

Bartosz Szymańskizarządzający
funduszami akcyjnymi**Michał Cichosz**zarządzający
funduszami akcyjnymi**Tomasz Piotrowski**zarządzający
funduszami akcyjnymi**Paulina
Brandstätter**zarządzająca
funduszami akcyjnymi**Informacja reklamowa****Komentarz do wyniku z początku listopada 2022 roku**

Ostatnie tygodnie dla posiadaczy jednostek Skarbiec Spółek Wzrostowych, jak i dla nas samych, były bardzo rozczarowujące, jeśli chodzi o wyniki Funduszu na tle głównych indeksów giełdowych. Główną przyczyną było bardzo słabe zachowanie kursów spółek z branży Software as a Service nastawionych na digitalizację firm. Sektor ten, jak informowaliśmy wielokrotnie od 2019 roku jest zdecydowanie największym składnikiem portfela.

Aby lepiej zobrazować sekwencję wydarzeń i obecny stan sentymentu oraz pozycjonowania inwestorów postaramy się przejść chronologicznie przez wydarzenia z ostatnich tygodni, które dadzą lepszy ogólny obraz sytuacji.

Po bardzo dobrych wynikach za 2Q dla segmentu SaaS publikowanych od połowy lipca do pierwszych dni września, następujący okres po zakończeniu sezonu wyników przyniósł powrót uwagi inwestorów do kwestii związanej z podwyżkami stóp oraz presją inflacyjną, dając tym samym ponowny impuls do wyprzedaży spółek z segmentu wzrostowego. W połowie października rozpoczął się kolejny sezon raportowania (tym razem za 3Q). Jeśli chodzi o spółki technologiczne publikacje zaczęły się tradycyjnie od największych tzw. megacaps czyli Facebooka, Google, Amazona, Microsoftu czy Apple'a.

Analizując ich wyniki mieliśmy spore rozczarowanie ze strony największych spółek, wśród których bardzo słabe wyniki i prognozy opublikowały Facebook, Google, Amazon, co spowodowało silne spadki cen akcji tych spółek i ogólnie bardzo negatywny sentyment do całej branży szybko rozwijających się spółek z sektora technologicznego. Jedynie Apple zdołał pobić oczekiwania analityków, co spotkało się z pozytywną reakcją kursu.

Z perspektywy ekspozycji funduszu ważne były dane dotyczące tempa rozwoju części chmurowej w Microsoftzie oraz Amazonie, które odnotowały niewielkie obniżenie dynamiki wzrostu odpowiednio o 3-4 punkty procentowe z ponad 40% oraz 30% tempa dynamiki r/r w Q2. Inwestorzy odebrali to jako sygnał, że w tej linii biznesowej możemy być w nadchodzących kwartałach świadkami spowolnienia, co bezpośrednio przełożyło się na słabe zachowanie spółek wzrostowych z segmentu SaaS. Chociaż warto zwrócić uwagę, że backlog (wartość kontraktów do rozliczenia w przyszłości) w przypadku części chmurowej Amazona wzrosła o +57% r/r, a więc znacząco więcej niż dynamika zraportowanych przychodów.

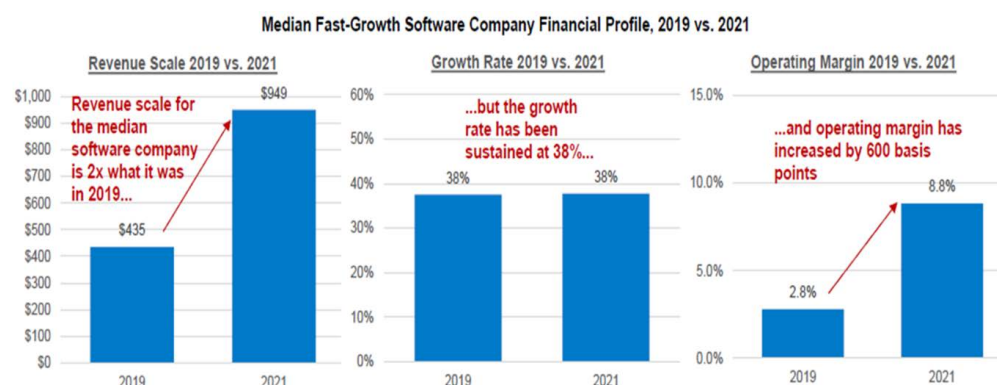
Z kolei spółka ServiceNow, która uznawana jest za papierek lakmusowy w segmencie infrastructure software podała kilka dni później wyniki i prognozy lepsze od oczekiwań wskazujące na stabilne otoczenie popytowe oraz dobrą widoczność kontraktów w najbliższej przyszłości. Spotkało się to wtedy z pozytywną reakcją ich kursu.

Idąc chronologicznie dalej, we wtorek i środę pierwszego tygodnia listopada swoje raporty kwartalne wraz z prognozami na 4Q opublikowało kilka innych firm z segmentu SaaS (m.in. Datadog, Hubspot, Alteryx, Confluent), które to pochwaliły się wyraźnie lepszymi wynikami i prognozami niż szacunki analityków. Pomimo bardzo pozytywnej oceny analityków oraz dodatniej reakcji kursów po ich publikacji, sentyment nadal pozostał dla całego sektora negatywny i finalnie wzrosty kursów były w ciągu tych dni o wiele bardziej stłumione niż w przeszłości przy analogicznej skali bicia oczekiwań.

Najtrudniejszym dniem jeśli chodzi o performance dla tego sektora był miniony piątek, kiedy w czwartek po sesji swoje wyniki opublikowały spółki Bill.com, Cloudflare oraz Atlassian. O ile Bill.com podobnie jak spółki z dwóch poprzednich dni kalendarza pobił wyraźnie oczekiwania rynku zarówno jeśli chodzi o 3Q jak i szacunki na 4Q, a Cloudflare zraportował generalnie zgodnie z konsensusem analityków to Atlassian niestety podał prognozę ok. 9% niższą od tego czego oczekiwali inwestorzy. Minięcie się z oczekiwaniami przez Atlassiana zadziało na inwestorów jak przysłowiowa płachta na byka i spowodowała ogromną wyprzedaż na wszystkich spółkach mających cokolwiek wspólnego z produktami i usługami chmurowymi dla biznesu, pomimo tego co w ostatnich dniach zdążyły światu zraportować inne firmy z tego segmentu. Akcje samego Atlassiana spadły tego dnia aż -29%, ciągnąc w dół o około 10% wiele innych firm, nawet tych które już zdążyły opublikować pozytywne wyniki oraz prognozy.

Próbując dowiedzieć się przyczyny tak dużej skali wyprzedzaży w tym segmencie dotarliśmy do komentarzy z brokerskich trading desków, które wskazywały na tzw. forced liquidations oraz stop losses. Wymuszone zamykanie się niektórych funduszy mogło mieć wpływ na zwielokrotnioną podaż i skalę przeceny tego dnia w tym segmencie. Nie jesteśmy jednak w stanie zweryfikować prawdziwości oraz wysokości wpływu takiego splotu wydarzeń.

Kolor, który przebija się w komentarzach o obecnym pozycjonowaniu inwestorów w USA to swego rodzaju „kara za sukces” biznesowy, który segment spółek SaaS notował w ostatnich 2-3 latach. Przypomnijmy że zarówno w pandemii jak i później w czasie „zapchanych” łańcuchów dostaw, oraz wysokiej inflacji czy wojny, dynamika rozwoju w tym obszarze była bardzo wysoka i sięgała rocznie kilkudziesięciu procent i był to obszar, który jako jeden z niewielu był w stanie utrzymać tempo rozwoju w ostatnich szalenie wymagających makroekonomicznie czasach. Widać to na wykresie poniżej, jaką drogę rozwoju spółki SaaS-owe wykonały w ostatnich latach.



Sources: FactSet and William Blair Equity Research

Źródło: FactSet and William Blair Equity Research

Skąd zatem tak przedziwne podejście inwestorów i przypięta łątka „kary za sukces”?

Inwestorzy obawiając się nadchodzącej recesji podobno paradoksalnie bezpieczniej czują się obecnie ze spółkami oraz sektorami, które w ostatnim czasie miały gorsze otoczenie biznesowe i zdążyły już co najmniej raz lub nawet więcej razy obciąć prognozy wyników, co daje „teoretycznie” większy bufor bezpieczeństwa, co do negatywnych niespodzianek w nadchodzących kwartałach aniżeli w przypadku segmentów, które mogły się pochwalić zdecydowanie lepszą trakcją i tego spowolnienia do tej pory nie obserwowały.

Widać to nawet w ramach samej technologii, gdzie cała ława spółek z grupy półprzewodników mocno obcięła już dwukrotnie swoje prognozy na najbliższe kwartały a ostatnia duża obniżka i negatywny obraz branży spotkały się nieintuicyjnie z pozytywną reakcją ich kursów.

Czy segment SaaS-owy opierający się tak długo wyjątkowo trudnej makroekonomii doświadczy w końcu spowolnienia i będzie zmuszony do obniżek prognoz pozostaje otwartym pytaniem natomiast jak dotąd, sygnały na temat koniunktury stamtąd płynące są o niebo lepsze niż te płynące z innych gałęzi gospodarki i rzesza firm z tradycyjnych sektorów gospodarki oddałoby wiele, by móc pochwalić się takim tempem rozwoju. Będziemy jednak uważnie monitorować najświeższe informacje płynące z wewnątrz branży, aby reagować na potencjalne zmiany otoczenia.

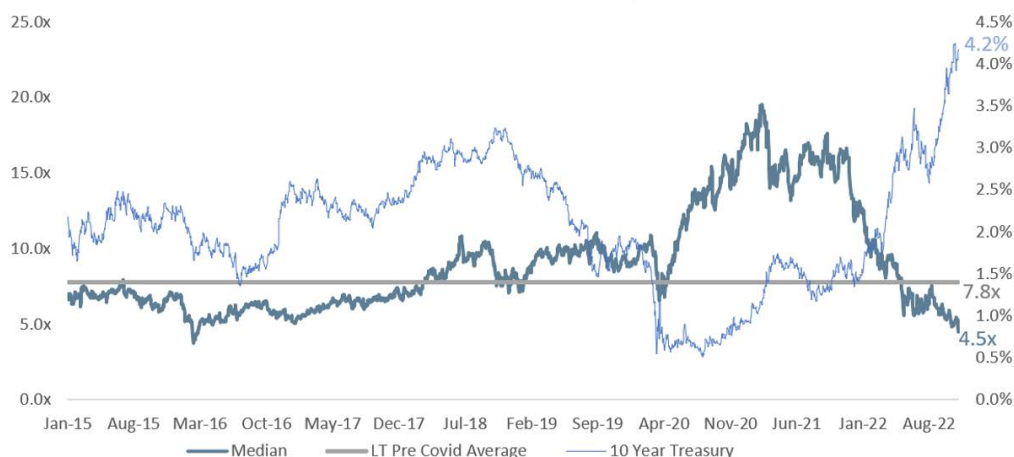
To czego my zupełnie nie przewidzieliśmy i nie doceniliśmy, to skala jak bardzo w obliczu nasilającego się strachu oraz silnej recesji, inwestorzy nie będą chcieli dokonać rozróżnienia perspektyw biznesowych pomiędzy różnymi sektorami. Zamiast tego, wyraźnie uciekali w miejsca utożsamiane jako bezpieczniejsze/mniej zmienne „rynkowo”, nawet pomimo dużo słabszej widoczności trajektorii biznesowej w tych miejscach.

Sądziliśmy, że dynamicznie rozwijający się biznes będzie w stanie „obronić się inwestycyjnie” przed strachem rynkowym nawet w tak trudnym okresie jak teraz. Niestety obecnie faworyzowane są przez rynek te modele biznesowe, które odhaczają zupełnie inne „punkty” w głowach inwestorów a nawet te, które są w kontrze z logiką.

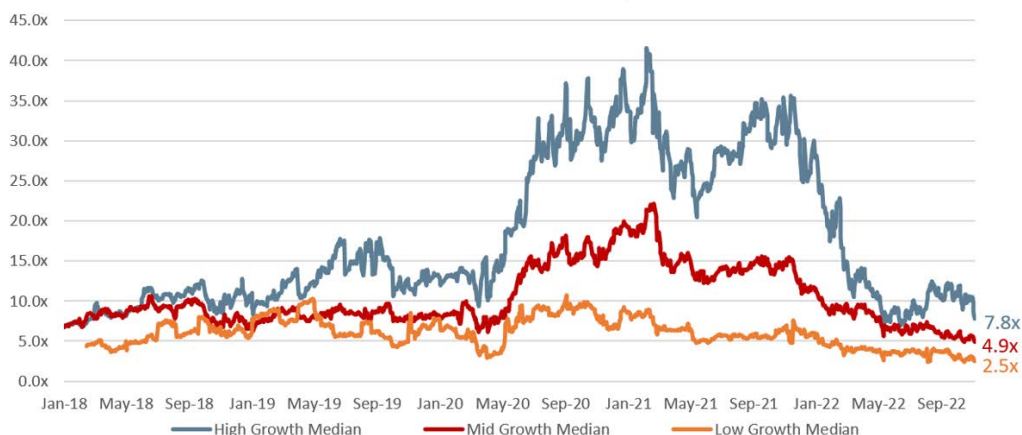
Jako przykład takiego stanu warto nadmienić to, że w ostatnich dniach rosną np. kursy spółek gdzie masowo zwalniani są pracownicy w wyniku ewidentnych problemów biznesowych (np. Meta/Facebook) a powodem do wzrostów jest nadzieja na niższe koszty i lepsze marże. Podczas gdy równolegle karane i krytykowane są firmy, które właśnie teraz zatrudniają nowych pracowników widząc mocny popyt ze strony klientów. Dawno nie byliśmy w tak dziwnym momencie przewrotności tego, co według inwestorów jest dobre a co złe. Do pewnego stopnia analogicznym okresem, który potrafimy sobie przypomnieć było chyba tylko przesilenie z przełomu lat 2008-2009.

Pytanie, które często się pojawia, to jak wygląda obecny krajobraz po burzy jeśli chodzi o wyceny i mnożniki spółek SaaS na tle historii i gdzie może być dołek. Bardzo trudno jest odpowiedzieć precyzyjnie gdzie jest poziom wyceny, który inwestorzy uznają za tani, bo poza samą wyceną dochodzą tematy związane z nową normą jeśli chodzi o poziom stóp procentowych, potencjalnym szczytem presji inflacyjnej, terminem „pivotu” FED-u etc. Niemniej jednak wyceny mnożnikowe jak widać na wykresach poniżej „szorują” po dnach poziomów historycznych do których możemy się odnieść od kiedy te spółki były notowane.

EV / NTM Revenue Multiples



EV / NTM Revenue Multiples



Źródło: cloudedjudgement.substack.com

Widać tu m.in. że poziomy mnożników przychodów są na poziomie 4,5x versus 7,8x mediana mnożnika z czasów przed Covidem. Choć warto odnotować przy tym wyższy poziom rentowności obligacji aniżeli w 2015-2018. Interesująca, jeśli chodzi o skalę sentymentu jest także relacja widoczna na drugim wykresie gdzie widać bardzo niską na tle historii różnicę mnożnika pomiędzy koszykiem spółek SaaS o najszybszym tempie wzrostu (linia niebieska) do koszyków spółek o znacznie niższych dynamikach wzrostu.

Tak jak pisaliśmy we wcześniejszym akapicie, do zmiany nastawienia inwestorów do koszyka spółek o których mówimy, potrzebny prawdopodobnie będzie nie tylko sam aspekt wyceny, ale też zmiany dotyczące „zaszufladkowania” sektora przez inwestorów w odniesieniu do oczekiwanego kierunku rozwoju sytuacji inflacyjnej i polityki banku centralnego. To od tego de facto rozpoczął się proces spadku ich wycen w momencie pojawienia się presji inflacyjnej i jastrzębiej polityki FED.

Wiemy, że zarówno Państwu jak i nam samym jest niezmiernie ciężko zrozumieć i pogodzić się z tak rekordowo wysoką przeceną spółek z portfela funduszu Skarbiec Spółek Wzrostowych w ostatnim czasie. Jest to zwłaszcza trudne w obliczu bardzo dobrych danych finansowych, które te spółki publikują nie znajdując w tym roku zupełnie odzwierciedlenia w wartości kursów ich akcji. Jednocześnie chcieliśmy Państwu podziękować i docenić wytrwałość i ogromne zaufanie, którym Państwo nas obdarzyliście, pomimo tak wymagającego roku jeśli chodzi o wyniki.

W tym momencie chcielibyśmy Państwa ponownie zapewnić, że zgodnie naszą filozofią działania, którą Państwo dobrze znacie, dokonywane zmiany na portfelu były, są i będą zawsze funkcją oceny wyników oraz prognoz pojedynczych spółek. Wierzymy, że strategia patrzenia case-by-case jest naszym zdaniem najbardziej zasadna, ponieważ historia uczy nas, że w długim terminie najlepiej rozwijające się i przygotowane na trudniejsze otoczenie biznesy są po czasie największymi wygranymi.

Nota prawna

Subfundusz Skarbiec Spółek Wzrostowych wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Wartość Aktywów Netto Subfunduszu może się charakteryzować dużą zmiennością wynikającą ze składu portfela lub z przyjętej techniki zarządzania portfelem. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl.

Opisy ryzyk

Ryzyka mające istotne znaczenie dla Subfunduszu, które nie są odpowiednio uwzględnione przez wskaźnik:

Ryzyko kredytowe Ryzyko związane z trwałą lub czasową utratą przez emitentów papierów wartościowych zdolności do wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań. W skład tej kategorii ryzyka wchodzi również ryzyko związane z obniżeniem ratingu kredytowego emitenta przez agencję ratingową i wynikający z niego spadek cen dłużnych papierów wartościowych emitenta. Pogorszenie się kondycji finansowej emitentów papierów wartościowych lub obniżenie ratingu dla tych papierów lub emitentów może w efekcie prowadzić do spadków wartości jednostek Uczestnictwa.

Ryzyko płynności Ograniczona płynność instrumentów finansowych związana z niskimi obrotami na giełdzie lub rynku, na którym dokonywany jest obrót uniemożliwiają dokonanie zakupu lub sprzedaży dużego pakietu papierów wartościowych czy instrumentów w krótkim czasie bez znacznego wpływu na cenę, w efekcie ograniczona płynność może negatywnie wpływać na możliwe do uzyskania ceny, co z kolei może prowadzić do wahań i spadków wartości jednostki uczestnictwa.

Ryzyko kontrahenta Istnieje ryzyko związane z możliwością niewywiązania się kontrpartnerów Subfunduszu ze zobowiązań wynikających z zawieranych przez Subfundusz umów, co może prowadzić do spadku aktywów Subfunduszu.

Ryzyko związane z możliwością nabywania przez Subfundusz Instrumentów Pochodnych W związku z tym, że Subfundusz może nabywać Instrumenty Pochodne, pojawią się dodatkowe ryzyka, w tym niewłaściwego zabezpieczenia, oznaczające, że zyski na Instrumencie Pochodnym nie zrekompensują strat na aktywie zabezpieczanym.

Ryzyko operacyjne Istnieje ryzyko wystąpienia strat związanych z błędną lub opóźnioną realizacją transakcji w wyniku nieadekwatnych lub zawodnych procesów wewnętrznych, błędów ludzkich, błędów systemów, a także w wyniku zdarzeń zewnętrznych.

Inne istotne ryzyka Subfundusz stosuje strategię alokacji Aktywów, która zakłada, że udział części akcyjnej wynosi minimum 66% Aktywów. Oznacza to, że nawet w okresach dekonjunktury na rynku akcji w skład portfela inwestycyjnego Subfunduszu będą wchodzić akcje oraz inne instrumenty o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Może to prowadzić, wobec utrzymującej się dekonjunktury na giełdzie, do wahań i spadków wartości jednostki Uczestnictwa Subfunduszu.

Szczegółowe informacje dotyczące ryzyk znajdują się w prospekcie informacyjnym Funduszu w części dotyczącej Subfunduszu w punkcie opisującym ryzyka inwestycyjne związane z przyjętą polityką inwestycyjną Subfunduszu.