

Tar Heel Capital

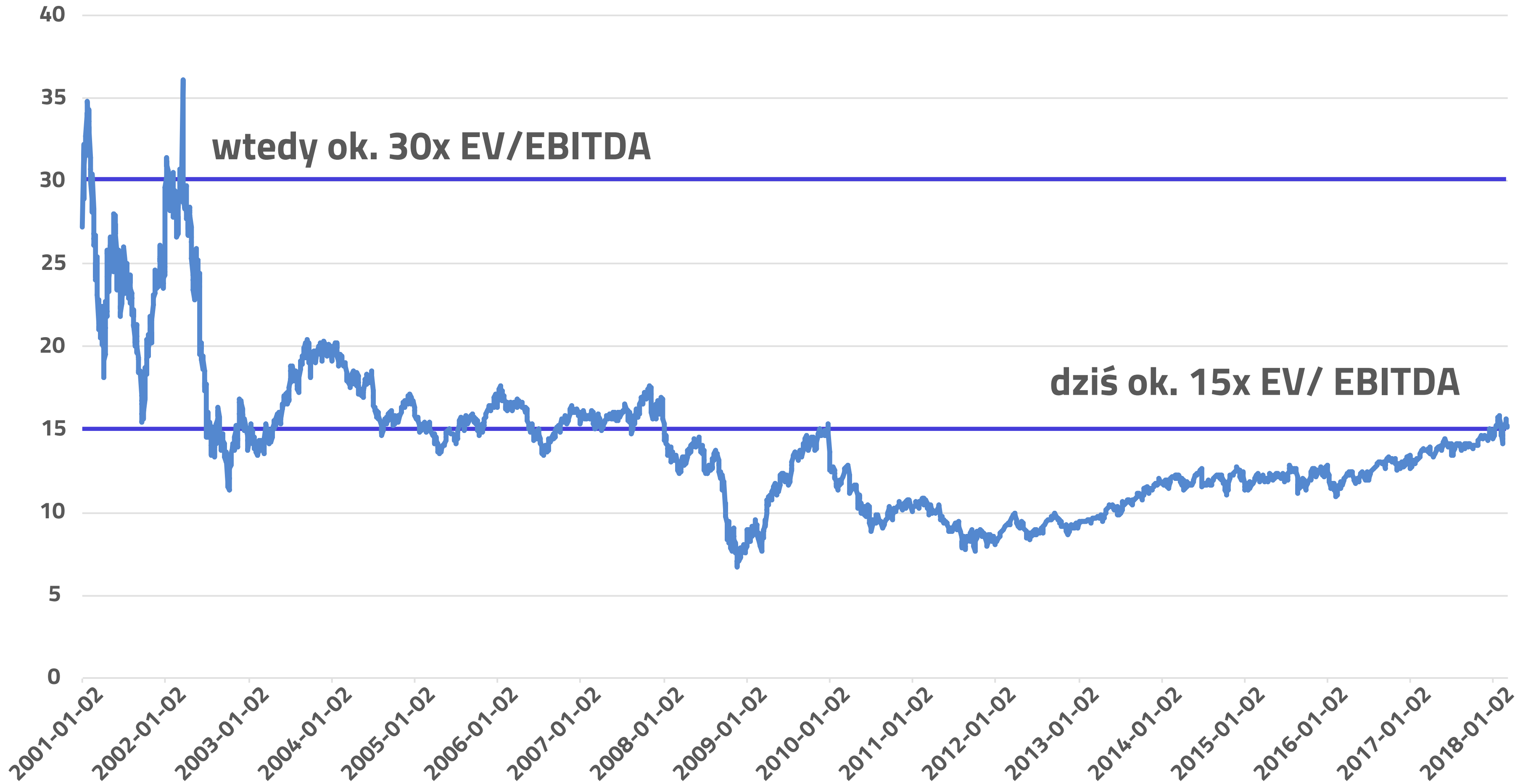
**Sektor technologiczny -
czy możliwa jest powtórka
z bańki internetowej?**

www.tarheelcap.com

TARHEEL  CAPITAL

Historyczna wycena EV/EBITDA dla indeksu Nasdaq100

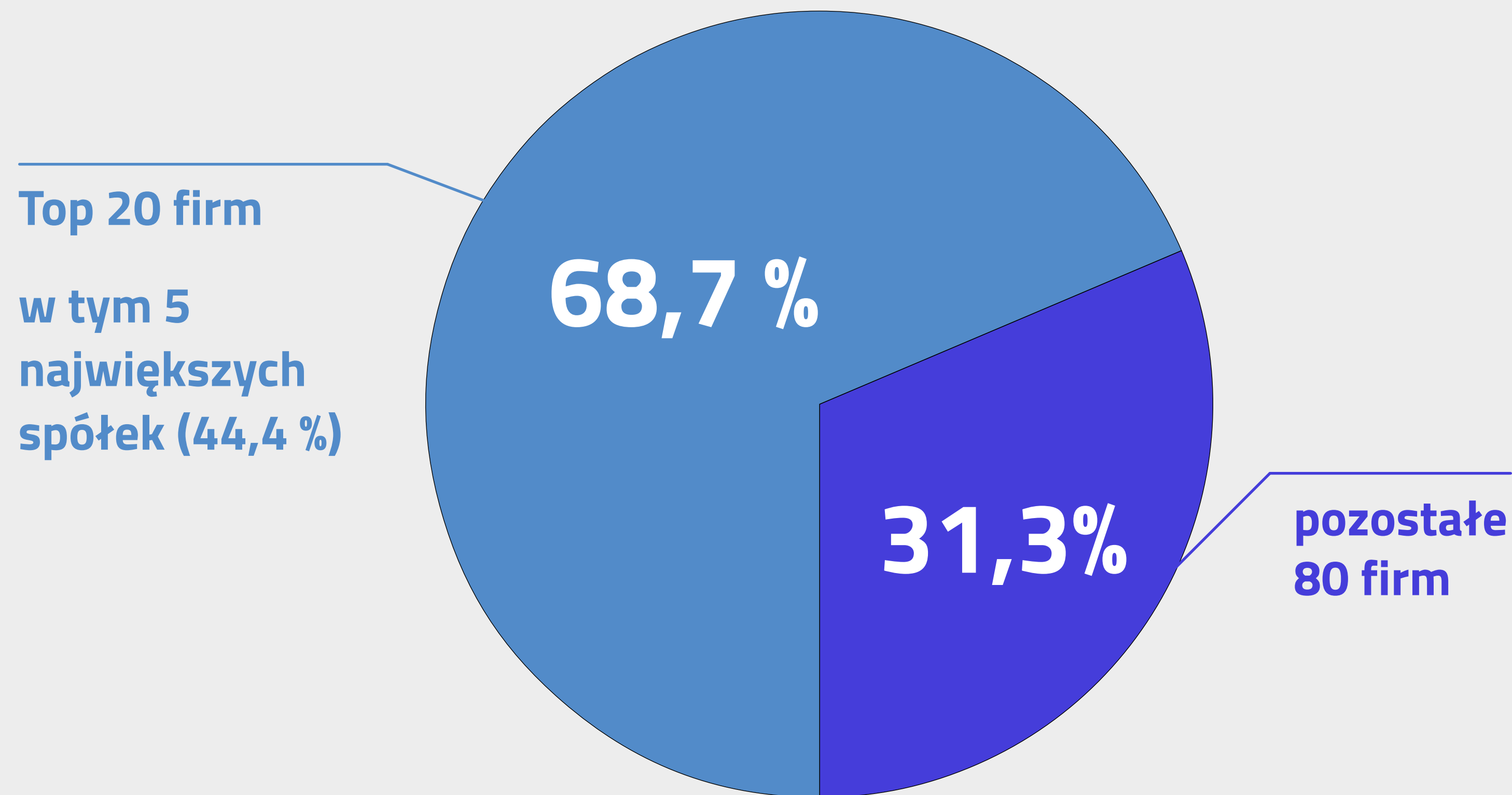
Czy warto patrzeć przez pryzmat historii?



Źródło: Bloomberg

Dlaczego nie warto patrzeć przez pryzmat historii?

5 największych spółek to prawie połowa indeksu NASDAQ100...



- Gdzie one będą za kilka lat?
- Jakie są dla nich ryzyka i czynniki uzasadniające wzrost wartości?

Skład indeksu NASDAQ100	Waga
TOP 20	68,7
APPLE INC	11,5
AMAZON.COM INC	9,3
MICROSOFT CORP	9,2
FACEBOOK INC-A	5,5
ALPHABET INC-CL C	4,8
ALPHABET INC-CL A	4,1
INTEL CORP	3,0
CISCO SYSTEMS INC	2,8
COMCAST CORP-CLASS A	2,2
NVIDIA CORP	1,8
AMGEN INC	1,8
NETFLIX INC	1,7
TEXAS INSTRUMENTS INC	1,4
ADOBE SYSTEMS INC	1,3
GILEAD SCIENCES INC	1,3
BOOKING HOLDINGS INC	1,3
BROADCOM LTD	1,3
PAYPAL HOLDINGS INC	1,2
QUALCOMM INC	1,2
CHARTER COMMUNICATIONS INC-A	1,1
COSTCO WHOLESALE CORP	1,1
RESZTA (80 firm)	31,3



- **900b USD** kapitalizacji rynkowej

- Waga Nasdaq100 = **12%**

- Zwrot od 2009 = **+1200%**

Szanse

- Dystrybucja środków do akcjonariuszy
- Średnia cena iPhone idąca na prawie 800 USD (15% r/r)
- Brand, potężny ekosystem, przychody „services” x2 do 2020
- Stopa podatkowa (teraz 15% z ok. 25% oczekiwanych)

Ryzyka

- Cykl iPhone, konkurencja
- Limitowana skala sukcesu poza iPhone
- Stopy procentowe

Wycena

- „Value”
8x zysk EBITDA
- Niski jednocyfrowy wzrost przychodów

- 720b USD kapitalizacji rynkowej

- Waga Nasdaq100 = 9%

- Zwrot od 2009 = +2600%

Szanse

- Lider zarówno w zakresie szybko rosnącego e-commerce jak i Chmury
- Sukces Amazon Prime
- Spadek kosztów operacyjnych związany z automatyzacją

Ryzyka

- Ryzyko ekspansji Chmury (AWS) i konkurencji
- Ryzyko ekspansji na nowe rynki geograficzne
- Kondycja i zachowanie konsumenta
- Regulacje

Wycena

- "wysoki wzrost"
20x+ zysk EBITDA
- 20%+ wzrost przychodów

▪ 720b USD kapitalizacji rynkowej

▪ Waga Nasdaq100 = 9%

▪ Zwrot od 2009 = 380%

Szanse

- Potężny powtarzalny biznes
- Kontynuacja sukcesu modelu subskrypcyjnego (Office 365 +40% r/r, Azure +100% r/r...)
- Nowe modele subskrypcyjne np. gaming

Ryzyka

- Erozja „starych” produktów: Windows, Windows Server, Office
- Konkurencja
- Kondycja rynku PC
- Problemy z egzekucją M&A, hardware

Wycena

- “niski wzrost”
15x+ zysk EBITDA
- 10% wzrost przychodów

- 720b USD kapitalizacji rynkowej

- Waga Nasdaq100 = 9%

- Zwrot od 2009 = 600%

Szanse

- Lider search i reklamy internetowej (wyszukiwarka, YouTube, programmatic)
- Nowe inicjatywy podnoszące zwrot z inwestycji dla reklamodawców
- Zakłady startupowe

Ryzyka

- Cykliczność rynku reklamowego
- Wzrost kosztów funkcjonowania
- Zakłady startupowe
- Regulacje

Wycena

- "niski wzrost"
13x+ zysk EBITDA
- 12% wzrost przychodów

▪ 530b USD kapitalizacji rynkowej

▪ Waga Nasdaq100 = 5%

▪ Zwrot od 2009 = 360%

Szanse

- Globalny lider rynku reklamy internetowej
- Nowe kanały monetyzacji (mobile/video) i serwisy (np. instagram)
- Wzrost cen reklam (globalnie +20% r/r)
- nowe projekty (Oculus, Marketplace)

Ryzyka

- Cykliczność rynku reklamowego
- Ilość możliwych reklam na serwisie
- Ryzyko spadku statystyk głównego serwisu
- Gorsze KPI z nowych kanałów
- Regulacje

Wycena

- "wysoki wzrost"
15x+ zysk EBITDA
- 20%+ wzrost przychodów

Podsumowanie... czy to już bańka i kiedy się skończy?

Na rynku, czasami niezależnie od cyklu biznesowego i produktowego, funkcjonują cały czas mody i cykle wycenowe

Wycena EV/Przychody 2 spółek z sektora Cybersecurity 2015 - 2018

— Palo Alto Networks
— FireEye

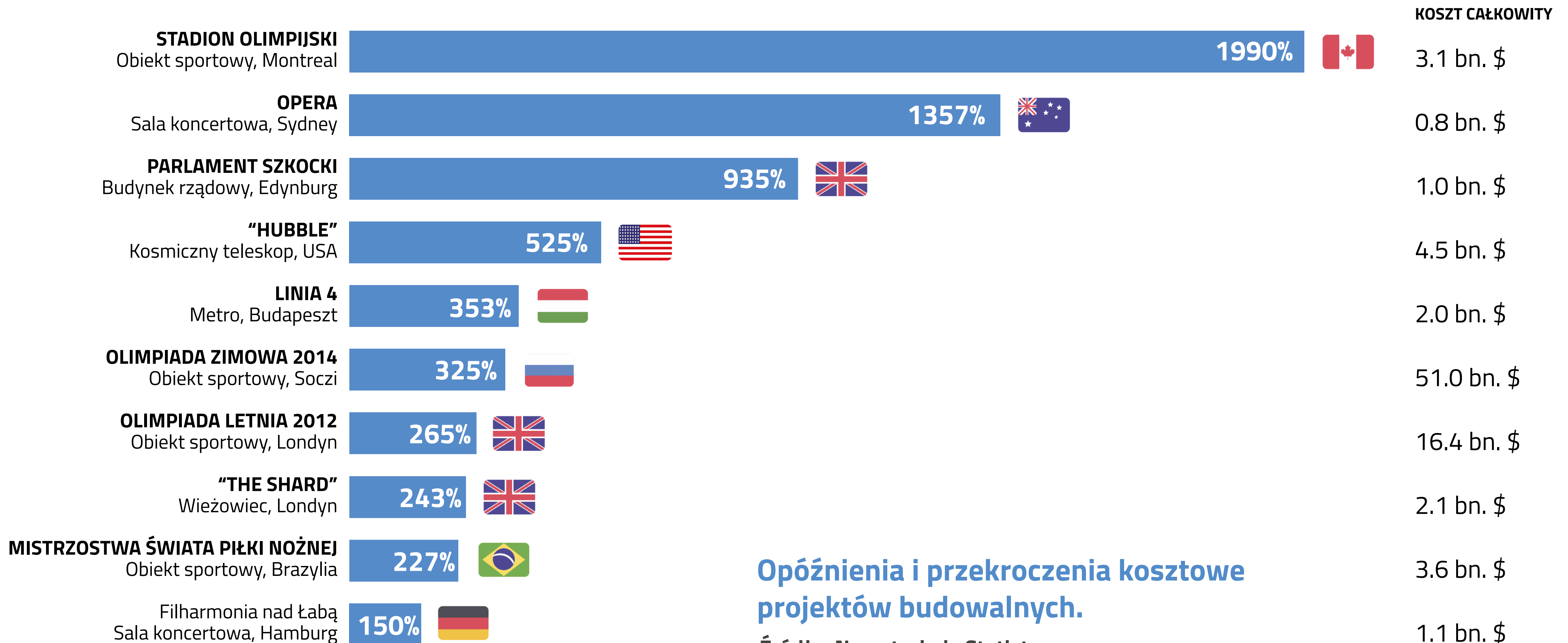


Źródło: Bloomberg

- **Gdzie się podziały startupy?**
- **Czy tak duże i ważne dla globalnej ekonomii firmy umkną uwadze polityków?**
- **Czy cyfrowe monopole mogą żyć wiecznie?**
- **Agresywne akwizycje i blokowanie konkurencji to recepta na większe regulacje?**
- **Jakie są oczekiwania rynku finansowego?**
- **Czy moda i entuzjazm przeważają nad realnymi zyskami?**
- **Jaka będzie głębokość korekty aby powrócić do średnich wycen?**

Przykłady trendów dotyczących każdej branży

...ale nie będących bezpośrednio największymi kreatorami wartości dla flagowych ekspozycji Nasdaq



Opóźnienia i przekroczenia kosztowe projektów budowlanych.

Źródło: Nemetschek, Statista

Przykłady trendów dotyczących każdą branżę

...ale nie będących bezpośrednio największymi kreatorami wartości dla flagowych ekspozycji Nasdaq

- **Automatyzacja i robotyzacja (np. Amazon jest dużym kupującym)**
- **Sztuczna inteligencja i zastępowalność ludzi (choć bez chmury i obecnych mocy obliczeniowych nie byłoby to możliwe)**
- **Autonomiczne środki lokomocji (drastyczna redefinicja transportu)**
- **Fintech (rewolucje na rynku finansowym)**
- **I inne (innowacyjność dotyka każdej branży!)**

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Skorzystanie z niniejszego materiału, jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a AgioFunds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne.

Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału.

Towarzystwo prowadzi działalność zgodnie z zasadą rzetelnego zarządzania konfliktami interesów, które mogą wystąpić pomiędzy Towarzystwem, a jego Klientami, pomiędzy Towarzystwem a zarządzanymi funduszami inwestycyjnymi, pomiędzy poszczególnymi funduszami inwestycyjnymi oraz bezpośrednio pomiędzy Klientami Towarzystwa. Szczegółowe zasady zawiera Regulamin Zarządzania Konfliktami Interesów w AgioFunds Towarzystwie Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Organem nadzoru nad AgioFunds TFI jest KNF.