

## Co je technologická akcie?

Už po delší dobu mluví řada investorů o technologických akcích jako o atraktivních investicích. Je to taková často až automaticky přebíraná myšlenka. Co to vlastně ale technologická akcie je? Wikipedia nabízí tuto definici: „Technologická společnost je společnost založená na elektronice, která zahrnuje například podnikání v oblasti digitální elektroniky, softwaru a služeb souvisejících s internetem, jako jsou služby elektronického obchodování.“

Tedy v zásadě a velmi zjednodušeně elektronika, software a e-shop. Podle mého názoru je tato definice příliš úzká a paradoxně vylučuje řadu moderních, pokrokových a hranice posouvajících technologií. Mezi největší technologické společnosti (podle oficiální klasifikace) patří podle výše tržeb Apple, Samsung, Foxconn, Alphabet, Microsoft, Huawei, Dell, Hitachi, IBM či Sony. Podle výše zisku potom Apple, Microsoft, Alphabet, Intel, Facebook, Samsung či Tencent. I když tyto společnosti spadají do různých podkategorií, jako jsou spotřební elektronika (Apple, Samsung, Sony), počítačový hardware (Foxconn, Dell), softwarová infrastruktura (Microsoft, Huawei), polovodiče (Intel), služby informačních technologií (IBM), průmyslové konglomeráty (Hitachi) nebo komunikační služby (Alphabet, Facebook, Tencent), jde přece jen stále o poměrně úzký segment činností. Mimochodem Amazon stejně jako třeba Tesla spadají do kategorie zvané cyklické spotřební zboží.

Stejně tak, pokud budete studovat, které technologie jsou dnes považovány za „Top trending“, dostanete zhruba tyto pojmy (schválně je nechávám v angličtině): AI, Machine Learning, Data Science, Full Stack Development, Robotic Process Automation, Edge Computing, Virtual Reality, Blockchain, 5G, Cyber Security. V zásadě jde většinou o software a práci s daty. S tím samotným žádný problém nemám, ale zaráží mě, že jak tyto trendy, tak všeobecná definice technologické společnosti zcela opomíjejí výrobní činnosti, jako kdyby zde existující nebo vyvíjené technologie byly méněcenné.

Debata o tom, co je technologická společnost, není jen takovým teoretickým akademickým cvičením. Být považován za technologickou společnost má dnes dost velkou cenu. Technologické společnosti se těší většímu zájmu investorů, mají snadněji dostupný kapitál a obchodují se často za nesrovnatelně vyšší valuační. Není tedy divu, že mnoho společností dělá všechno proto, aby byly považovány právě za technologické společnosti. Potom vznikají dosti bizarní kategorie jako například Bigtech, Fintech, Regtech, Govtech, Gastrotech, Foodtech, Insurancetech, Healthtech, Transporttech, Agrotech a podobně. Kdyby vás třeba zajímalo, o co se snaží firmy hlásící se například ke Govtech, pak jsou to technologické inovace ve veřejném sektoru. Často si kladu otázku, zda vůbec v mnoha případech jde o něco nového nebo se to tak jen tváří. Podobnost s úpornou

snahou firem na konci 20. století o to, aby byly brány jako dot.com businessy, je zřejmá.

Když se tedy vrátíme k tomu, co to vlastně je technologická společnost, za zvážení stojí úplně jiný, mnohem komplexnější pohled na věc. Vezměme si jako příklad třeba stíhačku F-35 vyráběnou firmou Lockheed Martin. Podle mého názoru jde možná o nejvíce technologicky vyspělý produkt současnosti. Když se na něho podíváte podrobněji, zjistíte, že spektrum technologií v něm zastoupených je velmi široké a rozmanité. Zahrnuje nejen software, práci s daty, elektroniku a umělou inteligenci, ale také celou řadu dalších technologií týkajících se mechanických vlastností, použitých materiálů, součástek, radiokomunikace, celé škály různých senzorů, zbraňových systémů, řízení síťových operací a podobně. Mnohé z těchto technologií jsou nejen na úplné špičce ve svém oboru, ale ani nejsou běžně dostupné. Přesto všechno však skoro nikdo Lockheed Martin za technologickou společnost nepovažuje. Že by to bylo kvůli kvůli chybějícímu e-shopu?

Nejsem žádný fanoušek militantních produktů a pokud vám stíhačka jako příklad není moc po chuti, potom můžu nabídnout třeba společnost ASML a její litografické přístroje používající EUV technologii. Mimochodem cena jednoho takového stroje je zhruba stejná jako cena stíhačky F-35. Je sice pravda, že ASML je formálně klasifikována jako technologická společnost, její technologická jedinečnost však spočívá v procesu výroby.

Společnosti, které nejsou brány jako technologické, ale díky své technologické vyspělosti by tak brány být měly, najdeme v celé řadě dalších odvětví. V automobilovém průmyslu (Toyota, Daimler, BMW, Bosch),

robotice (Fanuc), polovodičích (Taiwan Semi, Samsung), farmacii (Bayer, Regeneron, Roche), lékařských laboratořích (LabCorp, Quest), potravinářství (Nestlé) atd. Na tyto společnosti skoro nikdo jako na technologické nehledí, přestože úroveň různých technologií, které vyvinuly a používají, je velmi vysoká a často pro lidstvo nepostradatelná.

Spoustu pro lidstvo klíčových technologií najdeme ve výrobním sektoru. Když to zjednoduším, kdyby zítra zanikl technologický gigant Facebook, v zásadě by se nic nestalo, život by běžel normálně dál, a dokonce by se dalo argumentovat, že společnost jako celek by si polepšila. Nyní si zkuste představit svět bez ropy, oceli nebo hnojiv. To je zcela vyloučeno. Výrobní sektor se sice svým podílem na globální ekonomice zmenšuje, ale stále zůstává se svými technologickými dovednostmi pro lidstvo kriticky důležitý.

Fascinace investorů technologickými společnostmi částečně souvisí s běžně uváděnou myšlenkou, že žijeme v období bezprecedentního tempa zásadních inovací a že toto tempo rozvoje dokonce ještě nabírá na rychlosti. Zásluhy jsou potom přičítány právě technologickým společnostem. Je tomu ale opravdu tak? Václav Smil ve svých knihách říká, že se v žádném období rekordního tempa inovací nenacházíme. Tvrdí, že ve skutečnosti jsou moderní inovace jen variantami dvou starších fundamentálních objevů. A to mikroprocesorů (1958, Texas Instruments) a využití rádiových vln (1885, Heinrich Hertz).

Osmdesátá léta 19. století osobně považuji za asi nejproduktivnější dekádu moderní doby. Pocházejí z ní například tyto zásadní inovace – první Edisonova elektrárna v Londýně (1882), parní turbína (1884), čtyřtákní spalovací motor (1884) či první elektromagnetické vlny vytvořené v laboratoři (1885). S tím se dnes těžko něco může srovnávat. Vždycky mi vrtalo hlavou, proč roste produktivita práce ve vyspělých zemích v posledních dekadách čím

dál tím pomaleji. Kde je vliv inovací z posledních dvou desetiletí, jako jsou kupříkladu telekomunikace, internet, software, cloud computing, big data, nanotechnologie, sociální sítě a podobně? Na grafech produktivity práce bychom je marně hledali.

Mylné představy o tom, že žijeme v době bezprecedentního technologického růstu spojené s úzkým chápáním pojmu technologie potom vedou na trzích k nerealistickým očekáváním a zajímavým excesům. Pěkně to dokládá vývoj Non-Profitable Tech Indexu sestavovaného společností Goldman-Sachs. S trochou nadsázky říkám, že jedna velká skupina lidí se domnívá, že všechny problémy lidstva lze vyřešit nějakou aplikací. Další velká skupina lidí se domnívá, že všechny problémy lidstva lze vyřešit tištěním peněz. Tato kombinace potom vede v relevantní části trhu ke spekulativnímu chování investorů, jakému jsme byli až do nedávna svědky právě u akcií ztrátových technologických společností.

Když s použitím publikace The Value Line spočítáme průměrnou výši výnosu investovaného kapitálu (ROIC) za posledních deset let u některých výše zmíněných společností, dostaneme následující výsledky: Lockheed Martin 35 %, Apple 32 %, Microsoft 24 %, Facebook 17 %, Amazon 8 %, Salesforce 0 %, Tesla -18 %.

Tato čísla nelze sama o sobě jednoznačně interpretovat, nicméně naznačují několik

důležitých věcí. Za první formální zařazení společnosti mezi technologické ještě neznamená, že společnost vytváří hodnotu (tj. má výnosy kapitálu vyšší, než jsou náklady kapitálu). Za druhé samotná existence nějaké technologické inovace ještě nezaručuje nějakou podnikatelskou výhodu. Za třetí někdy nalezneme vysoké výnosy kapitálu tam, kde bychom je možná ani nehledali (kdo by třeba čekal, že BMW má za posledních deset let průměrné ROCE z automotive businessu vyšší než 50 %?). Za čtvrté story a narrative jsou hezká věc, ale čísla mají větší vypovídající hodnotu. Není tedy lepší se úplně oprostít od klasifikace firem do jednotlivých kategorií? Tato klasifikace s sebou nese často předsudky a predispozice v uvažování a zamlžuje realitu. Investování není o tom snažit se odhadovat vývoje nových trendů ve společnosti a v podnikání, ale o hledání společností, které mají nějakou trvale udržitelnou konkurenční výhodu, ať už jsou klasifikovány jakkoliv.

Daniel Gladiš, leden 2022

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

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

Sledujte nás na [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund) nebo <https://twitter.com/danielgladis>

Disclaimer :

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund . Fond je zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

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

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

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 předpovědím, 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“).

Fond je zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

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.