

## DVĚ, JEDNA, NULA.

Vážení akcionáři,

ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 vzrostlo NAV fondu o 1,8 %. Za celý rok potom o 1,3 %.

Možná si teď kladete otázku, proč náš výsledek nebyl lepší, když loňský rok byl nakonec pro akcie poměrně příznivý. Loni jsme udělali jednu investiční chybu a ta nás stála přibližně 8% výnosu. Zde je podrobnější popis.

### Naše loňská investiční chyba

Během posledních 6 let jsme hodně času a úsilí věnovali hledání atraktivních investic v oboru těžby kovů. Obzvlášť jsme se soustředili na společnosti těžící měď a nikl. Měli jsme zanalyzováno 113 nejvýznamnějších projektů, které jsou ve výstavbě nebo se plánují. Zmapovali jsme jejich kapitálové náklady, provozní náklady a očekávanou produkci. Z toho jsme potom odhadli, kolik musí měď a nikl dlouhodobě stát, aby vůbec tyto projekty měly smysl, nesly přiměřený výnos a uskutečnily se v dostatečném počtu potřebném pro uspokojení poptávky. Vyzbrojeni touto „incentivní cenou“ jsme potom hledali nejatraktivnější těžařské společnosti a investice.

Naše investiční výsledky byly smíšené. Některé byly dobré, jiné zase zklamáním. Čím více jsme poznávali toto odvětví, tím více jsme se klonili k názoru, že je obecně z investičního hlediska negativní a příliš riskantní a lepší je zcela se mu vyhnout. Postupně jsme naše investice do těžařů ukončili a na začátku roku 2012 nám zůstala jediná – kanadská Baja Mining. Věřili jsme (ze zpětného pohledu mylně), že se jedná o světlou výjimku. V této víře jsme nebyli sami. Baja Mining vlastní projekt El Boleo, což je velké naleziště mědi, kobaltu, zinku a manganu v Mexiku. 30 % projektu vlastní korejské konsorcium se státní účastí a zbytek je spolufinancován americkými a kanadskými státními institucemi. Management společnosti jsme navštívili v sídle společnosti ve Vancouveru a během doby držení akcií jsme s ním byli v kontaktu nejméně dvacetkrát. Nestačilo to.

Když se výstavba projektu po dlouhých letech příprav loni chýlila ke svému vyvrcholení, ukázalo se, že se stavba prodraží asi o 20 % nad rozpočet. Baja Mining nebyla schopna peníze rychle sehnat a musela přepustit většinu projektu korejskému konsorciu. Cena akcií Baja Mining reagovala okamžitým a velkým poklesem. Vše se událo na přelomu dubna a května.

Když se podíváte na vývoj NAV fondu v roce 2012, je vidět, že jsme měli dva špatné měsíce – duben a květen. Velká část připadá právě na vrub Baja Mining. Projekt El Boleo dál pokračuje a bude velmi pravděpodobně dokončen. Akcionáři Baja Mining však přišli o většinu své investice.

Celá záležitost je pro nás velmi frustrující, protože zkresluje jinak pěkný rok a celá řada dobrých investic a transakcí, které jsme udělali, není tím pádem vidět.

Výnos portfolia fondu za sedmiměsíční období od kolapsu Baja Mining až do konce roku 2012 dosáhl 16,1 %. Tento dobrý výsledek zbývajících a nových investic bohužel v celoročním pohledu zanikl.

V roce 2011 jsme udělali dvě chyby, loni jednu. Věříme, že tento trend letos potvrdíme. Dvě, jedna, nula.

### Změny v našem portfoliu

Kromě zbytku akcií Baja Mining jsme prodali jednu pozici.

**Apple.** Ano, vlastnili jsme Apple. A to celých 18 dní. Akcie Apple prošly velkou korekcí a v jednu chvíli jsme měli dojem, že řada investorů jejich akcie prodává i proti své vůli. Toho jsme chtěli využít. V akciích Apple jsme koupili středně velkou pozici a zanedlouho jsme ji se ziskem 9 % prodali. Není to náš typický obchod ze dvou důvodů. Za prvé, náš názor na Apple je spíše negativní a jeho budoucnost nám připadá zcela neodhadnutelná. Za druhé, tak krátkodobé investice moc v oblibě nemáme. Většinou kupujeme akcie s vizí držet je spíše roky než dny nebo týdny. Přesto všechno však nejsme slepí vůči vývoji na trzích, a když nám

připadá, žeisky vah jsou vychýleny výrazně v náš prospěch, proč ne? V každém případě však půjde o vzácnou výjimku, nehodláme se tímto směrem přeorientovat.

Na krátké straně jsme uzavřeli pozici v Athenahealth se ziskem 31 %.

Přibyly nám čtyři dlouhé pozice. Americký trh reagoval negativně na Obamovo znovuzvolení a jeho korekce s sebou přinesla několik atraktivních příležitostí. Tři společnosti jsou pro nás nové. Jsou ze sektorů technologií, financí a maloobchodu. Čtvrtou společnost jsme v minulosti již vlastnili a teď ji máme podruhé. Ve všech případech očekáváme dvouciferný roční výnos z doby držení.

#### Co přinese budoucnost?

To samozřejmě nevíme, ale uvědomujeme si některé okolnosti, které mohou budoucnost ovlivnit. Žijeme v době historicky nejnižších úrokových sazeb. Ty pomáhají předluženým státům lépe nést toto břímě a v některých případech přímo přežít. **Je možné, že období nízkých sazeb bude ještě nějakou dobu trvat, výhledově však představuje pro investory zřejmě největší riziko.**

**Ocenění všech (nejen finančních) aktiv se odvíjí od výše úrokových sazeb. Jakmile ty začnou růst, objeví se velký tlak na jejich přecenění směrem dolů.** Tento tlak nebude působit na všechna aktiva stejně. Aktiva, která mají fixně stanovený výnos (například dluhopisy), mohou být zdecimovány. Aktiva, která nemají žádný výnos (například zlato) taktéž. U akcií, což jsou aktiva s proměnlivým výnosem, bude působit na jednotlivé akcie různě.

Nejlépe si povedou ty společnosti, které vlastní reálná aktiva, jejichž cash flow má tendenci růst v období dlouhodobě zvýšené inflace, společnosti s nízkým zadlužením a společnosti, jejichž zisk výrazně vzroste díky vyšším úrokovým sazbám. Většina společností v našem portfoliu má alespoň dvě z těchto tří charakteristik a poskytuje určitou ochranu proti ztrátě reálné hodnoty peněz při vyšší inflaci.

#### Současné portfolio

Naše portfolio je v současnosti trhem oceněno na přibližně 9násobek zisku posledních 12 měsíců. To znamená, že za poslední rok činil čistý zisk našich společností 11 % jejich tržní kapitalizace. To je podle našeho názoru hodně a neodpovídá to kvalitě a vyhlídkám těchto společností. Zejména ve srovnání s téměř nulovými úrokovými sazbami toto číslo vyniká. **Podle našeho odhadu je dnes fundamentální hodnota našich akcií asi o třetinu vyšší, než jsou jejich současné ceny.** Fundamentální hodnota však není statická, ale postupně se vyvíjí. V případě našeho portfolia poměrně solidně roste. Na konci tohoto roku bude řádově o 50 % vyšší, než jsou dnešní ceny. To by mělo vytvořit dostatečně velký tlak na ceny našich akcií směrem vzhůru.

Naše portfolio si vede mnohem lépe, než kolik naznačuje náš loňský výsledek. Z četných rozhovorů s vámi, našimi akcionáři, cítíme, že to víte také. Loňský příliv investorů a nových peněz do našeho fondu, který byl největší za poslední 4 roky, o tom také svědčí.

Děkujeme Vám za přízeň a přejeme všechno nejlepší do nového roku.

Daniel Gladiš, leden 2013

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.

© Copyright 2012 by 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.

**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 kteréhokoliv 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.