

## Smutný případ těžařů zlata

Zlato patří mezi drahé kovy, protože se dlouhodobě používá k výrobě zlatých mincí a šperků a užívá se i jako platidlo nebo jako prostředek k uložení hodnoty. Objem veškerého vytěženého zlata v historii se odhaduje na 190 000 tun a při současné ceně zlata 1 276 dolarů za unci to znamená, že jeho cena je přibližně 7 800 miliard dolarů. To je pro srovnání asi 8,6 násobek tržní kapitalizace firmy Apple.

Ze zmíněných 190 000 tun je přibližně 89 000 tun přeměněno ve šperky, 40 000 tun patří soukromým investorům, 31 000 tun státům a zbytek je držen v dalších různých formách. Jelikož zlato je v podstatě nezníčitelné, téměř všechno historicky vytěžené zlato stále existuje. Zásoby zlata pod zemí, tedy toho, co ještě nebylo vytěženo, se odhadují na 57 000 tun. Čtvrtina zlata tedy ještě stále čeká na své vytěžení.

Roční těžba zlata se v současnosti pohybuje někde mezi 2 500 - 3 000 tunami. Z těchto čísel, která udává World Gold Council, by se zdálo, že těžba zlata už nemá příliš dlouhou budoucnost a že firmy, které ho těží, budou z této situace velmi profitovat. Jsou tedy těžaři zlata dobrou investicí? Nejsou.

Začněme pohledem do historie. Za posledních 10 let vzrostla cena zlata přibližně o 50 %. Cena ETF s tickerem GDX, což je fond kopírující index těžařů zlata (NYSE Arca Gold Miners Index), za stejnou dobu klesla o 50 %. To je poměrně zajímavé zjištění. Cena komodity,

kteřou firmy z indexu těží, roste a jejich akcie klesají. Při pohledu na vývoj cen akcií tuctu největších těžařů zlata za posledních 7 let zjistíme, že jen cena jednoho z nich – Rangold Resources – překonala růst ceny zlata. Ceny ostatních nejen že za zlatem zaostávají, ale jsou v hlubokém mínusu. Akcie společností Eldorado, AngloGold, Kinross, Yamana a Goldcorp jsou 60-85 % v záporu.

Za posledních 7 let získal tucet největších těžařů zlata z trhu více než 40 miliard dolarů díky emisím nových akcií a částečně vydáním dalšího dluhu. Na dividendách bylo za stejnou dobu vyplaceno jen asi 12 miliard a enterprise value této skupiny firem poklesla o 85 miliard dolarů, převážně díky odpisům aktiv. To je v podstatě ekonomická ztráta vytvořená za 7 let. V kontrastu s tím stojí částka 550 milionů dolarů, což je suma odměn, kterou si za posledních 7 let odnesli šéfové těchto dvanácti společností.

Základem problému těžařů zlata jsou chronicky nízké výnosy kapitálu a záporné volné cash flow. Náklady kapitálu jsou u těžařů zlata poměrně vysoké, jelikož se jedná o odvětví, kde se pracuje s velkými investicemi na dlouho dopředu, s velkým dluhem, celé odvětví je mimořádně cyklické a všechny firmy jsou typickými „price takers“. Investice většiny těžařů mají výnos hluboko pod náklady kapitálu a ničí hodnotu místo toho, aby ji vytvářely. Průměrný výnos kapitálu celé této skupiny firem odhadujeme na 3 %. Je zajímavé, že trh je i přesto stále ochoten

sektor financovat.

Za posledních 7 let činilo provozní cash flow velké dvanáctky asi 100 miliard dolarů, investice asi 130 miliard a 30 miliard činil nárůst dluhu. Objem produkce zlata se však nijak nezměnil. Celý sektor utrácí více hotovosti, než jí tvoří a jako celek stagnuje v objemu produkce. Jediným těžařem, který se tomuto hodnocení vymyká, je právě zmíněný Rangold. Výnosy kapitálu se zde pohybují nad jeho náklady a není proto divu, že i cena akcií si vede ve srovnání s ostatními těžaři nejlépe.

Je možné, že se tento stav do budoucna změní? Velmi o tom pochybuji. Celý těžařský sektor (spolu s lodní dopravou) je největším příkladem tak zvané „insider game“. To je stav, kdy tak zvaní „insiders“, což jsou v tomto případě managementy firem, mají velkou informační převahu nad ostatními („outsiders“) včetně akcionářů. Tato informační výhoda se potom spojuje s dalšími typickými charakteristikami tohoto odvětví, jako jsou upřednostňování objemu těžby a dalších investičních projektů před vytvářením

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 18. 11. 2017

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund)

volného cash flow, nevhodná motivace a nastavení odměn managementu a roztržitá akcionářská struktura, která navíc často obsahuje více spekulantů než dlouhodobých investorů. Výsledkem je mimořádná asymetrie mezi tím, co si domů odnášejí managementy firem a co získávají akcionáři.

Lidé, kteří se v tomto odvětví pohybují, se asi nezmění. Jediné, co by teoreticky mohlo přinést změnu, je aktivnější přístup akcionářů a tlak na vedení firem. Zatím nic moc takového vidět není, a proto je pravděpodobné, že akcie těžařů zlata zůstanou i do budoucna mizernou investicí. Pokud věříte zlatu, kupte zlato a ne jeho těžaře. Pokud se domníváte, že zlato půjde dolů, neshortujte zlato, ale raději jeho těžaře. Případně se nabízí kombinace long GLD/short GDX. Anebo se tomu všemu úplně vyhnout.

Jediné konzistentně ziskové těžařské odvětví je zubařina.

---

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovédím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat

výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

**Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.**

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

---

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

**Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**