel: +48 22 337 13 50; Fax: +48 22 337 13 70

Dokument wydany przez Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.