

IPOPEMA GLOBALNYCH MEGATRENDÓW SFIO

Fundusz zakończył czerwiec stopą zwrotu równą -4,1%, przy stopie zwrotu z benchmarku równej -6,4%. Wynik w ujęciu za minione 12 miesięcy wyniósł -45,5% przy stopie zwrotu z benchmarku -12,5%.

Na dzień 30.06.2022	1 M	3M	YTD	12M	36M	60M
IPOPEMA Globalnych Megatrendów kat. A	-4,14%	-32,67%	-43,60%	-45,52%	-21,74%	-18,16%
Benchmark	-6,36%	-12,00%	-15,63%	-12,51%	12,31%	23,75%

Źródło: ipopema TFI, analizy.pl, Bloomberg LP



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).

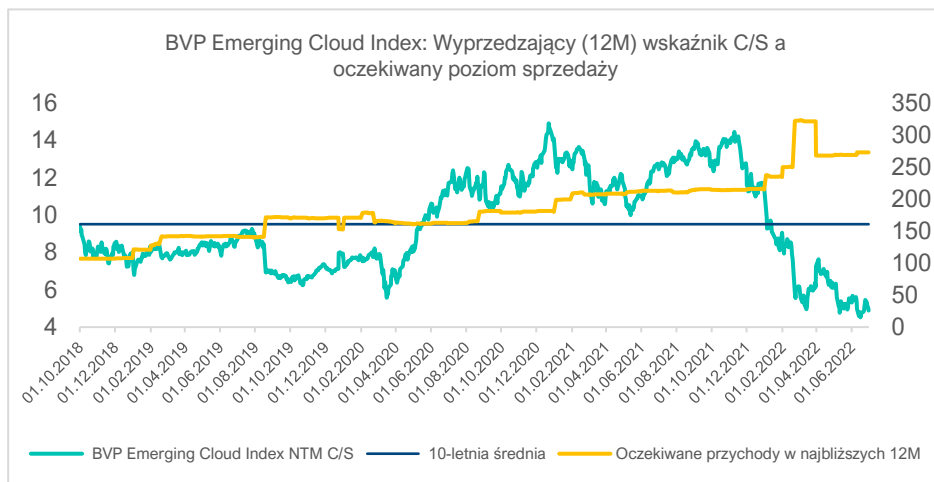
Karierę na rynkach kapitałowych zaczął w Citibank International PLC w roli analityka, następnie w Skarbiec TFI gdzie piastował stanowisko analityka ryzyka inwestycyjnego, analityka akcji zagranicznych oraz zarządzającego. Zarządzał funduszem typu long-short absolutnej stopy zwrotu (Pairs Trading, Merger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

Komentarz do wyników funduszu



Czerwiec był ostatnim miesiącem kwartału i półrocza, co skłania do dokonania pewnych podsumowań w szerszym kontekście.

Wyniki funduszu za pierwszą połowę roku plasują się w 4 kwartylu grupy porównawczej funduszy Globalnych Rynków Rozwiniętych według klasyfikacji serwisu Analizy Online. Underperformance do benchmarku (75% MSCI All Country World Index + 25% WIBID O/N) jest po części efektem różnic w alokacji funduszu i benchmarku, w tym także pochodną ekspozycji na koszyk małych i średnich spółek wzrostowych, najbardziej wrażliwy na zmianę stóp procentowych ze wszystkich klas akcji na rynku finansowym. W takim środowisku makroekonomicznym, dywersyfikacja tematyczna po spółkach związanych nie tylko z technologią ale i energią odnawialną czy medycyną nie miała istotnego przełożenia na ograniczenie zmienności wyniku, ponieważ wszystkie te segmenty rynku zachowały się bardzo podobnie. Dobrym zobrazowaniem tej sytuacji jest skala kompresji mnożnika sprzedaży w indeksie BVP Emerging Cloud Index, który obejmuje właśnie małe i średnie spółki z segmentu dostarczania usług i oprogramowania chmurze:



Wyprzedzający mnożnik C/S (LO) z 10-letnią średnią oraz oczekiwana sprzedaż (PO) dla komponentów indeksu BVP Emerging Cloud Index; Źródło: Bloomberg

Na tym tle warto podkreślić, że - jak pokazaliśmy w poprzednim komentarzu miesięcznym za maj - wyniki finansowe spółek portfelowych za 1Q'2022 były nadal dobre i lepsze jakościowo od agregatów takich jak S&P 500 lub NASDAQ. Znajdujemy się jednak w tzw. „macro-driven market”, czyli rynku sterowanym pogarszającymi się danymi makro.

Podsumowanie 1H'2022

Powyższy wykres wyceny indeksu BVP Emerging Cloud Index dla oczekiwanych przychodów spółek z tego indeksu, doskonale obrazuje jak sentyment i obawa przed rosnącymi stopami procentowymi oraz inflacją wpłynęły na wycenę szczególnie spółek o profilu wzrostowym w pierwszej połowie roku, bez względu na ich sytuację fundamentalną. Zwraca uwagę, że oczekiwane przychody spółek z tego segmentu były dotychczas ciągle rewidowane w górę. Oznacza to, że praktycznie cała przecena w tym segmencie odbyła się poprzez kompresję mnożników wycen, a nie ze względu na gorsze wyniki finansowe. Identyczny efekt widzimy na całym szerokim rynku. Oczekiwana dynamika wzrostu zysków dla indeksu S&P 500 poprawiała się przez większą część pierwszego półrocza. Jak pokazuje wykres poniżej, praktycznie cały dotychczasowy ruch na rynkach akcji odbył się na mnożnikach, a oczekiwane zyski w tym roku są wciąż wyższe niż konsensus z początku roku:

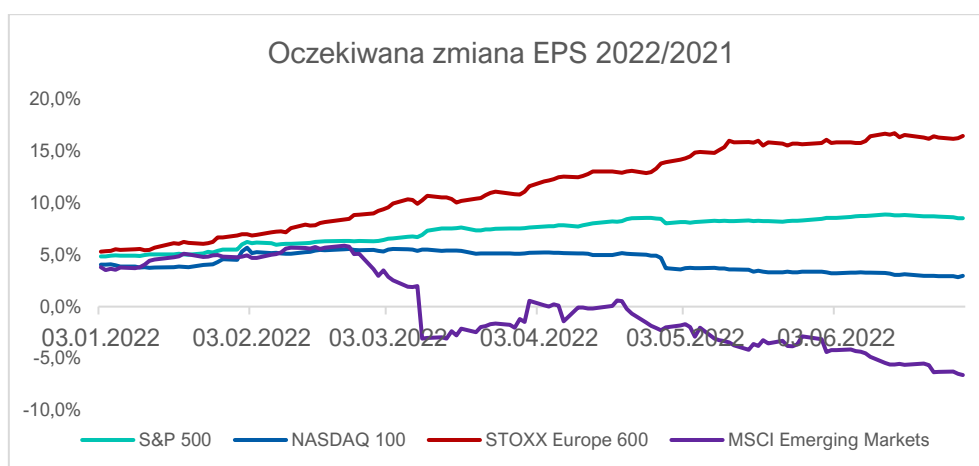


Indeks S&P 500 (pomarańczowy), wyprzedzający wskaźnik C/Z dla S&P 500 (biały) oraz oczekiwany na ten rok EPS dla indeksu S&P 500 (zielony); Źródło: Bloomberg

Kompresja mnożników wyceny oczywiście nie jest tylko funkcją dostosowania do nowego poziomu stóp procentowych (więc i kosztu kapitału) ale i antycypacji pogorszenia się marż i zysków, zadziałała zatem jak wskaźnik wyprzedzający. Starając się zidentyfikować pewne charakterystyczne elementy cyklu hossy - bessy, możemy prześledzić sekwencję wydarzeń i zachowania kursów akcji w poprzednim załamaniu rynkowym (lata 2007 - 2009), gdzie mogliśmy wyróżnić następujące etapy:

- 1) Kompresja mnożników wyceny (np. C/Z) w antycypacji pogorszenia się sytuacji makro, spadku marż i w efekcie zysków;
- 2) Spadek płynności - malejące obroty, zanik IPO/SPO i innych transakcji rynkowych;
- 3) Załamanie marż i zysków w związku z nadejściem recesji w gospodarce realnej, w efekcie pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, (ryzyko załamania systemu finansowego po upadku banku Lehman Brothers).

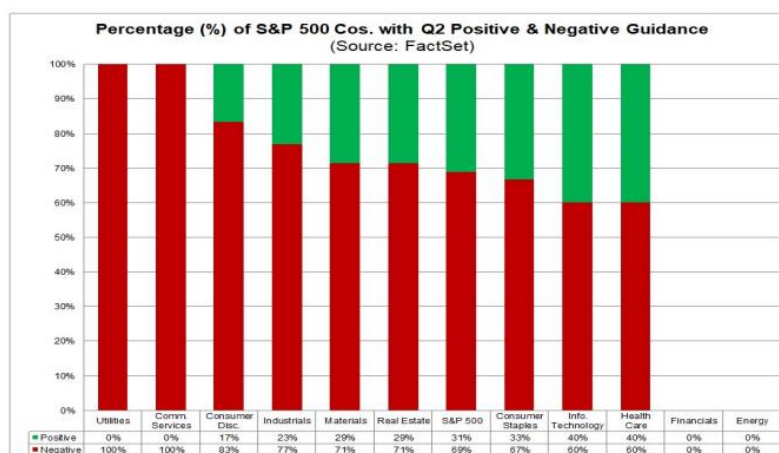
Dostrzegając się pewnych analogii, ze świadomością wielu fundamentalnych różnic w obecnej i ówczesnej sytuacji, widać na wyżej zamieszczonym zestawieniu mnożnika C/Z oraz oczekiwanego EPS dla S&P 500, że faza kompresji mnożników, już się w dużej mierze dokonała lub wręcz zakończyła. Kolejny etap oraz wyraźny spadek płynności jest również zauważalny. Praktycznie nie było w tym roku żadnych większych IPO, a obecnie największym problemem dla wielu młodych spółek jest właśnie zamknięty dostęp do kapitału. Pod znakiem zapytania pozostaje zatem kwestia jak daleko rynki zaszły w dyskontowaniu negatywnego scenariusza, a jak silne będzie faktyczne pogorszenie wyników i zysków spółek. Na dzień dzisiejszy ani S&P 500, ani NASDAQ ani europejski STOXX 600 Europe tego nie pokazują. Oczekiwania wobec tegorocznego wzrostu zysków są dodatnie a nawet wyższe niż na początku tego roku.



Oczekiwana na ten rok dynamika zmian zysków r/r dla spółek z indeksów S&P 500, NASDAQ 100 oraz MSCI EM; Źródło: Bloomberg

Na pewno na poziomie szeroko zdywersyfikowanych indeksów wydaje się wysoce prawdopodobne, że będziemy mogli zaobserwować osłabienie zagregowanych odczytów zysków. Przykładem mogą być tutaj spółki z sektorów konsumenckich, które jako pierwsze zaczęły obniżać prognozy sprzedażowe i zwracać uwagę na rosnące zapasy. Jesteśmy więc w trakcie obniżania oczekiwań odnośnie wyników, natomiast pod znakiem zapytania pozostaje, jak wiele z negatywnych scenariuszy już jest w cenach? Naszym zdaniem w cenach jest już bardzo dużo, natomiast odrębną kwestią pozostaje jakie czynniki wpłyną na zmianę percepcji inwestorów na rynkach globalnych. Tutaj uważamy, że kluczowe będzie odtrąbienie szczytu i zahamowanie wzrostu inflacji. Tak jak widzimy zróżnicowanie geograficzne w kształtowaniu oczekiwań wynikowych, tak również odmiennie wygląda sytuacja pod względem walki z inflacją i to będzie prawdopodobnie ważyc na atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych rynków.

Obecnie przygotowujemy się do kolejnego sezonu wynikowego w Stanach Zjednoczonych i Europie. Szczególnie na Starym Kontynencie będzie dużo ciekawych informacji, ponieważ do klasycznie raportowanych kwartałów dojdą jeszcze raporty półroczne (wiele spółek w Europie raportuje tylko dwa razy w roku). Bez wątplenia II kwartał br. będzie trudniejszy od wcześniejszych. Będzie zawierał w sobie już w pełni efekt wojny na Ukrainie, globalnych obaw o inflację i stopy procentowe oraz lockdown'ów w Chinach. Wiele ze spółek amerykańskich już nas na to przygotowało poprzez odpowiednie rewidowanie oczekiwań wobec nadchodzących wyników w dół już trzy miesiące temu. Uważamy, że generalnie negatywny guidance spółek z indeksu S&P 500 wynika nie tylko z dostosowania do nowych realiów rynkowych ale i ogromnej ostrożności.



Źródło: FactSet Earnings Insight July 1, 2022

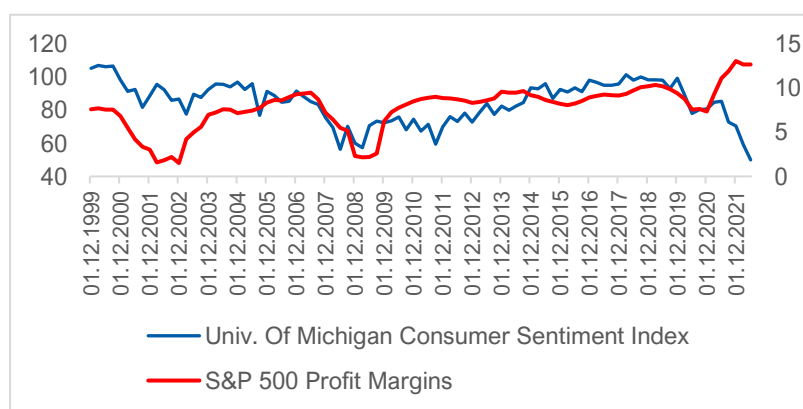
Czujemy wysoki poziom zaufania do naszych spółek portfelowych, co do jakości ich wyników finansowych i ich „odporności” na większość problemów z którymi dzisiaj mierzy się gospodarka. Zdecydowana większość spółek portfelowych praktycznie nie jest zależna od łańcucha dostaw lub wysokich cen surowców (np. software,

biotechnologia) a te, które mają taką ekspozycję cieszą się popytem znacznie przekraczającym możliwości produkcyjne (np. wybrane półprzewodniki lub spółki zajmujące się energią odnawialną). Spółki portfelowe pokazały bardzo dobre wyniki za I kwartał tego roku oraz utrzymały bądź podniosły oczekiwania wobec całego 2022 roku. Aby utwierdzić się w przekonaniu do trwałości biznesów, w które inwestujemy, w czerwcu uczestniczyliśmy też w konferencji dla inwestorów instytucjonalnych odbywającej się w Stanach Zjednoczonych, gdzie mieliśmy możliwość odbycia spotkań z kilkudziesięcioma spółkami z segmentów SaaS, cybersecurity, infrastructure software, cloud'owych, ale i świata medycyny i diagnostyki genomicznej. Zdecydowana większość zarządów, z którymi rozmawialiśmy czuła duży komfort zarówno, pod względem popytu na ich usługi, ale i posiadaną gotówkę na kontach czy zdolność do szybkiego obciążenia kosztów i generowania większego FCF. Dlatego biorąc pod uwagę te cechy oraz bardzo mocne wyprzedanie segmentów innowacyjnych i szybko rosnących, będziemy dalej selektywnie korzystać z każdej okazji słabości rynku. Sentyment inwestorów jest bardzo słaby, rynkami rządzi strach o recesję i wiele fenomenalnych spółek zostało mocno przecenionych ze względu na przynależność do jakiegoś sektora/koszyka i bez patrzenia na fundamenty. Jest to idealny moment rynkowy generujący wiele okazji inwestycyjnych dla każdego inwestora dysponującego nadwyżkami finansowymi i płynnością.

Patrząc w drugą połowę 2022 roku

Na początku roku nie zakładaliśmy tak szaleńczego tempa podwyżek stóp procentowych, w efekcie wystrzału inflacji, wojny, sankcji w wymianie handlowej, Chińskich lockdown'ów i praktycznie wymuszonej przez banki centralne recesji. Obawa sprzed trzech miesięcy – stagflacja – zesza już na drugi plan a szalą, zwłaszcza w USA, przechyla się za klasyczną recesją. Zgodnie z wcześniejszym opisem nie jesteśmy w stanie oszacować jak głęboko zostało już zdyskontowane oczekiwane pogorszenie w realnej gospodarce marż i zysków. Kolejna weryfikacja tego etapu rozpocznie się już za tydzień wraz z pierwszymi raportami finansowymi za II kw. br. Inwestorzy będą bacznie weryfikować wyniki spółek na tle oczekiwań oraz ich prognoz na drugą część roku. O ile niektóre firmy o silnych przewagach konkurencyjnych posiadają odpowiedni „pricing power” do przenoszenia kosztów na klientów, to zdecydowana większość firm takiej zdolności nie ma, dlatego ze szczególną ostrożnością inwestorzy będą oceniać zdolność spółek do zbilansowania spodziewanego wzrostu kosztów materiałów, energii i pracy. W dalszej kolejności zwracamy uwagę na wszelkie biznesy zależne od wydłużonych łańcuchów dostaw i wysokiego udziału kosztów pracy, a kolejną kategorię ryzyka zajmują spółki o wysokim stopniu zadłużenia, które będą musiały się refinansować w nowym środowisku stóp procentowych.

Sentyment konsumentów, mierzony w Stanach Zjednoczonych poprzez m.in. University of Michigan Consumer Sentiment Index, znajduje się już dużo niżej od poziomu po wybuchu epidemii oraz niżej niż w 2008 roku (!). W tym samym czasie raportowane marże netto znajdują się na najwyższym w tym tysiącleciu poziomie. Jak widać na poniższym zestawieniu, relacja pomiędzy sentymentem konsumenta a marżami spółek z indeksu S&P 500 miała dodatnią korelację i to się raczej nie zmienia. Widzimy więc ogromną dywergencję pomiędzy wskaźnikiem sentymentu a marżami spółek i ta dywergencja będzie się domykać w drugiej połowie roku.



University of Michigan Consumer Sentiment Index na tle marż zysku netto spółek z indeksu S&P 500; Źródło: Bloomberg

Dla długoterminowych inwestorów na dobre rozkręca się sezon polowania na spółki o najbardziej przecenionych akcjach przy jednocześnie zdrowych i silnych fundamentach. Jak pokazaliśmy wcześniej, wyceny spółek dyskontują już wyższy koszt kapitału oraz nadchodzącą recesję i pewna normalizacja tych wycen musi nastąpić. Dla wcześniej wymienionych spółek, o wysokiej wrażliwości na cykl gospodarczy, normalizacja nastąpi poprzez spadek mianownika (zysków) bez wzrostu cen lub nawet będą przeceniać się dalej. Natomiast dla wielu spółek z bardziej innowacyjnych i antycyklicznych segmentów, przecena w pierwszej połowie roku była wyjątkowo brutalna – wyprzedzający wskaźnik C/S dla innowacyjnych i szybko rosnących spółek typu SaaS spadł w pół roku z ok 14x do 4,5x – pomimo posiadania wcześniej wymienionych cech. Dlatego spodziewamy się, że szczególnie spółki z segmentów innowacyjnych, które są już rentowne lub na progu rentowności powinny zachować się w drugiej połowie roku relatywnie lepiej od szerokiego rynku.

Alokacja

W ubiegłym miesiącu doszło do zmian w strukturze tematycznej funduszu:

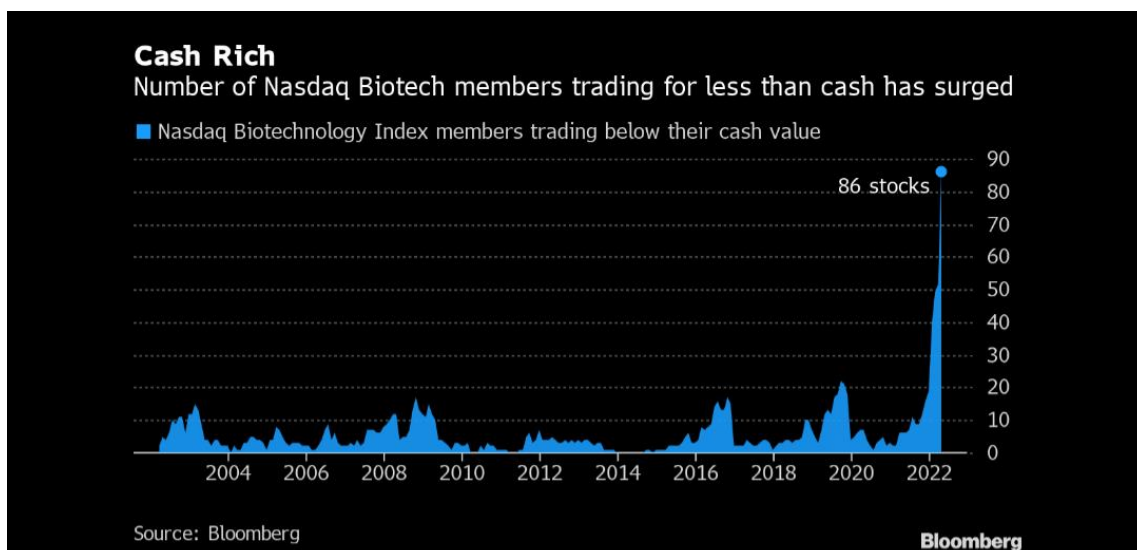
Po pierwsze, dokonaliśmy pewnego uproszczenia prezentacji tematyk, tak aby nie przestaniac całkowitego obrazu struktury. Drobne tematyki takie jak „FinTech” czy „Rozrywka Cyfrowa” są dołączone do grupy „Transformacji Cyfrowej”, natomiast „Genomika” oraz „Technologie Medyczne” są pokazane w szerszej grupie jako „Medycyna”.

Po drugie, zwiększona została alokacja w segment biotechnologiczny tak, że „Medycyna” stanowi teraz ok. 10% portfela akcji. Patrzymy na segment biotechnologiczny jako dotychczas największą ofiarę spadków na rynkach. W przeciwieństwie do innych sektorów, które rozpoczęły zejście w rynek niedźwiedzia dopiero w okolicach października lub listopada ur. sektor małych i średnich spółek biotechnologicznych znajduje się już w bessie od lutego 2021 r. i jednocześnie na wieloletnich minimach, testując obecnie poziom tzw. „dotków COVID’owych”, kiedy to obawy inwestorów o przyszłość biznesu sięgały zenitu.



Źródło: Bloomberg

Skalę wyprzedaży w segmencie małych i średnich spółek biotechnologicznych idealnie obrazuje zestawienie ilości spółek z indeksu NASDAQ Biotechnology Index, których wycena jest obecnie niższa niż posiadana na rachunku gotówka i ekwiwalenty. O ile w przypadku spółek, których programy kliniczne upadły i taka sytuacja ma uzasadnienie, to w przypadku, gdy prawie co trzecia spółka z indeksu, obecnie ok. 86 spółek, znajduje się w tej sytuacji możemy to uznać za rzadki fenomen. Na tyle rzadki, że od ponad dwudziestu lat nie obserwowaliśmy tak dużej ilości spółek z wyceną poniżej gotówki. Warto nadmienić, że poprzedni rekord to zaledwie 21 spółek pod koniec 2019 roku.



Źródło: Bloomberg

Na skalę tego zjawiska nałożyły się kilka niezależnych efektów – rekordowa liczba IPO/SPO w latach 2020-2021, przewartościowanie najbardziej innowacyjnych segmentów (terapię genową, terapię komórkową, iPSC, proteomika) poprzez ogromne napływy do funduszu Ark Genomic Revolution, kilkuletni brak M&A, dużo bardziej konserwatywne FDA oraz te „klasyczne” powiązane z inflacją, stopami procentowymi i recesją.

Od długiego czasu obserwowaliśmy ten segment rynku i właśnie w czerwcu fundusz zwiększył zaangażowanie w biotechnologię (tematyka Medycyna) do łącznej wartości tematu inwestycyjnego ok 10% aktywów funduszu. Traktujemy tę inwestycję w kategoriach długoterminowego budowania wartości. Domyślamy się, że zmiana sentymentu to proces a nie wydarzenie, natomiast relacja potencjalnego zysku do ryzyka jest w naszej ocenie niezwykle atrakcyjna w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym.



Strategia inwestycyjna

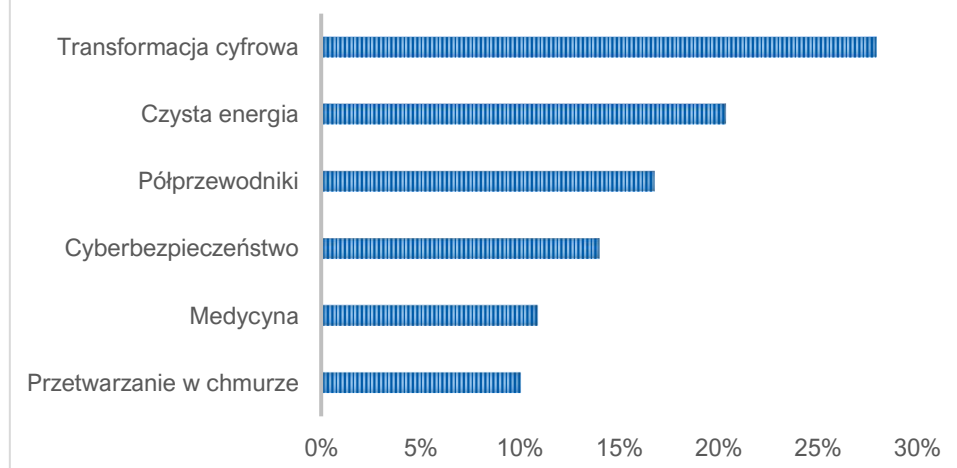
Strategia Funduszu opiera się ona na zjawisku megatrendów, które są potężną siłą kształtującą naszą przyszłość. Megatrendy, to strukturalne zmiany w globalnej gospodarce, wybiegające poza cykliczne wahania koniunktury. Raz zapoczątkowane trwają lata lub dekady, po drodze transformując sposób działania 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.



Struktura portfela

Na koniec czerwca ok. 96% aktywów netto funduszu stanowiły instrumenty udziałowe, a 4% gotówka i depozyty. W tym około 92% części akcyjnej funduszu jest alokowane w spółki ze Stanów Zjednoczonych, około 4% części akcyjnej funduszu ulokowane jest w strefie euro. Podział tematyczny, uwzględniający megatrendy na jakie zwracamy obecnie uwagę jest następujący:

ALOKACJA TEMATYCZNA



Źródło: Ipopema TFI, Bloomberg, 30.06.2022

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”). 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

Dokumentacje. Dane zawarte w Dokumentacji 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.