

IPOPEMA GLOBALNYCH MEGATRENDÓW SFIO

Fundusz zakończył czerwiec stopą zwrotu równą +0,5%, przy stopie zwrotu z benchmarku równej +5,3%. Wynik w ujęciu za minione 12 miesięcy wyniósł -2,5% przy stopie zwrotu z benchmarku +15,2%.



**Michał Ficenes, CIIA,
CAIA**

doradca inwestycyjny,
zarządzający funduszem

Absolwent Uniwersytetu Warszawskiego, gdzie skończył kierunki Finanse, Rachunkowość i Ubezpieczenia oraz Zarządzanie. Posiada licencję Maklera Papierów Wartościowych, licencję Doradcy Inwestycyjnego, tytuł Certified International Investment Analyst (CIIA) oraz tytuł Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Karierę na rynkach kapitałowych zaczął w Citibank International PLC w roli analityka, następnie w Skarbiec TFI gdzie piastował stanowisko analityka ryzyka inwestycyjnego, analityka akcji zagranicznych oraz zarządzającego. Zarządzał funduszem typu long-short absolutnej stopy zwrotu (Pairs Trading, Merger Arbitrage), zagranicznym portfelem funduszy PPK, portfelami spółek ochrony zdrowia oraz współzarządzał zagranicznym funduszem tematycznym przemian i trendów społecznych.

Od marca 2022 w IPOPEMA TFI zatrudniony jako Zarządzający.



Komentarz do wyników funduszu

Ostatni miesiąc półrocza przyniósł stabilizację trendów z maja z jednoczesnym „odpoczynkiem” po bardzo silnym poprzednim miesiącu. Był on też w zasadzie bardzo dobra ilustracją całego pierwszego półrocza 2023, które upływa pod znakiem relatywnie wąskiego rynku i triumfu spółek technologicznych – powiązanych z rewolucją w obszarze sztucznej inteligencji.

Atrybucja* wyniku funduszu za czerwiec 2023 r.:

Segment portfela	Kontrybucja do wyniku
Transformacja cyfrowa	1,0
Cyberbezpieczeństwo	0,7
Półprzewodniki	0,6
Przetwarzanie w chmurze	0,0
Czysta energia	-0,1
Medycyna	-0,3

*wyniki nie sumują się do całkowitej stopy zwrotu z funduszu na którą wpływ mają również transakcje zabezpieczające ekspozycję walutową, ekspozycję rynkową oraz zmiany poziomu alokacji.



Komentarz do wyników poszczególnych segmentów portfela

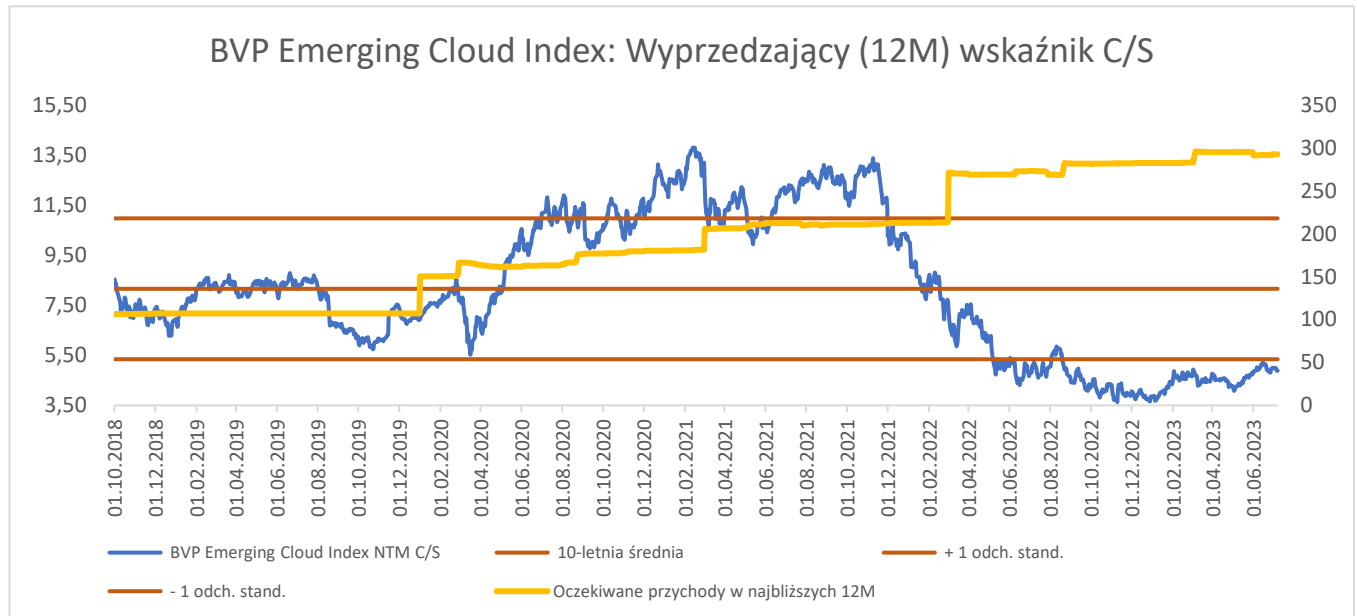
II kw. br. upłynął pod znakiem dominacji spółek technologicznych powiązanych bezpośrednio z rewolucją AI. Doprowadziło to nie tylko do utworzenia bardzo wąskiego grona spółek, które przewodziły tegorocznej hossie, ale również do swoistego „zakrzywienia” faktycznego zachowania się największych indeksów w Stanach Zjednoczonych, w których spółki technologiczne stanowią dominujący komponent. Megatechowych 7 spółek (jak

m.in. Microsoft, NVIDIA czy Meta) odpowiadają za 50% wyniku S&P 500 i ponad 80% wyniku NASDAQ 100. Dość powiedzieć, że równoważony indeks S&P 500 jest aż o 10 p.p. słabszy od swojego, ważonego kapitalizacją, starszego brata (+6,3% vs +16,1% dla S&P 500).

Software

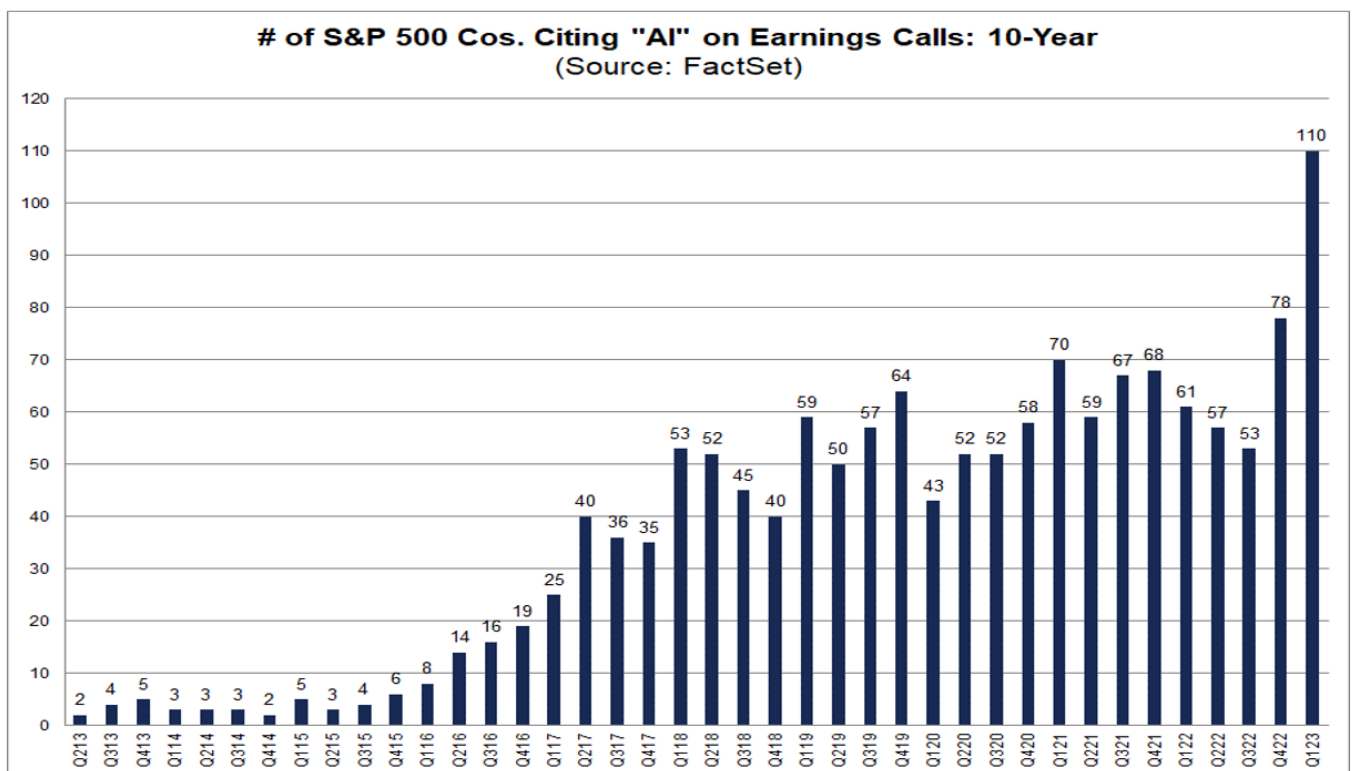
Segment oprogramowania, w szczególności spółek typu SaaS oraz zajmujących się budową infrastruktury w chmurze, „obudził się” bardzo późno, bo dopiero w maju br. W zasadzie aż do tego momentu można powiedzieć, że z wykluczeniem największych spółek z tego segmentu sektor zachowywał się słabo. Racjonalizacja wydatków na aplikacje biznesowe i przetwarzanie danych w chmurze były wciąż dominującym tematem konwersacji, które uwydatniały się w wynikach. Tempo wzrostu przychodów spowalniało, a klasyczne metryki efektywności spadały.

Wyceny sektora doszły do poziomów nie widzianych od globalnego kryzysu finansowego. Z resztą, BVP Emerging Cloud Index wciąż wyceniany jest na poziomie zdecydowanie niższym (5,0x prognozowana sprzedaż) niż 5-letnia średnia (8,2x).



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Dla spółek z tego segmentu „ratunkiem” były właśnie niskie wyceny w połączeniu z relatywnie odpornymi wynikami finansowymi oraz ... szczyptą AI. Sztuczna Inteligencja jest obecnie najchętniej przywoływanym zjawiskiem w historii. 110 spółek z S&P 500 wspominało o AI podczas podawania wyników za ostatni kwartał, dwa razy więcej niż pod koniec ubiegłego roku:



Źródło: FactSet: Highest number of SP 500 companies citing AI on Q1 earnings calls in over 10 years

Powracając jednak na chwilę do wycen i fundamentów spółek z segmentu software – odbicie kursów tych spółek odbyło się przede wszystkim na poziomie mnożników wycen. Przeciętne oczekiwane przychody spółek z indeksu BVP Emerging Cloud Index zostały zrewidowane w górę o zaledwie +3,6% a średni mnożnik zmienił się o +27,3%. Po części wynika to ze zwykłej regresji do średniej po wyjątkowo ciężkim 2022 roku. Zwracaliśmy już uwagę na decydującą przyczynę kompresji mnożników wycen w ubiegłym roku – rosnące stopy procentowe i rynek zaczął ewidentnie wyceniać ich przyszły spadek. Stoi to w kontraście do wciąż jastrzębiego FED. A zatem, abstrahując od stóp procentowych, wzrost mnożnika o prawie 30% oznacza rozpoczęcie dyskutowania rewolucji AI przez inwestorów giełdowych. W segmencie software podchodzimy bardzo selekcyjnie do tematu sztucznej inteligencji. Na chwilę obecną metody monetyzacji AI przez firmy software'owe pozostają w sferze marzeń (poza, być może, Microsoft) a jedyne co jest pewne to wzrost kosztów przetwarzania danych do utrzymywania tych systemów oraz CAPEX na akceleratory AI.

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do całego sektora. Pomimo wzrostu mnożnika jest on wciąż daleko od 5-letniej średniej fundamenty spółek kwartał po kwartale pozostają relatywnie (do innych sektorów gospodarki) silne.

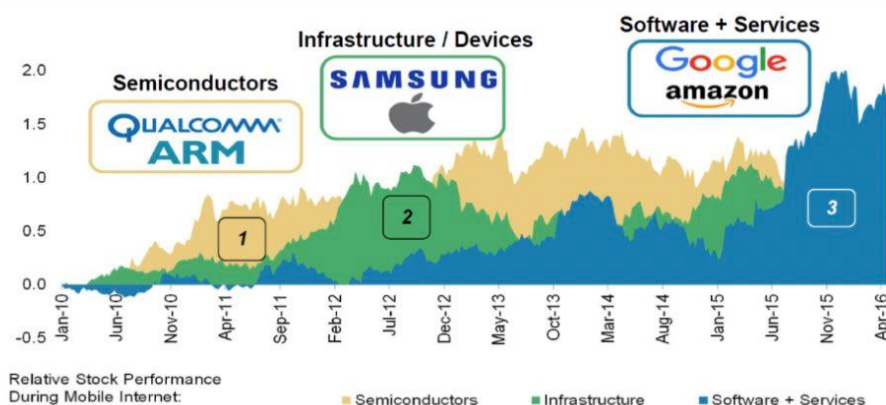
Półprzewodniki

Z wynikiem +46% YTD, napędzany przede wszystkim przez kurs akcji NVIDIA, segment półprzewodników okazał się jak dotychczas największym beneficjentem rewolucji AI. Sztuczna Inteligencja w ramach wszystkich jej modeli i zastosowań (ze szczególnym wskazaniem na LLM) wymagają obecnie potężnych nakładów inwestycyjnych ze strony spółek software'owych. Jak z każdym zjawiskiem ekonomicznym, uważamy, że AI w biznesie rozwijać się będzie etapami i dłużej niż dziś podchodzą do tego inwestorzy. Zgodnie z zasadą „Inwestorzy przeszacowują wpływ zjawiska w krótkim terminie i niedoszacowują wpływu tego zjawiska w krótkim terminie”, uważamy, że o ile musimy jeszcze zobaczyć wpływ rewolucji AI na wyniki finansowe spółek software'owych, to na pewno widzimy je już dziś wśród spółek produkujących niezbędne do tej rewolucji półprzewodniki. Najlepiej poszczególne fazy tego rynku ujął ostatnio Morgan Stanley:

Morgan Stanley

The Roadmap to Monetizing Cycles: The Mobile Internet as a Case Study

- Mobile Internet Cycle Stock Performance
- Index Performance Relative to S&P 500



Źródło: Morgan Stanley „The Roadmap to Monetizing Cycles: The Internet as a Case Study”

Nie sposób dokonać szeroko zakrojonej oferty bazującej na modelach LLM i sztucznej inteligencji bez odpowiedniego zaplecza infrastruktury i mocy przetwórczych. Dlatego dostępne dziś produkty są relatywnie proste. Znajdujemy się dziś w fazie inwestycji w nową technologię i inwestycje te zrealizowane są w formie nakładów na akceleratory, karty graficzne, przełączniki sieciowe i inne, produkowane przez kluczowych graczy w segmencie półprzewodników.

Rynek finansowy oczywiście nie jest ślepy na zjawiska. Philadelphia Semiconductor Index, agregujący największe w USA spółki półprzewodnikowe, wyceniany był na 11,7x oczekiwana EBITDA spółek z tego sektora jeszcze na początku roku. Dziś za przeciętną spółkę z tego sektora zapłacić musimy ... 16,5x EBITDA, najwyższy poziom od szczytu z 2007 roku !

Sam poziom wycen nie wystarczy jednak do prostego stwierdzenia, czy segment jest już przewartościowany. W swoim raporcie kwartalnym NVIDIA podniosła prognozowane przychody na 2Q z 7 do 11 miliardów USA czyli o ponad 50% ! Tego dnia kurs urósł o +25% co oznacza, że efektywnie spółka ... staniała !

Czysta Energia

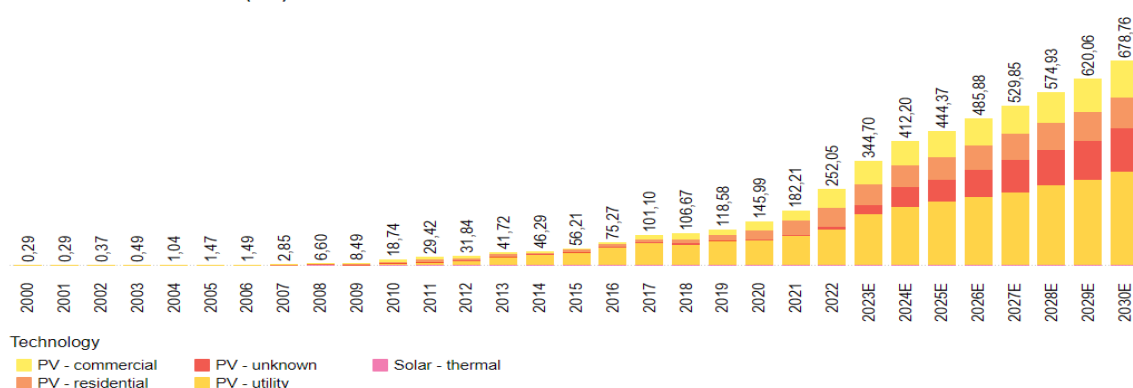
Zachowanie się kursów spółek powiązanych z czystą energią (tzw. clean tech) jest prawdopodobnie największą negatywną niespodzianką tego roku. iShares Global Clean Energy dostarczył w tym roku wynik -11% z czego spółki „solarowe” spadły o ok. -7% a wodorowe o ok. -19%.

Wzrost stóp procentowych, tak dotkliwy dla spółek wzrostowych, jest szczególnie odczuwalny przez segment spółek powiązanych z transformacją energetyczną. Większość projektów (np. farmy wiatrowe, parki solarne, fabryki elektrolizerów lub ładowarek elektrycznych) wymagają dużych nakładów finansowych, najczęściej finansowanych kapitałem obcym. Koszt tego kapitału to wyższe koszty obsługi długu a co za tym idzie mniejszy dostępny lewar i gorsza finalna ekonomika projektu. Taką narracją żyje dzisiaj rynek i dlatego, *alla 2022*, nawet dobre wyniki finansowe raportowane kwartał po kwartale nie podnoszą znacząco kursów.

Transformacja Energetyczna jest w naszej opinii najmłodszym z megatrendów i jednocześnie ma potencjał aby trwać zdecydowanie dłużej niż nam się wszystkim wydaje. Jest to bodajże jedyny segment gospodarki jak przychodzi nam do głowy, gdzie prognozy analityków sięgają ... 2050 roku (co jest związane z istniejącymi już dziś programami subwencyjnymi w USA i Europie). Dlatego zamiast skupiać się na krótkoterminowej zmienności w narracji i obawach inwestorów uwagę kierujemy do dwóch poniższych wykresów, które powinny w naszej opinii dawać możliwie wysoki komfort inwestycyjny inwestorom długoterminowym:

Przeszłe i oczekiwane przyrost mocy zainstalowanych - Fotowoltaika

Solar annual new additions (GW)

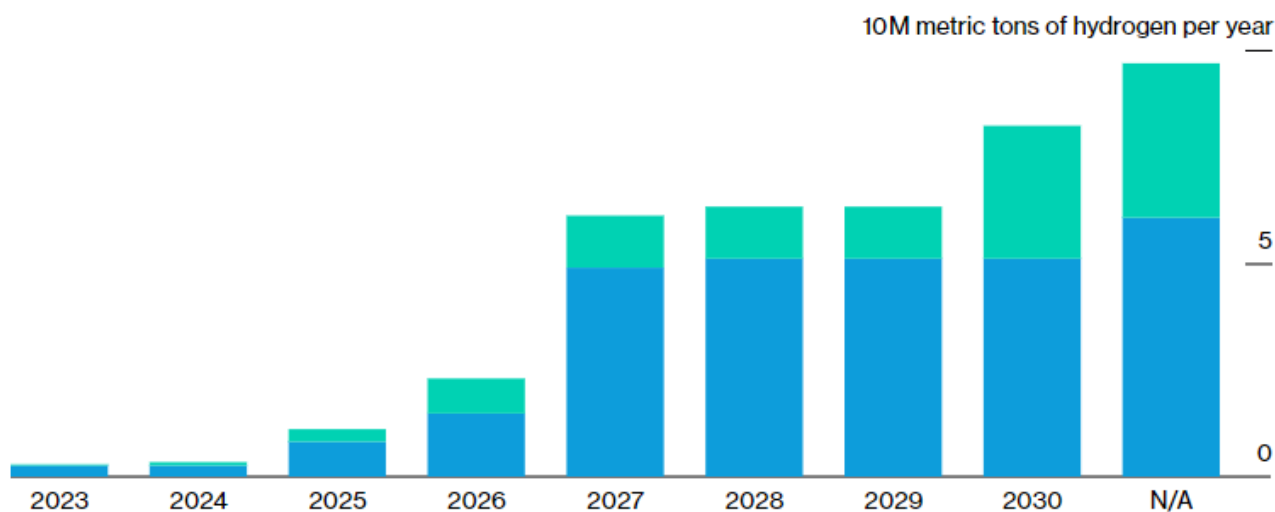


Źródło: BNEF

Oczekiwane przyrost mocy zainstalowanych - Wodór

Announced clean hydrogen production volume in the US

■ Blue hydrogen ■ Green hydrogen

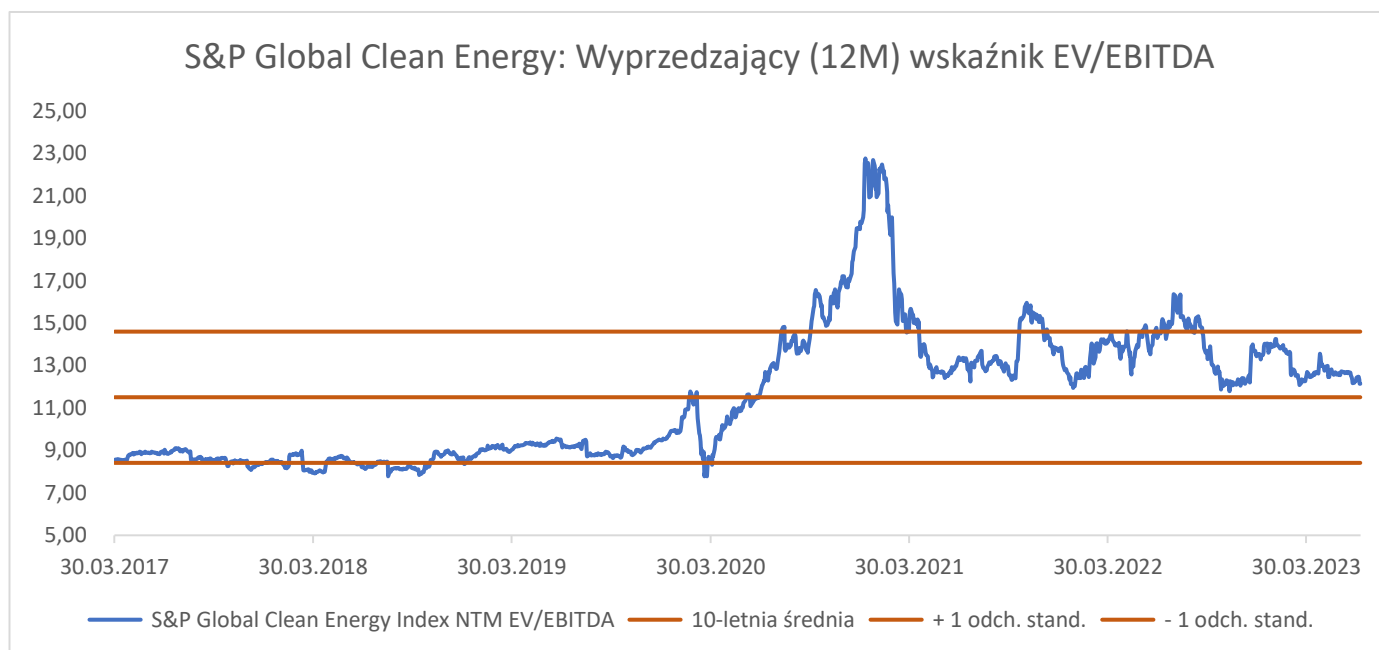


Source: BloombergNEF Hydrogen Production Database

BloombergNEF

Źródło: BNEF

Wycena sektora czystej energii nie jest wymagająca na poziomie ok 12x oczekiwana EBITDA, znajduje się na 5-letniej średniej. W przypadku tego konkretnego sektora jesteśmy bardzo ostrożni z podejściem do mnożników wycen ponieważ wiele spółek nabrało „wiatru w żagle” dopiero kilka lat temu i tak naprawdę przeszłe mnożniki wycen nie są bardzo pomocne. Bez względu na historię, z oczekiwanym dwucyfrowym tempem wzrostu EBITDA oraz przeciętną marżą na poziomie ok 15-20% aktualne mnożniki wycen uznajemy za atrakcyjne.



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

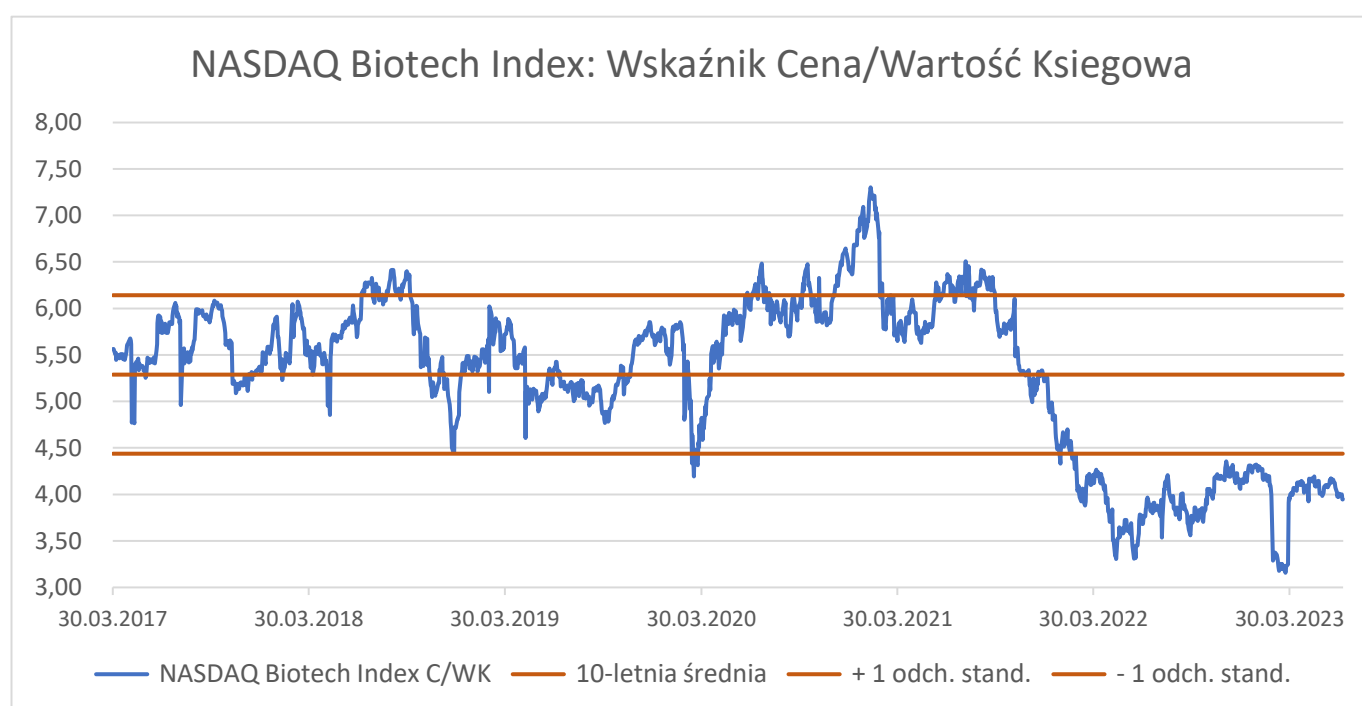
Pomimo trudnego roku jesteśmy bardzo głęboko przekonani do słuszności kierunku inwestycyjnego jaki jest czysta energia i tematyka transformacji energetycznej. Jest to relatywnie młody Megatrend na inwestycyjnym etapie rozwoju, jednak oczekiwane tempo wzrostu jest jednym z najciekawszych jakie udaje nam się dziś znaleźć w

gospodarce zaraz za sztuczną inteligencją. Dlatego segment ten był, jest i pozostanie znaczącym elementem portfela funduszu.

Medycyna

Innowacyjne odnogi ochrony zdrowia, takie jak urządzenia medyczne (medtech) lub biotechnologia, wciąż nie potrafią złapać oddechu. Sektor urządzeń medycznych śledzony ETF'em iShares U.S. Medical Devices urósł w tym roku zaledwie 6%, natomiast spółki biotechnologiczne zgromadzone pod najpopularniejszym SPDR S&P Biotech ETG dostarczyły YTD stopę zwrotu dokładnie równą... 0%.

W przeciwieństwie do pozostałych segmentów portfela, spółki biotechnologiczne nie są relatywnie spójną grupą a raczej zbiorem zupełnie różnych biznesów zebranych pod tą samą nazwą. Bieżący rok nie przyniósł jeszcze ani masowego zjawiska M&A, czyli skupowania małych spółek biotechnologicznych przez farmaceutycznych gigantów, ani sukcesów w nauce, które podniosłyby wyceny całego sektora.



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

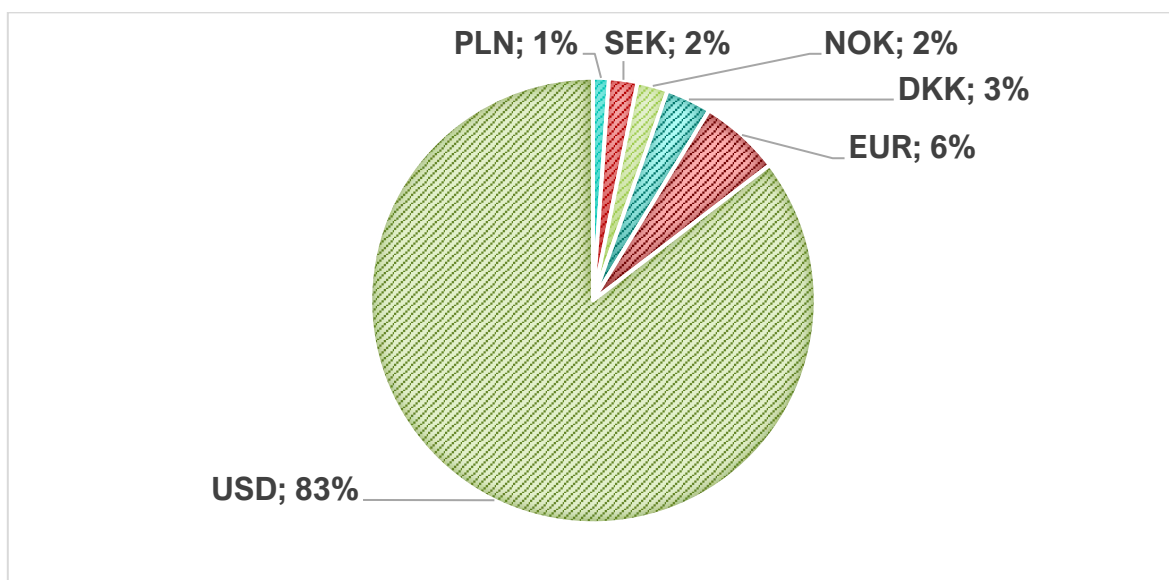
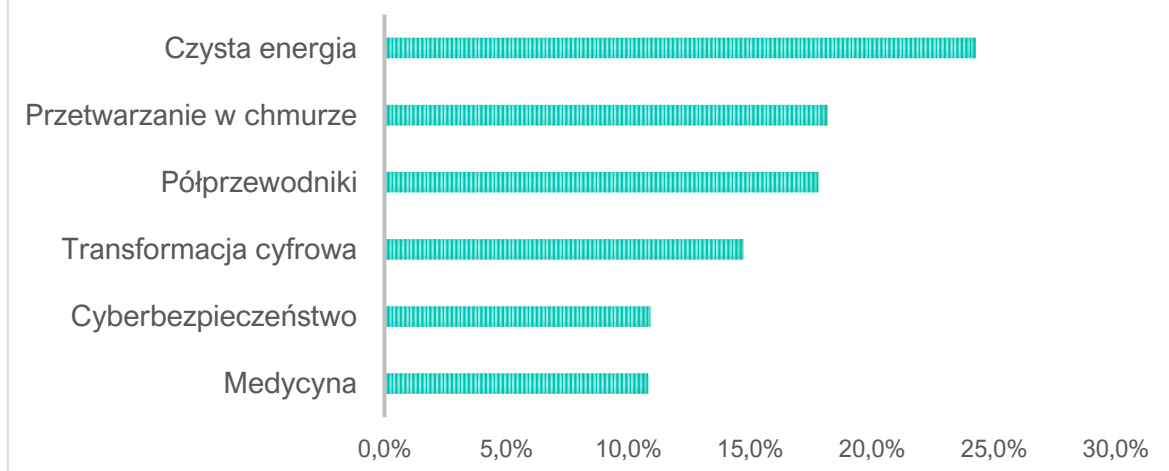
Z perspektywy wycenowej segment biotechnologiczny nigdy nie podniósł się po pandemii COVID-19. Niedysyjni bohaterowie są dzisiaj stosunkowo zapomnianym elementem rynku. Wycena na poziomie ok 4x wartość księgową akcji jest o ponad 20% niższej od swojej 5-letniej średniej. Można więc zaryzykować stwierdzenie, że jest to najniżej wyceniony segment ze wszystkich rynków innowacyjnych i wzrostowych.

Medycyna stanowi obecnie ok 10% portfela funduszu i jest mniej więcej równo rozłożona pomiędzy spółki biotechnologiczne oraz tzw. MedTech (czyli urządzenia medyczne).

Struktura portfela

Na koniec czerwca ok. 97% aktywów netto funduszu stanowiły instrumenty udziałowe a 3% gotówka i depozyty. W tym około 83% części akcyjnej funduszu jest notowane Stanach Zjednoczonych, około 17% części akcyjnej funduszu notowane jest w strefie euro. Podział tematyczny, uwzględniający megatrendy na jakie zwracamy obecnie uwagę jest następujący:

ALOKACJA TEMATYCZNA

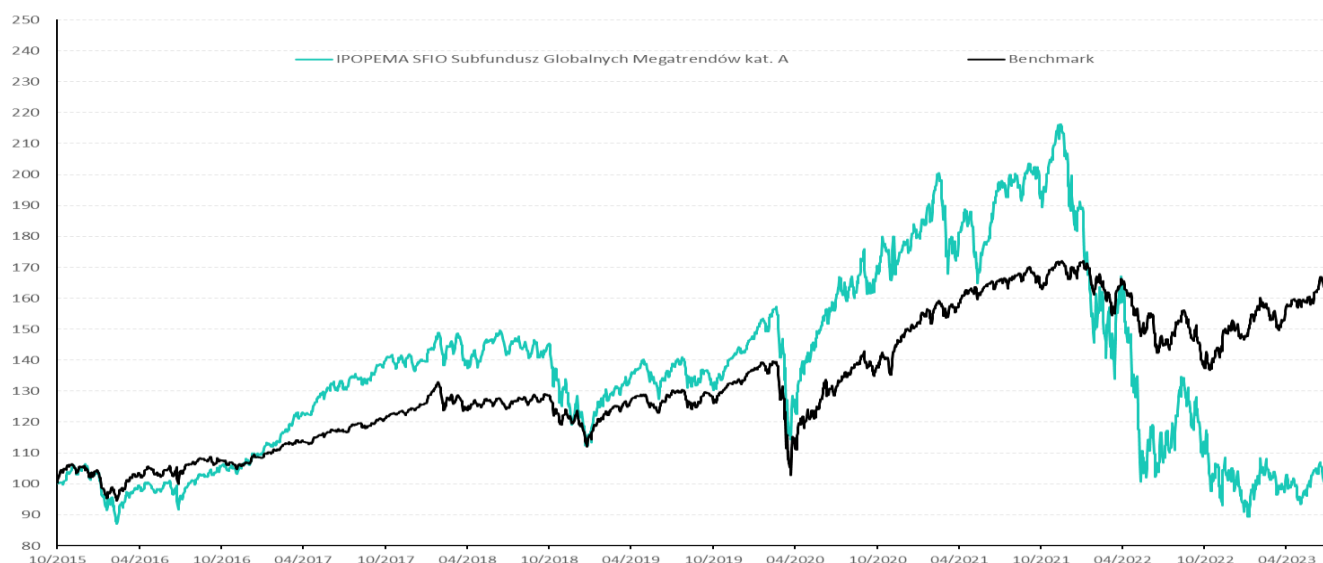


Źródło: Ipopema TFI, Bloomberg, 31.05.2023

Strategia inwestycyjna

Strategia Funduszu opiera się ona na zjawisku megatrendów, które są potężną siłą kształtującą naszą przyszłość. Megatrendy, to strukturalne zmiany w globalnej gospodarce, wybiegające poza cykliczne wahania koniunktury. Raz zapoczątkowane trwają lata lub dekady, po drodze transformując sposób działania jednostek, firm i całych społeczeństw. Obecnie fundusz skupia się na identyfikowaniu trendów głównie w 4 szerokich obszarach: technologii, demografii, ochronie zdrowia i czystej energii. Nasza filozofia inwestycyjna polega na poszukiwaniu spółek, dających ekspozycję na wykładniczy wzrost i będących liderami branż kształtowanych przez Megatrendy. Aby spełnić restrykcyjne kryteria wejścia do portfela, firma musi spełnić szereg wymagań: dynamicznie rosnąć w jednym z interesujących nas obszarów, posiadać silne przewagi konkurencyjne i być dobrze zarządzana, generować wysoki gotówkowy zwrot na inwestycjach oraz koncentrować się na generowaniu zwrotu dla akcjonariuszy.

Wykres: Jednostka uczestnictwa (kat. A) na tle benchmarku funduszu



Źródło: Ipopema TFI, Bloomberg

NOTA PRAWNA



Niniejszy materiał („Dokument”) ma charakter informacyjny, skierowany jest do uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. („Towarzystwo”). Jakikolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób Dokumentu lub informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

Dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień sporządzenia komentarza. Dokument może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Dokument nie może stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o skorzystaniu z usługi Towarzystwa lub nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych Towarzystwa lub źródeł zewnętrznych uznanych przez Towarzystwo za wiarygodne. Towarzystwo nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w Dokumencie. Dane zawarte w Dokumencie mogą podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania materiału niezgodnie z jego przeznaczeniem. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. W przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z Towarzystwem, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wymagane prawem informacje, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, zawarte są w prospekcie informacyjnym funduszu, publicznie dostępnym na stronie ipopematfi.pl, w siedzibie Towarzystwa oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa Funduszu.

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Inwestycje w Fundusze wiążą się z ryzykiem inwestycyjnym, należy liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Osiągnięta stopa zwrotu z inwestycji nie jest równoznaczna z wynikiem osiąganym przez Fundusze i zależy od wartości nabywanych jednostek uczestnictwa, okresu ich nabycia i zbycia, poziomu opłat oraz zapłaconych podatków, w szczególności podatków.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Próżnej 9, 00-107 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, REGON 140903771, NIP 1080003069. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z 13 września 2007 roku.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów oraz Uczestników FIO.