

TRH S ROPOU A AKCIE TĚŽAŘSKÝCH SPOLEČNOSTÍ

Začnu dvěma citáty Marka Twaina, které vyznějí trochu proti tomu, o čem chci dnes psát.

„A mine is a hole in the ground with a liar on top.“

„As for commodities, the only consistently profitable extractive industry is dentistry.“

Co tím Mark Twain myslel? První citát poukazuje na to, že těžbařské společnosti obecně často potřebují kapitál dlouho před tím, než se dopracují k samotné těžbě, a z investorů ho někdy lákají na nadsazené údaje ohledně velikosti, kvality, výtěžnosti a ekonomičnosti naleziště.

Druhý citát naráží na to, že těžbařské odvětví je velice cyklické a tučná zisková léta se střídají s chudšími, mnohdy ztrátovými.

Naše vlastní zkušenosti s investicemi do těžbařských firem tomu v zásadě odpovídají. Někdy kolem roku 2011 jsme se rozhodli jako investoři těžbařské společnosti odložit stranou. Hlavním argumentem bylo, že celé odvětví nemá podle našeho názoru charakteristiky, které by byly pro investory dlouhodobě výhodné. Především kvůli malému volnému cash flow, které by si nacházelo cestu k investorům. Přesto jsme do těžbařů ropy letos znovu zainvestovali. Co nás k tomu vedlo, to chci popsat v následujícím textu.

Proč má vůbec smysl zabývat se ropou a trhem s ropou? Ropa samotná je velmi kontroverzní komodita. Názory na její budoucnost se různí a

patří mezi ně i požadavky na okamžité ukončení její těžby. Někdy se mi stává, že když mluvím o investicích do ropných firem, jsem obviňován z toho, že jsem placen ropnou lobby. Většinou tehdy, když žádný lepší argument není po ruce.

Investování však není o tom, co by si člověk přál, aby se stalo, ale o tom, co si myslí, že se stane. To jsou dvě zcela rozdílné věci a není dobré je zaměňovat. Kdybych si mohl vybrat, dal bych přednost tomu, aby ropa nestála současných 75 dolarů, ale třeba 25, aby byla levná a hlavně, aby byla snadno dostupná tam, kde je jí třeba. Především chudším dvěma třetinám populace planety by tato situace velmi pomohla. Jelikož však tuto změnu ve světě učinit nemůžu, je moje přání pro investování zcela irelevantní. Podstatné je, kam svět směřuje.

Když se rozhlédnu po světě, obrazně řečeno, připadá mi, že realita je zcela jiná. Svět jako celek čelí chronickému nedostatku energie. Václav Smil, jeden z nejchytřejších lidí současnosti a jeden z mála špičkových vědců, kteří spadají do kategorie generalistů, tvrdí, že asi 2-3 miliardy lidí na planetě mají takovou spotřebu energie na obyvatele, jakou mělo Německo a Francie v roce 1860. Z pohledu spotřeby energie tedy asi třetina lidí stále žije v poměrně primitivních podmínkách. Asi 600 miliónů lidí nemá navíc elektřinu vůbec.

Svět, to není v otázce elektřiny a energetické dostatečnosti Německo a Kalifornie. To je především Čína, Indie, celá Afrika, Latinská

Amerika. To jsou místa, kde má stále velká část lidí poměrně nízkou životní úroveň. Většinu z nich se ani nezdá o životní úrovni, jakou si užíváme my, obyvatelé bohatého a rozvinutého světa. Jejich ambice jsou přirozené. Chtějí lepší, snadnější, pohodlnější a bezpečnější život. Je to zcela logické a naši povinností by mělo být snažit se jim v tom pomoci.

Ruku v ruce s tím, jak se jejich životní úroveň bude zvyšovat, výrazně se bude zvyšovat i jejich spotřeba energie. Jen tak pro velmi hrubou představu. Spotřeba energie na obyvatele v Číně je skoro o polovinu nižší než v EU. V Indii je asi čtvrtinová v porovnání s Čínou. Pokud by se Indie měla se svou energetickou náročností dotáhnout na dnešní Čínu, představovalo by to dodatečnou spotřebu energie, která je asi o polovinu větší, než kolik jí dnes spotřebovává celá EU. To jsou obrovská čísla. Realita je jednoduše taková, že svět jako celek bude potřebovat mnohem více energie než dnes a v energetickém mixu hraje dosud ropa (a plyn) stále nezastupitelnou roli.

Budoucí očekávaný a žádoucí rozvoj v chudších dvou třetinách světa bude také vyžadovat obrovské investice do infrastruktury. Celá civilizace dnes podle Václava Smila stojí na čtyřech základních pilířích. Těmi jsou čpavek, ocel, cement a plasty. Mají několik společných věcí. Nemají vhodné substituty, jejich výroba je extrémně energeticky náročná a neobjede se bez fosilních paliv. Mimochodem, žádný obnovitelný zdroj energie nelze vybudovat bez použití fosilních paliv. Jakkoliv bychom si mnozí přáli konec těžby fosilních paliv i konec těžby samotné ropy, je mnohem pravděpodobnější, že zde s námi budou ještě hodně dlouho. V případě ropy je také možné, že poptávka po ní bude i nadále stoupat.

Poptávka po ropě zatím dlouhodobě stoupá, a to s relativně malými výkyvy. Někdy v polovině 60. let činila globální poptávka asi 30 miliónů barelů denně. Dnes jsme těsně nad 100 milióny barelů denně. Poptávka za tu dobu poklesla výrazněji jen dvakrát. Poprvé na počátku 80. let kvůli ropnému šoku a potom v roce 2020 kvůli tomu, že většina ekonomik byla v lockdownu.

Poptávka po ropě má některé důležité charakteristiky. Její krátkodobá cenová elasticita je kvůli absenci substitutů velice nízká. Přibližně jen asi -0,06. I větší rychlý nárůst ceny omezuje poptávku krátkodobě jen nepatrně. Dlouhodobá cenová elasticita je větší. Nachází se někde mezi -0,2 a -0,3. Ta se však neměří na dny či měsíce, ale spíše na roky. Proti tomu však působí jeden mnohem výraznější vliv. Tím je příjmová elasticita. Ta se odhaduje na 0,55 v bohatých zemích a na 1,1 v chudých zemích. Pokud se tedy například ve výše zmíněné Indii zvýší příjem obyvatel na dvojnásobek, jejich poptávka po ropě by měla vzrůst ještě o trochu více. Vysoká příjmová elasticita má mnohem větší dopad na poptávku po ropě než cenová elasticita, a dá se proto očekávat, že rozhodující pro vývoj budoucí poptávky po ropě bude bohatnutí chudších dvou třetin obyvatel světa.

Pokud si někde vyhledáte graf, který na ose x ukazuje HDP na obyvatele v jednotlivých zemích a na ose y spotřebu energie na obyvatele, potom snadno uvidíte, že mezi těmito dvěma veličinami existuje velmi úzká kladná korelace. Čím vyšší HDP na obyvatele, tím vyšší spotřeba energií. Chtělo by se říct, že to je samozřejmé. Že vyšší bohatství umožňuje vyšší spotřebu energií. Co když je však tato kauzalita opačná? Není to náhodou tak, že bohatší jsou ty země, které mají levnou a v potřebném množství dostupnou energii?

Přikláněl bych se k tomu. Historie vývoje civilizace spíše potvrzuje to, že rychleji se vyvíjely ty oblasti, kde byla energie dostupnější a levnější. Pokud tomu tak je, potom žádoucí růst bohatství v chudších dvou třetinách světové populace je podmíněn cenově dostupnými, spolehlivými a dostatečně robustními zdroji energie. Pokud si přejeme, aby životní úroveň v chudších místech zeměkoule narůstala, potom zřejmě nezbyvá než si připustit, že to s sebou ponese i rostoucí poptávku po ropě a dalších fosilních palivech.

Přesuňme se nyní k nabídkové straně trhu s ropou. Nabídka ropy je stejně jako její poptávka krátkodobě velmi neelastická. Krátkodobá elasticita nabídky se odhaduje na 0,04. Krátkodobé větší pohyby ceny ropy mají na její nabídku jen minimální vliv. Proč? Pokud cena ropy klesá, její těžba krátkodobě zůstává prakticky stejná. Těžbu ropy není totiž možné zapínat a vypínat podle libosti ve snaze reagovat tak na pohyby ceny. Je to dáno geologickými, technologickými a ekonomickými podmínkami konkrétního zdroje. Pokud cena ropy stoupá, výše její těžby i tehdy zůstává krátkodobě prakticky nezměněná. Je to dáno tím, že rezervní kapacity umožňující rychle zvýšit těžbu z existujících zdrojů jsou zcela minimální a navýšit těžbu z nových nalezišť trvá roky. Tak dlouhý je totiž investiční cyklus v tomto odvětví.

Když tedy shrneme základní charakteristiky poptávky a nabídky po ropě do několika hlavních závěrů, potom z toho vyplývá, že obě strany jsou krátkodobě téměř imunní, co se týče reakce na změnu ceny. Rezervní kapacity jsou nizoučké, stejně jako jsou nizoučké nadzemní skladovací kapacity. Na rozdíl od dřívějších dob dnes ve světě navíc neexistují tak

zvaní swing producenti, kteří by byli natolik velcí, že by sami dokázali vybalancovat střednědobé nerovnováhy na trhu s ropou. Kvůli všem těmto důvodům přináší krátkodobá nerovnováha na trhu obrovské pohyby cen. Z krátkodobého hlediska je cena určována poptávkou. Z dlouhodobého hlediska je však určována nabídkou. A to proto, že dlouhodobě se cena ropy musí pohybovat alespoň na takové výši, která by motivovala těžaře ropy k investicím do rozvoje nové těžby natolik vysokým, aby svou celkovou produkcí uspokojili poptávku po ropě. Tato pobídková cena musí být navíc dostatečně vysoká i k tomu, aby investice nahradily pokles těžby z produkujících zdrojů (depletion rate). Celková průměrná míra tohoto poklesu se odhaduje na 3-6 % ročně.

Pobídková cena je klíčovou veličinou při analýze těžařských společností. Kde se dnes její odhady nacházejí? Odhady výše pobídkové ceny jsou různě vysoké pro různé typy nalezišť a pro různé regiony. Nejnížší bude na Středním východě a v Euroasii. Není však podstatné, kde leží pobídková cena v těch nejobtížnějších regionech. Podstatné je, kde leží pobídková cena nalezišť, která jsou nutná k tomu, aby vyprodukovala poslední potřebný barel ropy k uspokojení poptávky. Tedy tak zvaná marginální pobídková cena. Odhadujeme ji někde na úroveň 75-80 dolarů za barel. Minimálně. Dlouhodobě ji tlačí nahoru několik vlivů.

Dvěma nejdůležitějšími jsou momentálně inflace a politický protitlak. Vliv inflace je zřejmý. Pokud za poslední rok vzrostly ceny dejme tomu o 10 % (jako příklad), potom se dá očekávat, že jak kapitálové výdaje nutné na rozvoj těžby, tak provozní náklady na samotnou těžbu budou o poznání vyšší.

Pobídková cena, tedy cena, při které se vyplatí investovat do rozvoje těžby, aby investice přinesly požadovaný výnos, stoupá. Stoupá také kvůli politickému protitlaku, kterému těžaři ropy čelí. Dnes běžně slyšíme požadavky politiků na omezování těžby, hrozby mimořádných daní a celkové pranýřování firem z odvětví. Banky odmítají investice do těžby financovat, pojišťovny je odmítají pojišťovat, a mnohdy dokonce i samotní akcionáři tlačí na to, aby těžaři ropy přecházeli na jiný business. To samozřejmě snižuje ochotu managementu dlouhodobě investovat do rozvoje těžby. Nač si komplikovat život, říkají si. Místo toho dávají přednost tomu, že využívají k těžbě pouze stávajících kapacit a volné cash flow místo investic do kapacit nových vyplácejí akcionářům. Při současných cenách akcií těžařských společností a při současné ceně ropy mají odkupy vlastních akcií mnohdy mnohem vyšší ROI než investice do růstu těžby. Managementy těchto firem se tedy chovají zcela racionálně.

Současná cena ropy se jim jednoduše nezdá dostatečně vysoká na to, aby je zlákala k větším investicím. Investice do nových těžebních kapacit jsou dnes nejnižší za posledních deset let a jsou možná na třetině toho, co by bylo potřeba k uspokojení očekávané rostoucí poptávky. Výsledkem nemůže být nic jiného než dlouhodobě mnohem vyšší cena ropy, než jakou bychom si všichni přáli. Že nejvíce tím budou trpět právě ty dvě třetiny chudších obyvatel planety, není potřeba dodávat. Aby byla cena ropy nižší, musely by se výrazně zvýšit investice do její těžby. To je holá realita. Svět však není na tuto úvahu nastaven a firmy, které ropu těží, se tomu přizpůsobují.

Nyní se přesuneme od obecného ke konkrétnímu. Co se týče ocenění firem těžících

ropu, základ je společný s firmami z jiných odvětví. Hodnota společnosti se rovná současné hodnotě všech budoucích toků hotovosti, které si akcionáři mohou odnést každý rok domů, aniž by tím utrpělo podnikání společnosti v současné velikosti a podobě. Těžba ropy má však přece jen některá specifika.

Za prvé, všechny firmy jsou v pozici tak zvaných „price takers“. Tedy nemají žádný vliv na cenu komodity, která je pro jejich podnikání klíčová. Za druhé, cena ropy je velmi volatilní a celé odvětví prochází výraznými, často divokými a nečekanými výkyvy. Za třetí, těžaři pracují s velmi dlouhými investičními cykly. Ty se měří na roky, někdy na dekády. Za čtvrté, většinou se zde pracuje s dluhem, mnohdy s velmi výrazným. Za páté, regulační tlak a zásahy do odvětví jsou nejen rizikem, ale spíše jistotou. Za šesté, management v tomto odvětví je náchylnější na to dělat chyby v alokaci aktiv.

Z těchto důvodů dáváme při výběru investic přednost společnostem, které již těží a mají okamžité, nikoliv v budoucnosti vzdálené, vysoké volné cash flow. Společnostem, které mají nízký dluh, dlouhodobé existující rezervy, nízké provozní náklady a kapitálové výdaje, efektivní alokaci kapitálu, a které podnikají ve stabilních jurisdikcích.

Společnosti těžící ropu si velmi hrubě dělíme do čtyř skupin. V té první jsou tak zvané National Oil Companies (NOC). Patří sem Saudi Aramco (KSA), KPC (Kuwait), NIOC (Írán), CNPC (Čína), ADNOC (SAE), Pemex (Mexico). Tyto společnosti jsou velké, těchto šest těží dohromady skoro čtvrtinu světové produkce. S výjimkou menšího podílu Saudi Aramco, který je obchodován na burze, jsou to společnosti privátní a z investičního hlediska tedy nezajímavé. Druhou skupinu tvoří tak zvané International

Oil Companies (Rosneft, Shell, Chevron, TotalEnergies, Marathon Petroleum, BP, Petrobras). Některé z nich svou velikostí předčí i členy NOC a dohromady těží skoro tolik, co všechny NOC. Obchodují se na burze, ale investicím do nich se raději vyhýbáme. Jsou příliš velké, často rozkročené přes celou zeměkouli, mívají dost vysoké náklady na průzkum a hledání nových nalezišť (exploration costs) a především jsou kvůli svému postavení jako první na ráně, co se týče politického tlaku.

Třetí skupinu tvoří tak zvané Junior Oil Companies. Tyto společnosti jsou relativně malé, často ještě v předprodukční fázi a investování do nich je pro nás příliš riskantní. To, co zbývá, tvoří čtvrtou skupinu. Ta nás zajímá nejvíce a z ní vybíráme naše investice. Jsou to těžaři ze Severní Ameriky, velcí, vysoce ziskoví, ale ne ti největší. Zařadil bych mezi ně firmy jako EOG Resources, Occidental Petroleum, Marathon Oil, Suncor, Canadian Natural Resources či Cenovus Energy. Podle našeho názoru splňují všechny naše výše uvedené požadované podmínky.

Samozřejmě k tomu, abychom investici do ropné společnosti uskutečnili, je ještě potřeba zjistit, zda je její cena dostatečně atraktivní. Přednost dáváme tak zvanému implicitnímu ocenění. To znamená, že se snažíme spočítat, jakou budoucí cenu ropy v sobě implicitně obsahuje cena akcie. V současné době nám vychází, že u některých ropných firem jejich cena akcií implicitně předpokládá dlouhodobější pokles ceny ropy nejen ze současných úrovní, ale dokonce někdy i pod úroveň forwardové křivky, která je sama v backwardaci. Takové ocenění se nám nezdá ospravedlnitelné, a proto jsme se i přes naše mnohé výhrady vůči tomuto odvětví letos rozhodli znovu v tomto odvětví zainvestovat.

Daniel Gladiš, prosinec 2022

Navštivte www.vltavafund.com

Napište nám investor@vltavafund.com

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

Disclaimer :

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund . Fond je zapsaný 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 zapsaný 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.