



ipopema

PROGNOZY INWESTYCYJNE
GLOBALNE MEGATRENDY 2023

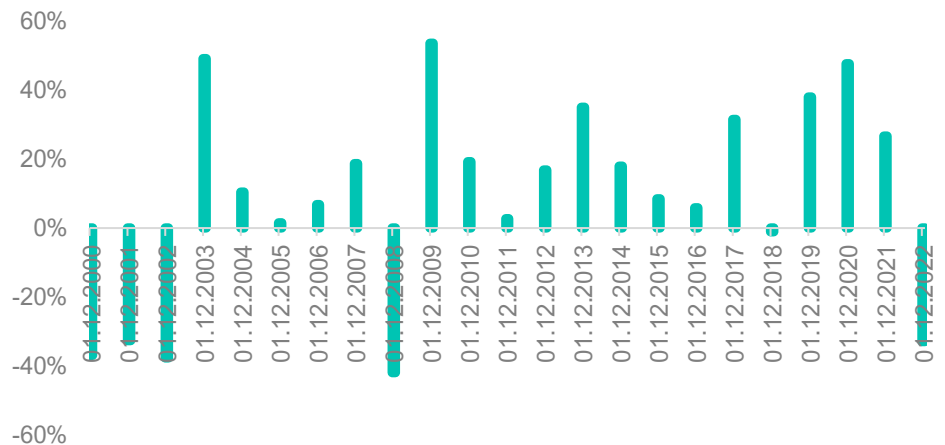


Globalne Megatrendy 2023

Podsumowanie roku 2022

Rok 2022 zapisze się na kartach historii jako najgorszej dla koniunktury giełdowej od 2008 roku. Był to szczególnie trudny rok dla inwestorów skoncentrowanych na nowoczesnych technologiach. Przyspieszająca inflacja i agresywnie podnoszone stopy procentowe miały dewastujący wpływ na mnożniki wycen wszystkich spółek klasyfikowane jako "wzrostowe" (tzn. Tych, których wynik finansowy rośnie w szybkim tempie).

Roczne stopy zwrotu z indeksu NASDAQ



Źródło: Bloomberg; Ipopema TFI



Michał Ficenes,
CIIA, CAIA

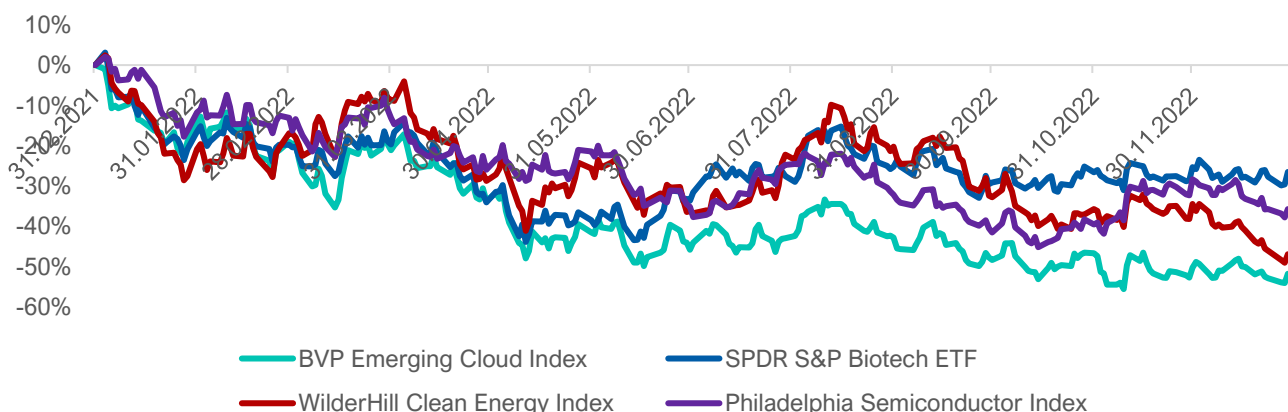
doradca inwestycyjny,
zarządzający funduszem

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.

Oczywiście w związku z powyższym najbardziej dotkniętym przeceną indeksem szerokiego rynku jest popularny NASDAQ 100. Wynik na poziomie -33% w 2022 roku jest najgorszym od kryzysu finansowego sprzed 14 lat. Wynik ten nie obrazuje właściwie skali przeceny wśród spółek technologicznych czy biotechnologicznych. Najczęściej kojarzone z indeksem NASDAQ spółki – zajmujące się tworzeniem oprogramowania – w segmencie najbardziej wzrostowym czyli małych i średnich spółek oferujących rozwiązania w chmurze w formule subskrypcyjnej SaaS (ang. Software-as-a-Service) spadły w 2022 roku o ponad 50%. Jednak nie były one osamotnione, poważna wyprzedaż



dotyczy też półprzewodników (-36%), spółek biotechnologicznych (-27%) czy producentów rozwiązań w nowej kategorii czystej energii (-47%).

Na tak drastyczne przeceny wpływ miały dwa zjawiska:

- 1) Wyceny ponad wieloletnimi średnimi
- 2) Wzrost inflacji i stóp procentowych

Wybuch epidemii COVID-19, po krótkotrwałej wyprzedży, rozpoczął prawdziwy boom na akcje szeroko rozumianych spółek technologicznych. Nie był on bez podstaw. Z dnia na dzień praktycznie wszystkie przedsiębiorstwa musiały przełączyć się na zdalną pracę, do tego potrzebne były odpowiednie oprogramowanie, moc obliczeniowa oraz przeniesienie wielu systemów do chmury. Wśród spółek ochrony zdrowia panowało ogólne przekonanie o sile i znaczeniu spółek wynajdujących i komercjalizujących nowoczesne leki i terapie na bazie ich istotnego wpływu na szybko poradzenia sobie z pandemią. Jeżeli nałożymy na to siedzących samotnie w domu inwestorów indywidualnych, których skrzynki zalane były dodatkowymi czekami w ramach np. „tarczy Covidowej”, którzy większość tych pieniędzy przeznaczali na zakupy akcji to mamy gotowy przepis na hossę.

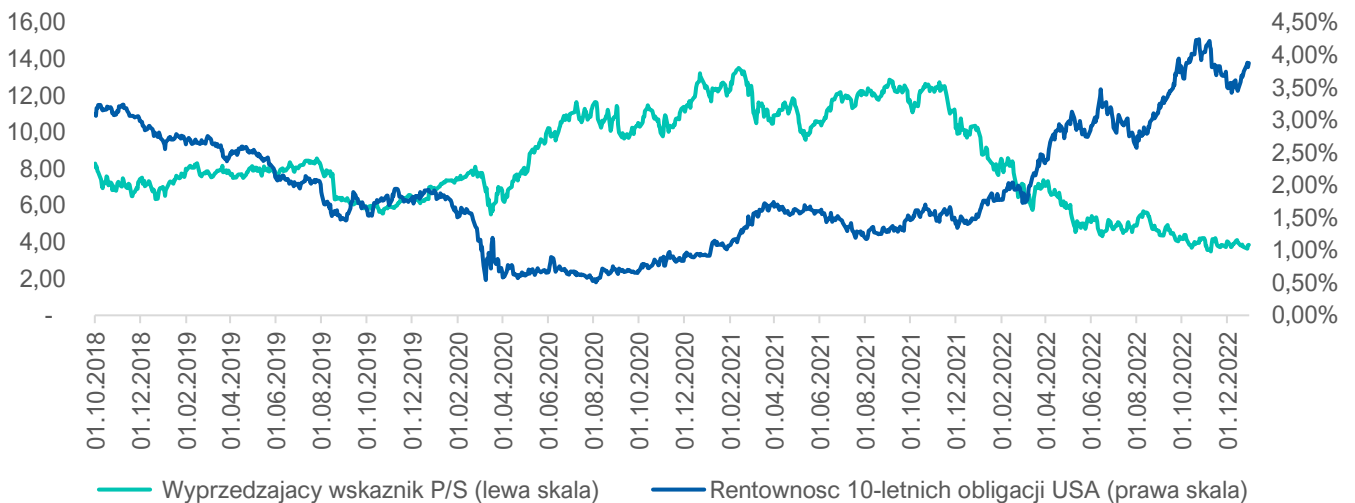
S&P 500: Wyprzedzający wskaźnik C/Z



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Z wycen na poziomie 25x oczekiwane zyski sama normalizacja do 5-letniej średniej (~20x) to spadek indeksu o 20%... Katalizatorem do spadku wycen była rozpędzająca się inflacja i w jej konsekwencji wzrost stóp procentowych prowadzących do spowolnienia gospodarczego. Wzrost stóp procentowych jest szczególnie „szkodliwy” dla wycen spółek o bardzo szybkim prognozowanym tempie wzrostu wyniku finansowego. Dzieje się tak dlatego, że prognozowany wynik za np. 10 lat jest wielokrotnie większy od dzisiejszego a więc najwięcej waży w wycenie. Natomiast im bardziej odległa prognoza, tym bardziej wrażliwa na zmianę stopy dyskontowej. W ubiegłym roku stopa dyskontowa wzrosła o minimum 3 punkty procentowe (tyle średnio wyniosła zmiana rentowności amerykańskich obligacji skarbowych). Efekt ten widać bardzo dobrze w zestawieniu wycen małych i średnich spółek software’owych oraz rentowności obligacji skarbowych poniżej:

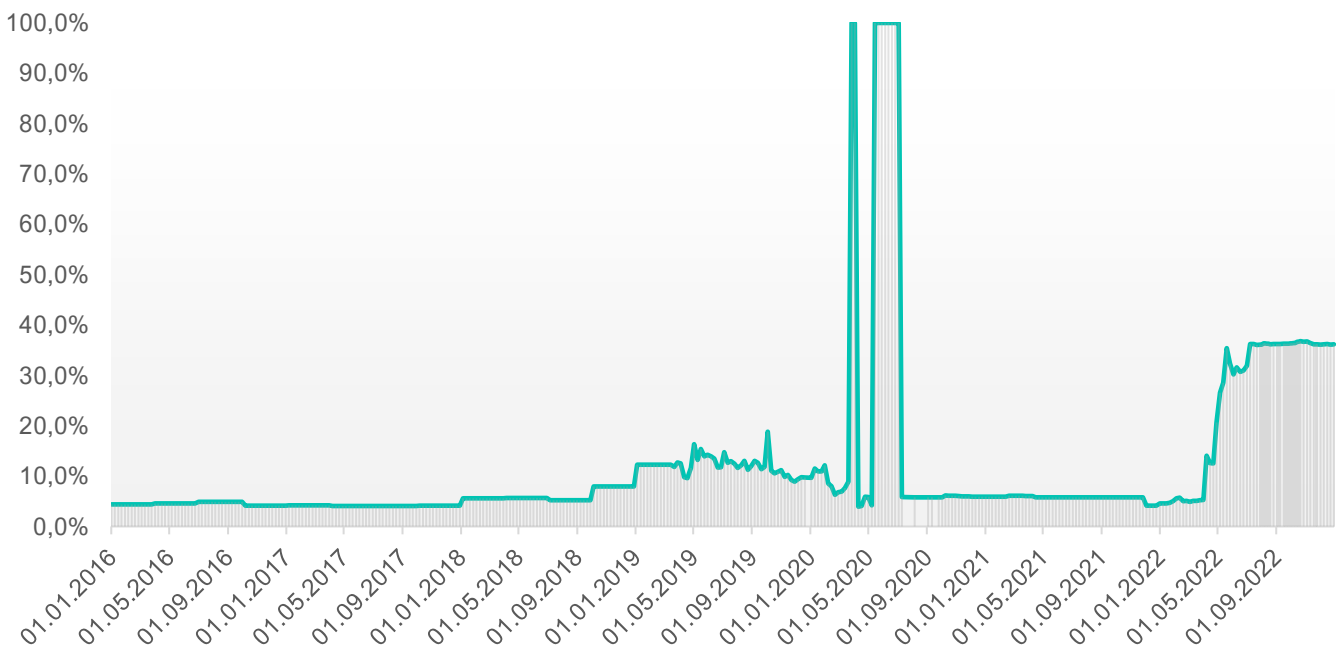
BVP Emerging Cloud Index: Wycena a rentowność 10-letnich obligacji USA



Wyceny spółek wzrostowych a rentowność obligacji skarbowych; Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Naturalnie wraz ze wzrostem stop procentowych pojawiła się obawa o recesję. Zaczęliśmy poprzedni rok od zastanawiania się czy będziemy mieli do czynienia z a) stagflacją, b) recesją czy c) przejdziemy przez ten okres „suchą stopą”. W IV kwartale ub.r. zdecydowana większość analityków przekonała się do odpowiedzi b) czyli recesji. Nowym zestawem pytań jest więc to czy do czynienia będziemy mieli z miękkim lądowaniem (ang. soft landing) czy twardym (ang. hard landing) i na dzień dzisiejszy wydaje się, że rynek „chciałby” wierzyć w tą pierwszą opcję. Niepewność ta jest dobrze odzwierciedlona w wskaźniku prawdopodobieństwa wystąpienia recesji jaki publikuje bank Morgan Stanley.

Morgan Stanley Recession Probability- Using All Variables

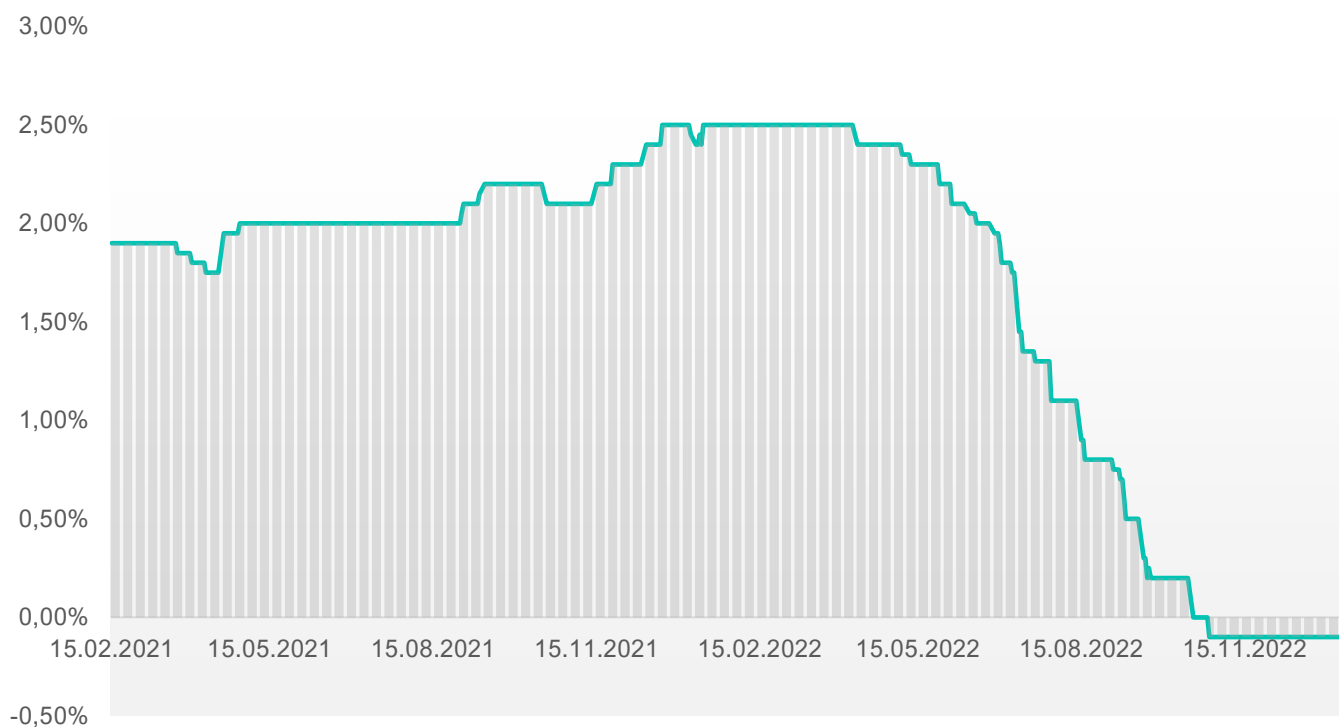


Morgan Stanley Recession Probability - Using All Variables; Źródło: Morgan Stanley, Bloomberg, Ipopema TFI

Wraz z tymi obawami naturalnie zaczęły negatywnie rewidować się oczekiwania wobec wzrostu gospodarczego i zyskowności spółek giełdowych. Oczekiwany wzrost PKB w Unii Europejskiej w 2023 roku spadł w ciągu ostatnich

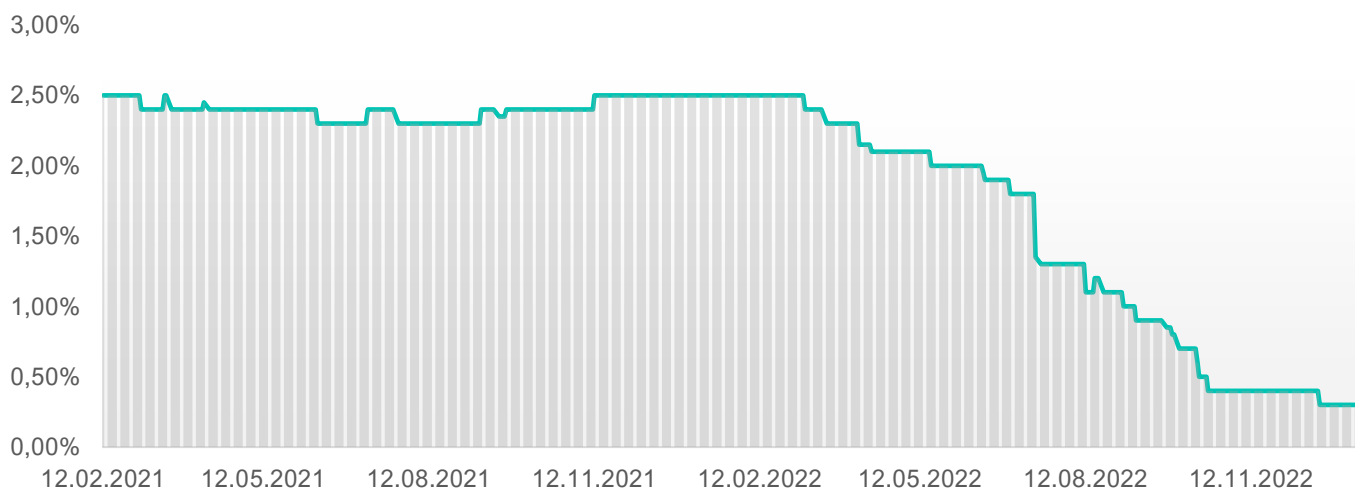
kilku kwartałów z prawie 2,5% w Unii Europejskiej i USA do -0,1% w UE i 0,3% w USA zgodnie z dzisiejszymi prognozami.

Oczekiwany wzrost PKB w 2023: Unia Europejska



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Oczekiwany wzrost PKB w 2023: USA



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

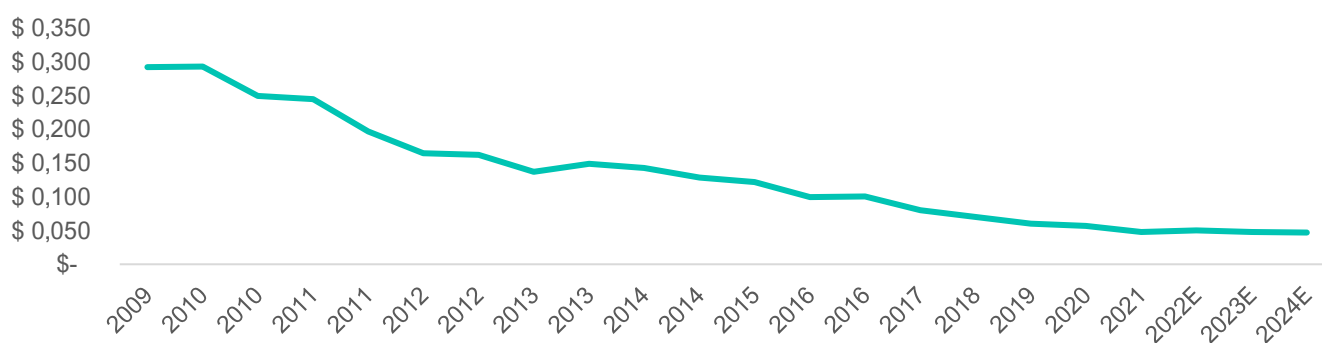
Tak więc znaleźliśmy się w punkcie, w którym zarówno kursy akcji jak i oczekiwania zostały już bardzo mocno schłodzone. Oczekujemy, że pierwsza połowa 2023 roku przebiegnie pod znakiem weryfikacji, jak konserwatywne oczekiwania analityków odnoszą się do rzeczywistości. Ostateczny werdykt wydadzą same spółki w publikowanych co kwartał raportach finansowych oraz własnych prognozach co do oczekiwanych wyników. Jeżeli scenariusz „miękkiego lądowania” miałby się zrealizować, to otrzymamy zestaw relatywnie silnych wyników i prognoz w stosunku do konsensusu giełdowego, mnożniki wyceny będą mogły się podnieść a w konsekwencji akcje mogą mieć dobry rok przed sobą.

Megatrendy mają to do siebie, że korzystają z sekularnych trendów wzrostu. Bez względu na aktualne zawirowania makro, każdy z nich jest na tyle silny aby pozwolić korzystającym z nich biznesom dalej rosnąć i zwiększać zyski. Ich natura jest długoterminowa, dlatego inwestując w te segmenty rynku dużo większą uwagę zwracamy na cel (np. wielkość rynku wodoru w 2030 roku) niż drogę (np. wahania krótkoterminowych stóp procentowych). Poniżej przedstawiamy nasze obserwacje wobec 4 największych – naszym zdaniem – megatrendów, w które inwestuje fundusz.

Transformacja energetyczna 2023+

Druga dekada bieżącego tysiąclecia jest okresem wyjątkowej aktywności spółek powiązanych z odnawialnymi źródłami energii, jej wytwarzaniem, przesyłaniem i magazynowaniem. Szczególnym jej beneficjentem był segment fotowoltaiczny. Jest to szczególnie ciekawy segment, ze względu na to jak rozwijała się jego ekonomika i finansowanie. Całą ostatnią dekadę zwracaliśmy uwagę, że projekty fotowoltaiczne są nieopłacalne bez subwencji rządowych. Gdy te zaczynały topnieć, parki solarne (ale i farmy wiatrowe) zaczęły przynosić minimalny zysk lub stratę. To powodowało, że inwestycje w akcje spółek powiązanych z odnawialnymi źródłami energii nie były szczególnie opłacalne a kursy spółek z tego segmentu nie cieszyły się szczególną popularnością. Wszystko zaczęło zmieniać się dopiero kilka lat temu, gdy wciąż poprawiana technologia fotowoltaiczna doprowadziła do silnego spadku znormalizowanego kosztu wytwarzania energii do tego stopnia, że przychody zaczęły przekraczać koszty a projekty solarne stały się opłacalne nawet bez subwencji.

Globalny znormalizowany koszt energii PV (USD/kWh)



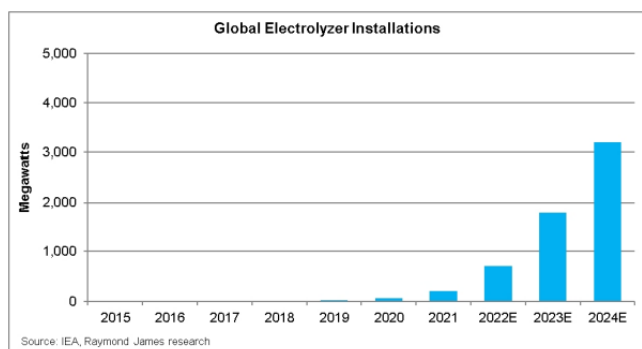
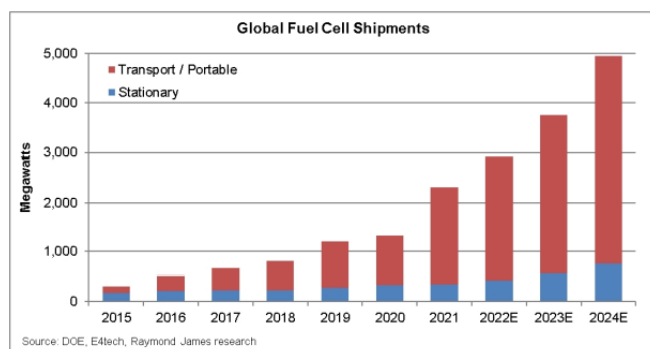
Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Gdy pandemiczne lockdown'y zmusiły ludzi do pozostania w domu, Ci zaczęli inwestować w jego renowację poprzez m.in. zakupy instalacji fotowoltaicznych. Dla producentów paneli, inwerterów i magazynów energii była to mieszanka idealna. Silny wzrost popytu oraz rozsądna ekonomika doprowadziły do „obudzenia się” całego sektora, ponieważ spółki zaczęły generować rosnące przychody i atrakcyjne zyski. W ślad za tą fundamentalną zmianą, kursy akcji poszybowały do niespotykanych poziomów. Niestety, spółki te stały się niejako „ofiara sukcesu” gdy zalew pieniądza na rynku doprowadził do „COVID-owej bańki”, za którą – tak jak software – kursy spółek zapłaciły silną przeceną w 2022 roku.

Jednak raz ruszona maszyna się nie zatrzymuje. Szczególnie po wybuchu wojny na Ukrainie większość krajów świata zachodniego zrozumiała jak ważna jest niezależność energetyczna i najrozsądniejszym sposobem będzie sięgnięcie do odnawialnych źródeł energii. W Europie uruchomiono szereg programów, z czego największy to REPowerEU, który zakłada realizację mocy wytwórczych na poziomie 1236 GW do 2030 roku. W Stanach Zjednoczonych natomiast ruszył program Inflation Reduction Act, który zakłada wydanie aż 369 mld USD do 2030 roku na inwestycje w transformację energetyczną. Zakładamy, że w ciągu najbliższych 7 lat nie są to ostatnie programy Unii Europejskiej i USA, a pieniądze w tym kierunku popłyną coraz więcej.

Drugim silnie rosnącym i perspektywicznym segmentem obok fotowoltaiki jest wodor. Temat wodoru przewija się od dłuższego czasu i tak jak we wcześniejszym przykładzie dopiero ostatnio zaczął nabierać znaczenia dzięki dostępności elektrolizerów, tj. urządzeń wykorzystujących energię elektryczną i wodę do produkcji wodoru. Jeżeli

energia pozyskiwana jest z odnawialnych źródeł energii to mówimy o tzw. zielonym wodorze, całkowicie neutralnym środowiskowo. Oczekiwania wobec wzrostu tego rynku na dzień dzisiejszy są naprawdę imponujące, poniżej zestawienie oczekiwań wzrostu rynku ogniw paliwowych oraz instalacji elektrolizerów globalnie:



Źródło: Raymond James z dn. 4.01.2023

Co ciekawe ruchy w tym temacie już dziś odbywają się na najwyższym szczeblu. 9 grudnia 2022 podano do publicznej informacji zawarcie umowy pomiędzy Francją, Hiszpanią i Portugalią odnośnie zbudowania największego w Europie rurociągu pomiędzy tymi krajami, służącego do transportu właśnie wodoru!

Sektor jest wciąż bardzo młody. Większość amerykańskich spółek powiązanych z czystą energią jest na rynku dopiero od kilku lat i są to w przeważającej większości spółki bardzo młode. W związku z tym wiele z nich nie pokazuje jeszcze istotnych wartości na poziomie zysków czy nawet EBITDA. Dlatego jedyną metodą odniesienia się do wyceny całej grupy jest poziom kapitalizacji spółki do wielkości jej przychodów.

S&P Global Clean Energy Index



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Po historycznych poziomach wycen widać rekordowy 2020 rok, który pamiętamy także z rodzimego rynku. Choć obecne wyceny na poziomie 1x czy 1,5x sprzedaż są wciąż wyżej niż w 2019 roku, to uważamy, że prawdopodobieństwo powrotu do tamtych mnożników jest dużo mniej uzasadnione, a to za sprawą właśnie wymienionych wcześniej zjawisk i zdecydowanie fundamentalnej różnicy w wielu biznesach tego sektora w stosunku do poprzedniej dekady.

W segmencie szeroko rozumianej transformacji energetycznej występuje oczywiście więcej trendów nie tylko PV czy wodor. Mamy tu spółki zajmujące się efektywnością energetyczną, magazynowaniem energii, autami

elektrycznymi itp. Mamy silne przekonanie, że jest to segment, w którym warto być zainwestowanym na całą nadchodzącą dekadę. W tym czasie większość z dziś młodych spółek zdąży dojrzeć, pokazać rentowność i ustabilizować strukturę finansową. Do tego czasu jednak wielkość obrotów się zwielokrotni, a same wyceny będą to już wtedy odzwierciedlać.

Cyfryzacja przedsiębiorstw 2023+

Spółki wytwarzające oprogramowanie, przede wszystkim oferujące swoje usługi w chmurze, zajmujące się sztuczną inteligencją, czy uczeniem maszynowym, były największym beneficjentem a następnie ofiarą zawirowań pandemicznych i popandemicznych. W 2020 roku, gdy okazało się, że pracownicy muszą przejść na pracę zdalną, popyt na oprogramowanie do niej (dostępny, VPN, bezpieczeństwo, transfer danych itp.) eksplodował. Mówiliśmy wtedy, że cyfryzacja przedsiębiorstw przyspieszyła o dekadę i tak się faktycznie stało. Do dnia dzisiejszego praca zdalna nie jest już niczym obcym i wielu z nas wciąż z niej korzysta. Jeszcze w 2019 powszechna praca zdalna była rodzajem kary a dla pracodawcy wręcz nie do pomyslenia. Jednak uwaga jaką przyciągnęły te spółki, tak jak to było w przypadku spółek powiązanych z odnawialnymi źródłami energii, zemściła się na akcjonariuszach w postaci, wpiętych wywindowanych wycen, a potem ich przeceny.

BVP Emerging Cloud Index: Wycena i oczekiwana sprzedaż



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Powyższy wykres pokazuje jednak nie tylko schłodzone mnożniki wycen ale również to, co jest dla inwestorów fundamentalnych najważniejsze, a mianowicie silny biznes. W czasie ubiegłorocznej wyprzedaży spółek technologicznych, przede wszystkim software'owych, zarówno oczekiwania wobec ubiegłorocznych przychodów rosły cały czas, jak również te faktycznie raportowane. Co prawda o wynikach za cały 2022 rok dowiemy się dopiero z najbliższych raportów kwartalnych, ale na podstawie dotychczasowych cyfr i prognoz małe i średnie spółki tworzące oprogramowanie i usługi w chmurze **podniosły przychody rok do roku o ponad 30%**. Jest to dla nas na tę chwilę najlepszy dowód na to, że kondycja spółek z tego segmentu jest wciąż bardzo dobra a za zachowaniem kursów w ubiegłym roku stała w całości kompresja mnożników wyceny. Sentymen do tego segmentu zdecydowanie uległ pogorszeniu, alokacje w portfelach inwestorów są dużo niższe, a jednocześnie wyceny bardziej niż racjonalne. Jeżeli spółki z tego segmentu będą kontynuować swoją dotychczasową ścieżkę wzrostu – w co wierzymy – to mnożniki wycen powinny również wrócić do bardziej racjonalnych poziomów.

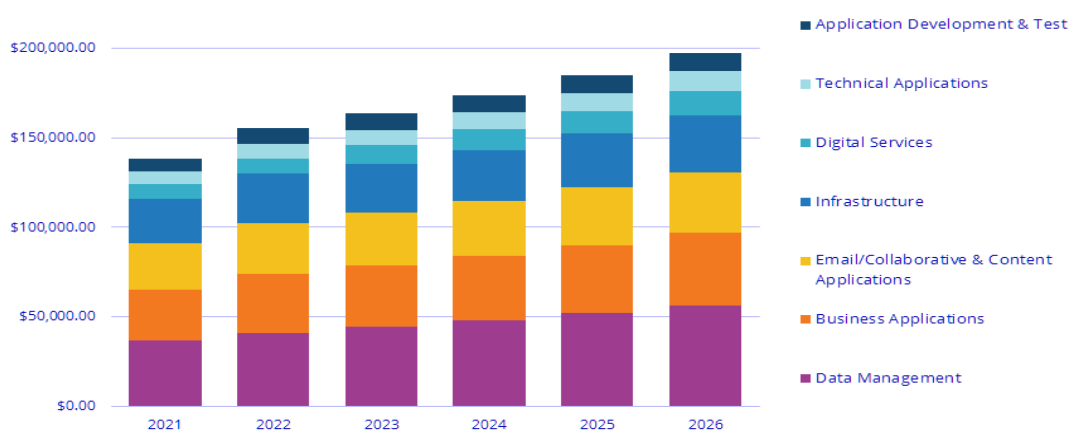
2023 rok upłynie pod znakiem weryfikacji na ile teza o racjonalizacji wydatków IT po lockdown'owym Eldorado jest prawdziwa. Spodziewamy się, że ten rok faktycznie może pokazać niższe dynamiki wzrostu niż w ciągu ostatnich

dwóch lat, a więcej informacji otrzymamy wraz z wynikami za IV kwartał ubiegłego roku oraz I kwartał bieżącego – dostaniemy wtedy zestaw prognozowanych przez spółki wyników. W naszej ocenie będzie to wydarzenie „czyszczące” oczekiwania i bardzo prawdopodobne, że umożliwi to poprawę w segmencie dokładnie na tej samej zasadzie jak odbyło się to w sektorze producentów półprzewodników w drugiej połowie ubiegłego roku.

Dzisiaj trend transformacji cyfrowej wygląda już zdecydowanie inaczej niż 10 lat temu. Nie mamy do czynienia ze zbiorem start-up'ów, lecz szeroką grupą spółek o naprawdę wysokich obrotach, które wciąż są w stanie reinwestować te przychody we wzrost biznesu. Jednak ta docelowa „nagroda”, czyli rynek zapotrzebowania na usługi i produkty IT wciąż rośnie w dwucyfrowym tempie. Wystarczy przyjrzeć się aktualnym prognozom firmy IDC wobec wielkości rynku infrastruktury przetwarzania danych korporacyjnych na najbliższe kilka lat:



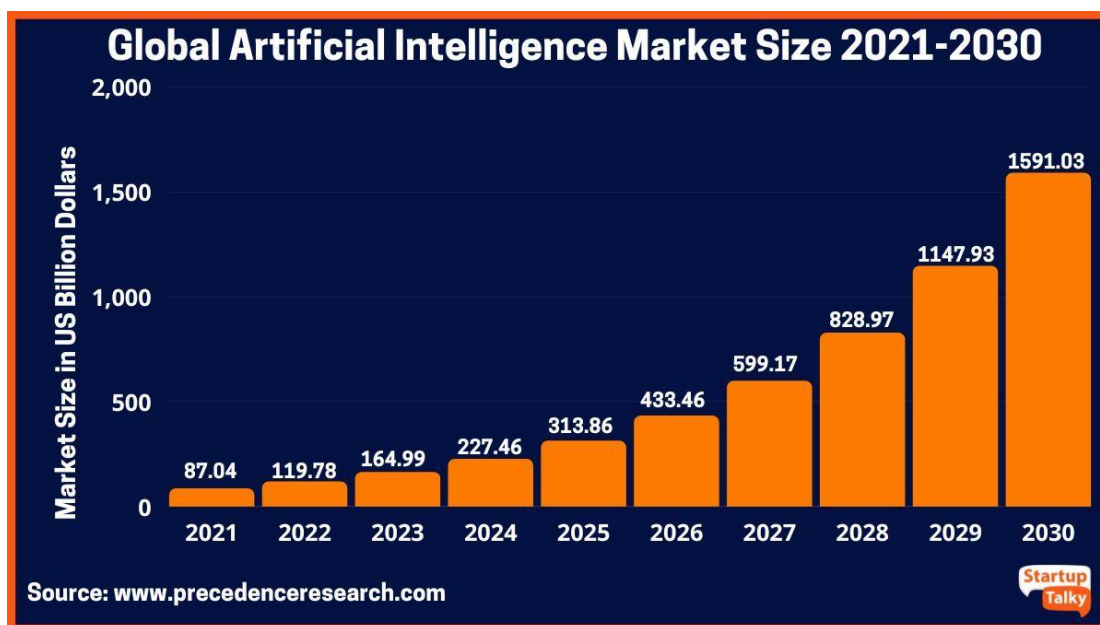
Worldwide Enterprise Infrastructure Workloads Forecast, 2021 - 2026 (Value US\$M)



Source: IDC 2022

Źródło: <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS49830422>

Powyższe prognozy są w zasadzie przedłużeniem już faktycznie istniejącego rynku o trwałej i rosnącej trajektorii – idealnego przykładu megatrendu, który jest tą przysłowiową falą unoszącą wszystkie łódzie. Oczywiście, wewnątrz tego zjawiska produkty i usługi, które najbardziej z niego korzystają będą się zmieniać i zmieniają się z resztą cały czas. Dziś, jak nigdy wcześniej, oczy całego świata technologicznego zwrócone są w stronę Sztucznej Inteligencji. Po hucznej premierze czatu ChatGPT 3.5, tj. czatu w którym możemy „rozmawiać” z robotem wyposażonym w najnowsze osiągnięcia technik Sztucznej Inteligencji, zdaje się, że co chwilę widzimy w mediach społecznościowych nowe jej zastosowanie. Generatywna Sztuczna Inteligencja może dziś już słyszeć (np. Amazon Alexa), widzieć (np. kamery zautomatyzowanych pojazdów), tworzyć obrazy (np. DALL E 2), muzykę (np. Jukebox) i właśnie rozmawiać. Rozmowa ta nie opiera się tylko o aktualną pogodę. ChatGPT można poprosić o wygenerowanie draftu dokumentu, draftu kodu programowania lub zapytać o wyjątkowo skomplikowane zagadnienia. Wystarczy dodać, że firma która za tym stoi – OpenAI – przekroczyła milion aktywnych użytkowników w... 3 dni od premiery czatu!



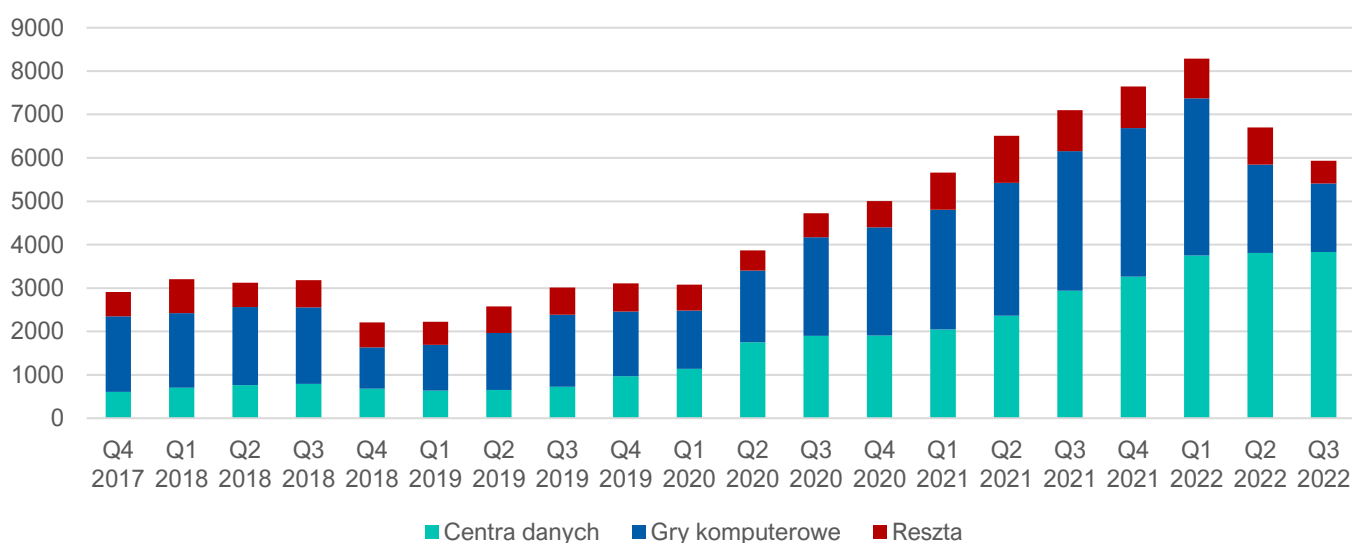
Źródło: startuptalky.com/openai-success-story/

Spodziewamy się, że to zdarzenie otworzy drogę do wysypu szeregu nowych spółek z tej dziedziny nie tylko w 2023 roku, ale i w nadchodzących latach. Wewnątrz segmentu spółek powiązanych z szeroko rozumianym oprogramowaniem jest to obecnie najbardziej perspektywiczny – pod względem stopy wzrostu rynku – segment. Oczywiście na dzień dzisiejszy nie ma jeszcze zbyt wielu publicznie notowanych spółek bezpośrednio powiązanych z komercyjnym wykorzystaniem Generatywnego AI. Dlatego z ekscytacją czekamy na kolejne IPO w nadchodzących latach.

Infrastruktura do przetwarzania danych 2023+

Producentów półprzewodników kojarzymy jako spółki cykliczne, dostarczające przede wszystkim komponenty do komputerów i laptopów – takich jak karty pamięci (NAND/DRAM), procesory (CPU) i karty graficzne (GPU). Jednak w poprzedniej dekadzie powstał megatrend tak silny, że zaczął zmieniać model biznesowy tych przedsiębiorstw na tyle, aby ze spółek cyklicznych mówiono o nich jako acyklicznych. Rok 2022 pokazał, że było to nazbyt optymistyczne podejście (Philadelphia Semiconductor Index spadł o 35,8%), jednak dostarczanie rozwiązań dla **centrów danych** jest segmentem biznesowym nie tylko silnym i rosnącym ale również, faktycznie, bardzo odpornym na zawirowania makroekonomiczne. Wydatki na fizyczną infrastrukturę IT (przede wszystkim właśnie centra danych) są jednym z identyfikowanych przez nas megatrendów. Dobrze to widać na przykładzie wyników finansowych spółki NVIDIA, której prawie połowa przychodów jest niezwykle procykliczna (Gaming – 46% całkowitej sprzedaży na koniec 2021 roku) a druga połowa korzysta z długoterminowego megatrendu na wyposażenie właśnie tych centrów danych (data center – 39% całkowitej sprzedaży na koniec 2021 roku). W trakcie 2022 roku te udziały zmieniły się drastycznie, gdy zgodnie z cyklem – i zimą w świecie kopania kryptowalut – zaczął słabnąć segment gamingu, a sprzedaż do centr danych była niewzruszona. Po zawirowaniach ubiegłego roku struktura sprzedaży spółki się zmieniła niejako pasywnie i obecnie segment data center to ponad 64% całkowitej sprzedaży (zgodnie z raportem za III kwartał 2022).

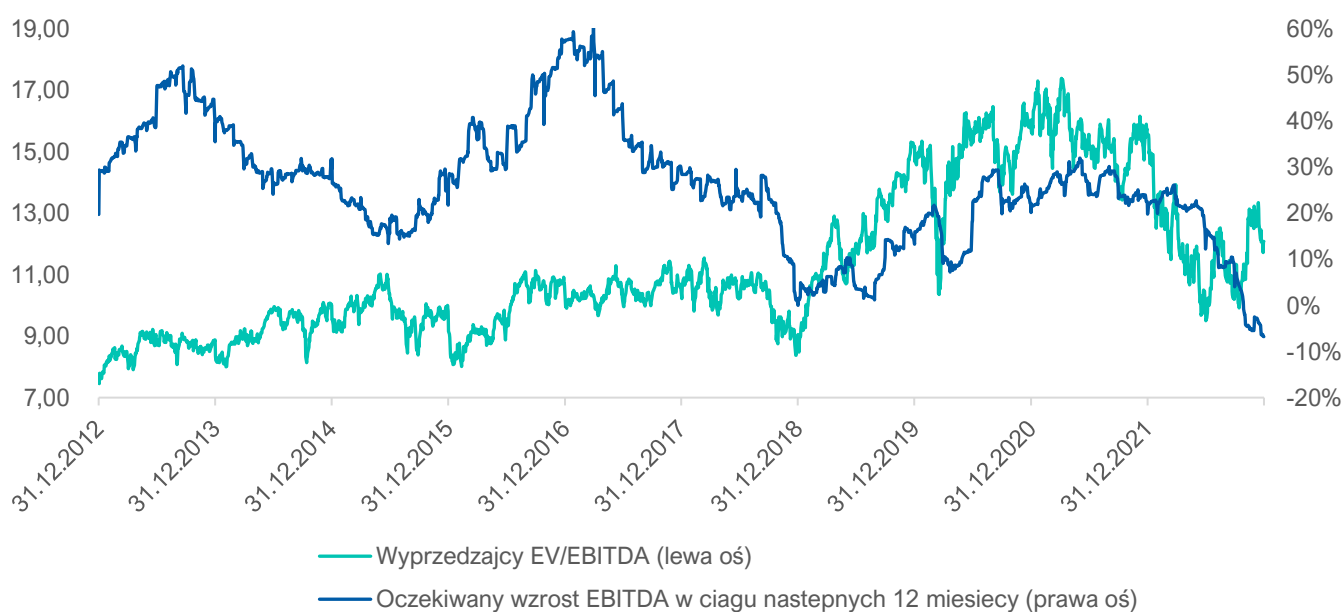
NVIDIA: Przychody po segmencie, kwartalnie



NVIDIA: Przychody po segmencie, kwartalnie; Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

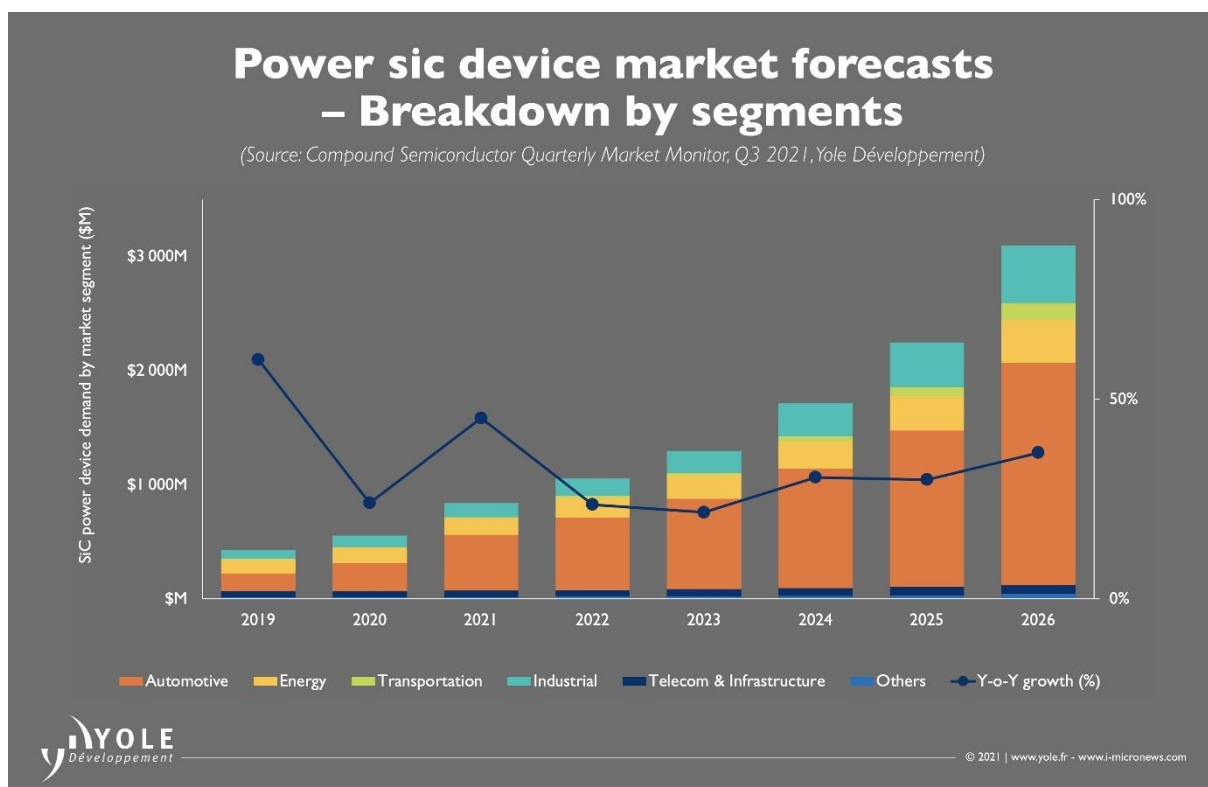
Spodziewamy się, że 2023 rok będzie okresem o podwyższonej zmienności i jednocześnie wysoce selekcyjny. Będzie to również czas upatrywania okazji szczególnie wśród spółek o wciąż wysokim potencjale długoterminowym, nawet gdy w krótkim terminie pojawia się wysoka niepewność. Druga połowa roku będzie silnie uzależniona od przewidywań oczekiwanego ożywienia gospodarczego w 2024 roku. Ponieważ sektor półprzewodników już teraz obniżył oczekiwania wobec wyników finansowych (spadek EBITDA o 5% w 2023 roku), baza będzie znajdować się co raz niżej a więc oczekiwany wzrost – jeżeli cykliczne segmenty takie jak PC, laptopy czy słuchawki wrócą na ścieżkę wzrostu – szybko zaczną rosnąć. Jak widać na poniższym zestawieniu wyprzedzającego mnożnika EV/EBITDA oraz oczekiwanego tempa wzrostu EBITDA.

Philadelphia Semiconductor Index: Wycena i oczekiwany wzrost



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

Dokładnie tak jak i w pozostałych przykładach megatrendów, które bacznie obserwujemy, tak i w tym sektorze odnajdujemy nowe, ciekawe innowacje, które zbliżają się do swoistego „punktu przegięcia”, gdy relatywnie znana technologia zaczyna wchodzić na ścieżkę dynamicznego tempa wzrostu i sukcesu komercyjnego. W świecie półprzewodników jest to obszar związków węgla krzemu (ang. *Silicon Carbide, SiC*) i azotek galu (ang. *Gallium Nitride, GaN*). Związki te stanowią trzon nadchodzącej transformacji energetycznej. Półprzewodniki wykonane z tych dwóch związków mają wielokrotnie wyższą odporność na bardzo wysokie temperatury od zwykłego krzemu (np. 10-krotnie dla SiC). Odporność na wysokie temperatury ma szczególnie istotne znaczenie dla infrastruktury energetycznej – w okresie nadchodzącej transformacji energetycznej stanowią kluczowy komponent samochodów elektrycznych (magazynowanie, przetwarzanie i zarządzanie energią), ładowarek do tych samochodów, baterii, magazynów energii, infrastruktury fotowoltaicznej jak np. inwertery i wiele wiele innych. W dużym skrócie, dzięki swoim właściwościom półprzewodniki wykonane np. z węgla krzemu nie „gubią” energii elektrycznej na taką skalę jak te wykonane z krzemu. W ten sposób na dzień dzisiejszy są już w stanie poprawić efektywność samochodów elektrycznych o 10-15%. W czasach, gdy każde z tych aut oglądane jest z perspektywy przede wszystkim zasięgu (km/kWh) ma to ogromne znaczenie. Z tej perspektywy właśnie rok 2022 był wbrew pozorom wyjątkowy, ponieważ producenci aut elektrycznych zawarli rekordową ilość umów właśnie z producentami półprzewodników wykonanych z ww. związków. Na autach elektrycznych i infrastrukturze do odnawialnych źródeł energii się oczywiście nie kończy. Myślmy tu o zastosowaniach w nowych sieciach telekomunikacyjnych (5G czy dalszych w planach 6G), wysoce energochłonnym przemyśle czy transporcie. Rynek węgla krzemu, który dziś sięga ok. 1 miliarda USD ma już w 2026 roku się potroić do 3 miliardów.



Źródło: www.powerelectronicsnews.com/sic-and-gan-tale-of-two-semiconductors/

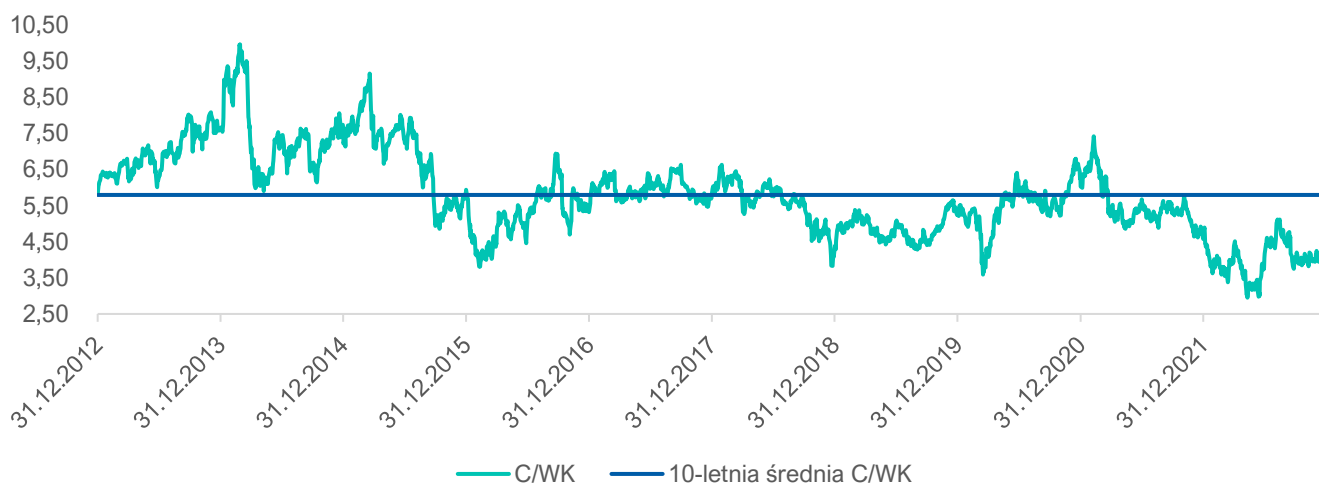
Choć jest to młodszy brat potężnego megatrendu dostarczania rozwiązań dla nowoczesnych centrów danych, to pozwala nam z ekscytacją patrzeć na kolejne lata dla sektora innowacyjnych spółek półprzewodnikowych. Jesteśmy przekonani, że nowy cykl rozpoczniemy nie tylko z wieloma z tych spółek, ale również wiele nowych spółek, które jeszcze są prywatne, będą mogły zasilić nasz portfel w nadchodzących latach.

Innowacje w medycynie 2023+

Biotechnologia i technologie medyczne (MedTech) do dziś nie mogą „otrząsnąć się” po pandemii. Bohaterowie 2020 roku stali się pariasami rok później, gdy rynek zaczął wyceniać koniec epidemii i lockdown’ów. Wystarczy powiedzieć,

że w przeciwieństwie do innych innowacyjnych sektorów, sektor spółek biotechnologicznych zaliczył swój szczyt w lutym 2021 roku i od tego czasu znajduje się w bessie tj. od 2 lat. Spółki te mają taką charakterystykę, że bardzo trudno analizuje się ich wyceny. O ile w pozostałych sektorach wzrostowych mówimy o dynamikach wzrostu przychodów i marżach na sprzedaży, które te spółki reinwestują, to większość spółek biotechnologicznych jest na etapie klinicznym i nie posiada przychodów, dlatego odnieść możemy się tylko do wskaźnika Ceny do Wartości kapitału własnego (tzw. książki). Średnia wycena spółek z indeksu S&P Biotechnology Select Total Return Index to obecnie zaledwie 3,5x w stosunku do 10-letniej ok. 5,8x. Jest to więc drugi segment innowacyjny, obok małych i średnich spółek SaaS, z rekordowo wysokim dyskontem do własnych historycznych wycen.

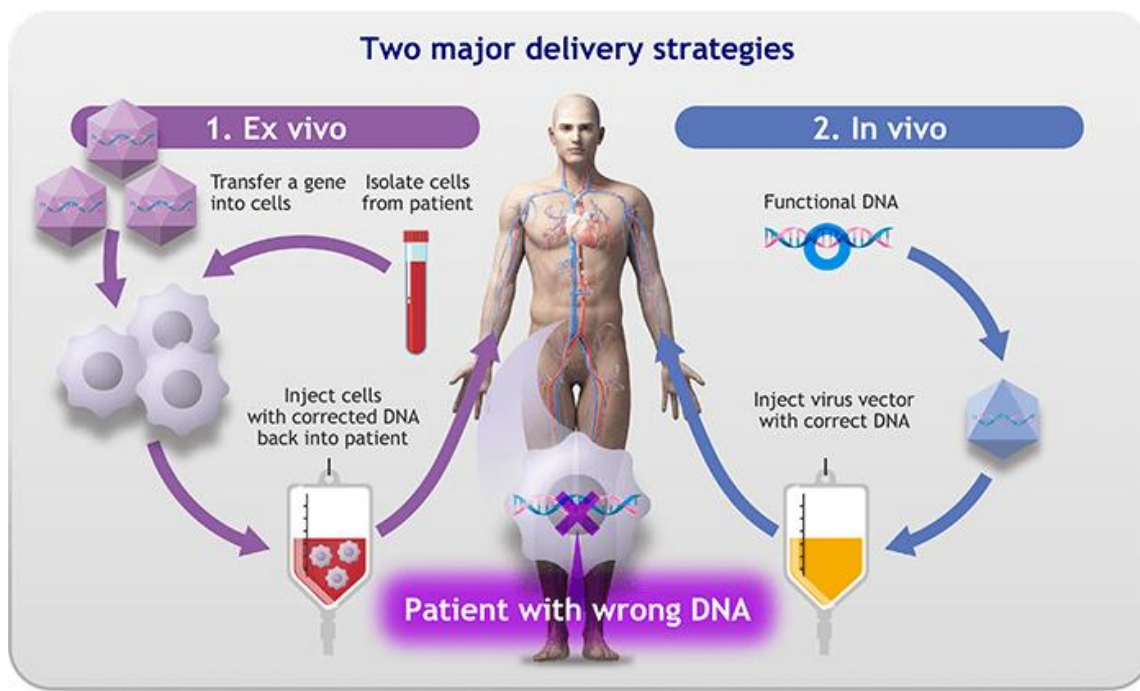
S&P Biotechnology Select Industry TR Index: Wycena C/WK



Źródło: Bloomberg, Ipopema TFI

O ile w przypadku wielu innych segmentów gospodarki możemy otworzyć dyskusję na temat relacji mnożników wycen z perspektywami wzrostu lub marż dla tego sektora, tak w przypadku spółek biotechnologicznych prawie 100% uwagi poświęcane są wynikom badań klinicznych, a nie wpływom zawirowań makroekonomicznych na zyskowność danej spółki. Z perspektywy makro największym zagrożeniem dla tych spółek jest obecnie słaba płynność i trudny dostęp do finansowania, które dla spółek biotechnologicznych jest bardzo ważne. Dlatego tak ważne dla nas jest trzymanie w portfelu funduszu tylko tych przedsiębiorstw, które mają wystarczająco gotówki na kontach, aby przetrwać najbliższe 18-24 miesiące.

W czasie, gdy inwestorzy zajęci byli lizaniem ran, przedsiębiorcy nie próżnowali. Od dawna wskazujemy obszar terapii genowych, edytowania genów i terapii komórkowych jako jeden z najbardziej innowacyjnych i obiecujących w medycynie. Dotyczy to z resztą nie tylko segmentu odkrywania leków ale również diagnostyki (np. urządzenia i oprogramowanie służące do sekwencjonowania i analizowania genomu) czy bioprocusowania (tj. fizycznego wytwarzania danych terapii). Po kilku latach od rozpoczęcia „rewolucji genomowej” mamy już na rynku nie tylko kilka dopuszczonych terapii, ale również jedna z nich jest już nawet refundowana w naszym kraju – Zolgensma, czyli terapia genowa (wprowadzania do organizmu syntetycznego DNA, które komórki przetwarzają na np. właściwe, brakujące białko) ratuje dziś również w Polsce dzieci dotknięte rdzeniowym zanikiem mięśni (Spinal Muscular Atrophy, SMA). Pomimo tego, że wciąż jest bardzo wcześnie to technologia CRISPR/Cas9 doczekała się już kilku aktualizacji. Na przykład, dotychczas najpopularniejszą techniką edytowania genomu było podejście ex-vivo, tj. pobranie próbki krwi od pacjenta, edycji genomu w laboratorium, namnożenie edytowanych komórek i wprowadzenie ich z powrotem do organizmu. Dziś niektóre firmy potrafią już dokonać tego in-vivo tj. w organizmie.



Źródło: modalistx.com/en/science/gene-therapy/

Możliwości jakie stawia w medycynie możliwość wykorzystania DNA lub RNA (np. szczepionki mRNA) sprawia, że mamy dziś nie tylko szereg spółek robiących cały przekrój badań w tej dziedzinie, ale również setki (!) prowadzonych badań klinicznych na całym świecie.

Naszą uwagę zwraca nie tylko potencjał tych terapii, również finansowy, ale również fakt jak niedostosowane do nich jest obecnie środowisko ich wytwarzania. Ronald A. Rader (2020) już w 2020 roku dokonał analizy dotychczas dopuszczonych do obrotu terapii genowych i komórkowych na tle zdolności produkcyjnych największych na świecie kontraktowych organizacji wytwórczych (CMO) i z zaskoczeniem odkrył, że niedopasowanie popytu do podaży stanowi ponad 6:1 i się powiększa! Jest to dla nas nie tylko świadectwo słuszności obranego kilka lat temu kierunku inwestycji w obszarze tych terapii, ale również potencjału inwestycyjnego właśnie wśród spółek zdolnych do ich wytwarzania.

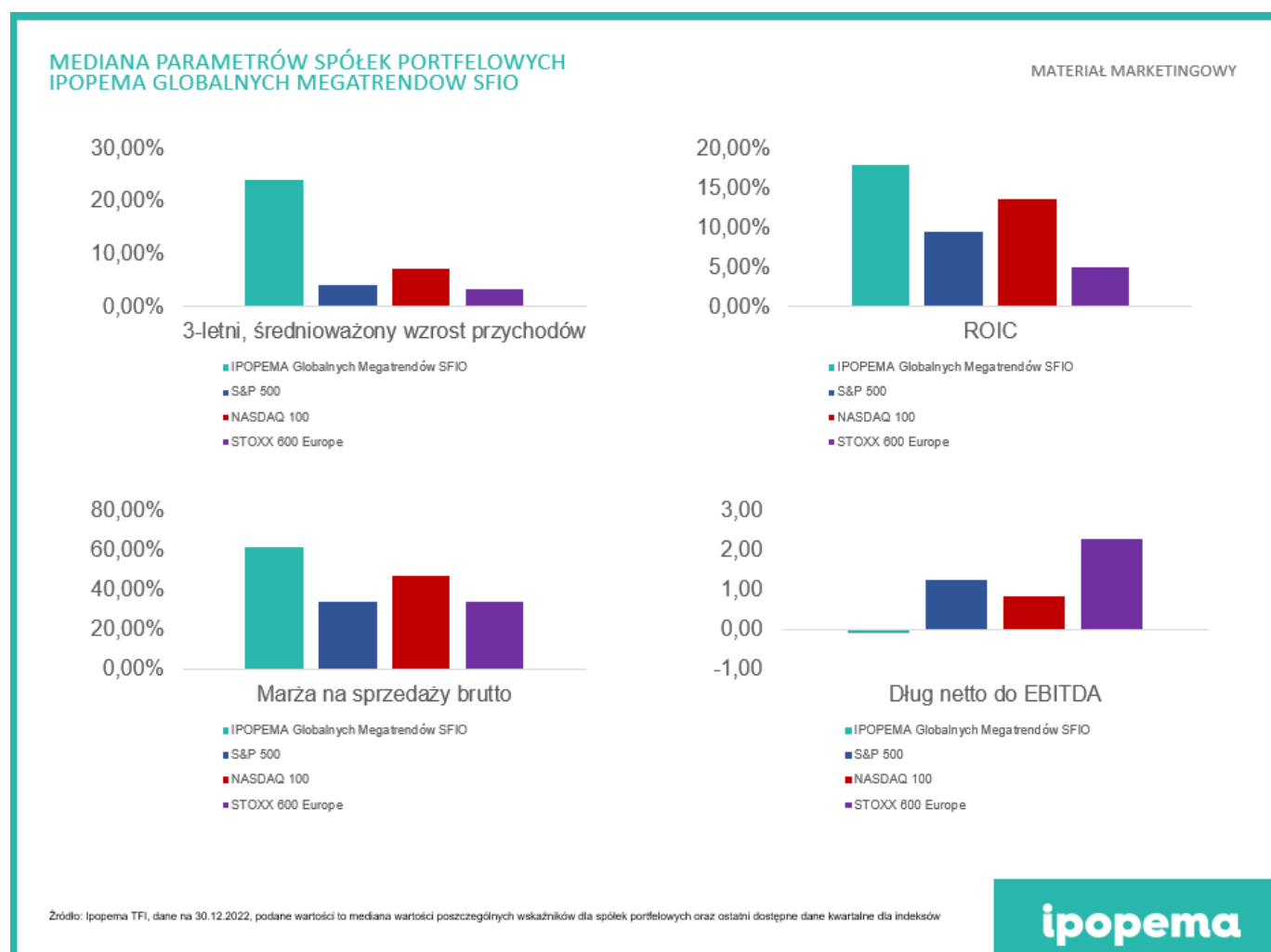
Podsumowując, po trudnych dwóch latach w tym segmencie, uważamy, że znaleźliśmy się w bardzo ciekawym punkcie inwestycyjnym. Z perspektywy finansowej, sektor znajduje się już od ponad 2 lat w bessie, a wyceny są jednymi z najniższych od 10 lat. Jednocześnie postęp jaki dokonał się wśród wielu z tych spółek jest ogromny. Często jesteśmy w stanie zainwestować w spółki po cenach niższych niż sprzed publikacji danych świadczących o skuteczności obranej metody terapeutycznej, to z punktu widzenia inwestora długoterminowego jest dużo korzystniejsza sytuacja..

Strategia funduszu Ipopema Globalnych Megatrendów SFIO 2023+

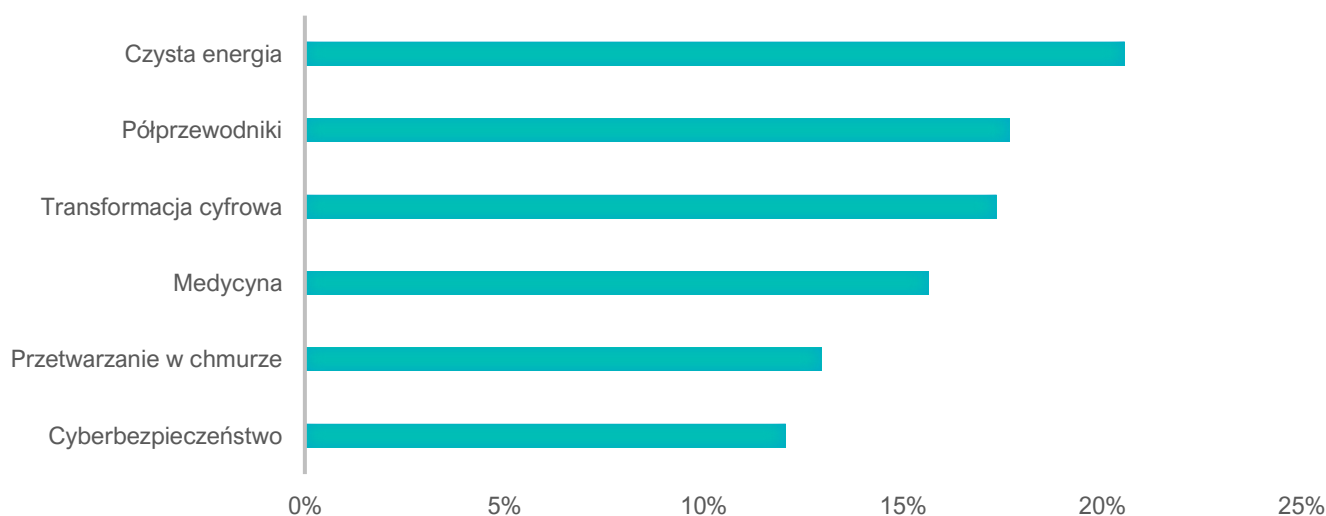
Ubiegły rok był najtrudniejszym okresem od momentu powstania funduszu. Bez względu na to czy uważamy, że fundamenty spółek portfelowych się w tym czasie poprawiły czy nie, rynek „wylał dziecko z kąpielą” i przecenił wszystkie spółki technologiczne, biotechnologiczne lub te powiązane z czystą energią, w bardzo zbliżonym stopniu. Dlatego podkreślamy, że ze względu na strategię funduszu jednostka wyceny może podlegać wysokim wahaniom – jako nieodłącznego elementu równie wysokiej oczekiwanej stopy zwrotu. Mijający rok, to „catharsis” które doprowadziło do wielu nieefektywności w wycenach, atrakcyjne stały się wymieniane wcześniej segmenty właśnie ze względu na ogromną przecenę, która wynikała głównie z kompresji mnożnika, a nie pogorszenia fundamentów spółek. Oznacza to, że jesteśmy w stanie kupić udziały w wielu przełomowych przedsięwzięciach po cenach, które jeszcze niedawno wydawały się nie do pomyślenia, a dokonało się to w zaledwie 12 miesięcy...

Fundusz trzyma stały kurs – inwestowania w megatrendy, które objawiają się w najbardziej innowacyjnych przedsiębiorstwach świata. Dziś identyfikujemy je wśród zjawisk transformacji energetycznej, cyfryzacji przedsiębiorstw, półprzewodnikach wspierających przetwarzanie danych i elektromobilność oraz innowacji w medycynie. Z perspektywy fundamentów tych spółek, krótkoterminowe zawirowania makroekonomiczne są tylko szumem w drodze do celu.

Oczywiście pomimo ciągłego patrzenia w przyszłość, zawsze zwracamy uwagę na nieprzeciętne cechy fundamentalne spółek w które inwestujemy, tak aby mieć pewność, że ekonomika biznesu buduje wartość dla jego akcjonariuszy. Zagregowane statystyki portfela pokazują nie tylko zdrowe fundamenty, ale również dynamiczny wzrost spółek portfelowych funduszu. Poniżej zestawiamy kluczowe dla nas parametry: oczekiwany średnioroczny 3-letni wzrost przychodów, rentowność na zainwestowanym kapitale (ROIC), marżę na sprzedaży oraz stosunek długu netto do wyniku operacyjnego skorygowanego o amortyzację (EBITDA). Każda ze statystyk przedstawiona jest na tle największych indeksów rynków zagranicznych – S&P 500, NASDAQ 100 oraz STOXX 600 Europe.



ALOKACJA TEMATYCZNA



Źródło: Ipopema TFI, Bloomberg, 30.12.2022

NOTA PRAWNA



Niniejszy materiał („Dokument”) ma charakter informacyjny, skierowany jest do uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. („Towarzystwo”). Jakiegokolwiek 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.