VLTAVA FUND

Vážení akcionáři,

během druhého čtvrtletí přišla námi očekávaná korekce trhu. Světové akciové trhy klesly o 1,3 %. NAV Vltava Fund vzrostlo o 0,9 %. Tato čísla sice nenaznačují, že během uplynulých tří měsíců bylo na trzích dost živo, opak je však pravdou. Již v minulém čtvrtletním komentáři jsme naznačovali, že jsme zaujali poměrně konzervativní postoj s větším důrazem na ochranu kapitálu. Prodejem Canadian Natural Resources (ještě v březnu) v okamžiku vysokých cen ropy během Arabského jara jsme snížili zastoupení cyklických akcií v portfoliu. Chtěli jsme podržet větší množství hotovosti a čekat na lepší příležitosti, které by měl přinést blížící se pokles trhu. Naše očekávání (a vlastně i přání) se nám splnilo. Během dubna světové trhy dosáhly jarního vrcholu a v dalších dvou měsících poměrně výrazně zkorigovaly směrem dolů. V průběhu června korekce vrcholila a trhy byly přibližně o 10 % níže.

Světové akcie byly počátkem jara po více než dvou letech výrazného růstu přece jen drahé. To by sice samo o sobě mohlo stačit jako důvod ke korekci, nicméně další dva faktory pomohly trhům otočit se dolů výrazněji. Prvním je globální zpomalování ekonomik, druhým nekončící řecká tragédie.

Zpomalování růstu světové ekonomiky má více příčin. Tou hlavní možná bude snaha řady států, zejména asijských, tlumit růst inflace. Svou roli určitě sehrála i drahá ropa a zemětřesení v Japonsku. I když je obtížné dělat předpovědi, zejména pokud se týkají budoucnosti, nemyslíme si, že bychom byli svědky nastupující nové recese. Spíše jde o zpomalení, které bývá typické v této fázi hospodářského cyklu a možná také o přiblížení se dlouhodobému růstovému trendu, který bude určitě nižší, než na jaký jsme byli zvyklí z posledních 20 let.

Dělat předpovědi ohledně vývoje v Řecku je čím dál těžší. Je to proto, že vývoj drží v rukou lidé, jejichž pracovní náplní je utrácení cizích peněz (též se jim říká politici). Jejich motivace není ekonomická, ale politická. Za politické ideje a své znovuzvolení jsou ochotni vyplýtvat jakékoliv množství peněz. V tomto je není radno podceňovat. Co jiného než házení peněz do žumpy je tak zvaná pomoc Řecku? Vždyť rok poté, co Řecko dostalo 110 miliard eur pomoci, je jeho dluh vůči HDP alespoň o 15 % vyšší, jeho rozpočet ve stále stejném rozvratu a potřeba další pomoci tak naléhavá, že se počítá na dny. Jediný rozdíl za ten rok je v tom, že se velká část řeckého dluhu přesunula ze soukromých investorů na EU, ECB, MMF apod. Tedy v konečném důsledku na daňové poplatníky jiných zemí. Náš názor zůstává stejný. Předpokládáme, že Řecko bude muset nakonec škrtnout velkou část svého dluhu a pravděpodobně zavést i vlastní měnu. Kdy to bude a kolik peněz se mezi tím ještě vyplýtvá, to neví nikdo. A právě tato nejistota a závislost na těžko odhadnutelných krocích politiků čas od času vyplave více na povrch a tlačí akciové trhy dolů.

Nám se nedávná korekce zamlouvala, protože s sebou přinesla lepší příležitosti k nákupům. Dokonce bychom si přáli, aby šly ceny ještě níže. Pro dlouhodobého investora není totiž nic horšího, než vysoké ceny akcií. Na takovém trhu se nedá pořádně investovat. Ceny jsou vysoké, příležitostí málo. Naopak snem každého dlouhodobého investora jsou nízké ceny akcií. V takovém prostředí je možné investovat s vysokým očekávaným výnosem. Do našeho fondu teče neustále poměrně silný tok dividend a hromadí se nám hotovost k dalšímu zainvestování. Pokud jsou ceny akcií nízké, pak můžeme reinvestováním dividend výrazně zvyšovat hodnotu majetku našich akcionářů.

Většina investorů se samozřejmě cítí lépe, když jejich akcie rostou. Je to příjemný, někdy až opojný pocit. Je třeba si ale uvědomit, že krátkodobý růst snižuje dlouhodobý výnos, a naopak, krátkodobý pokles akcií zvyšuje jejich dlouhodobý výnos. Jsou to spojené nádoby a tím spojením je právě reinvestice dividend.

Když to dovedeme až do krajnosti, pak by se dlouhodobý investor měl radovat z každého většího poklesu akcií. Lehce se to říká, ale je to dost neobvyklé. V každém případě, když necháme emoce stranou, při větších poklesech cen akcií je potřeba pro úspěch tří věcí: 1. Vědět, co nakupovat. 2. Mít na to odvahu. 3. Mít, za co nakupovat. Všechny tři podmínky musí být splněny současně. Když máte odvahu a peníze, ale nevíte, co nakupovat, dopadne to špatně. Když máte peníze a znalosti, ale chybí odvaha, je to promarněná příležitost. Když víte co a máte i odvahu, ale chybí peníze, je to k vzteku!

VLTAVA FUND

Přesně to se nám stalo na začátku roku 2009. Ceny byly fantasticky levné, věděli jsme, do čeho jít a nebáli jsme se toho, ale tenkrát nebylo za co a to nás hrozně mrzelo. I to je důvod, proč si v současné době držíme v portfoliu větší část hotovosti. Hotovost, i když nenese téměř žádný výnos, tak má svou opční hodnotu, která spočívá právě v tom, že umožní využít příležitostí, které se naskytnou. Léta nás naučila, že není kam spěchat s penězi, že příležitosti se vždycky časem objeví. Často zcela nečekaně. Minule jsme psali o tom, jak jsme nakupovali v Japonsku dva dny po tsunami, kdy byl japonský trh zachvácen panikou. Dnes je tato naše investice o 60 % výše.

Co se týče konkrétních transakcí ve druhém čtvrtletí, byli jsme relativně méně aktivní. Neprodali jsme nic. Když začal trh rychleji padat, zvýšili jsme přechodně naše krátké pozice, trochu jsme tím na poklesu trhu vydělali a získali další hotovost na pozdější nákupy. Se samotnými nákupy jsme byli opatrnější. Přikupovali jsme tu a tam akcie společností, které už máme, když byly jejich ceny výhodné. Většinou ve druhé polovině června, kdy se zdálo, že se trhy stabilizují. V závěru června jsme otevřeli novou pozici – poprvé v historii fondu jsme vstoupili na brazilský trh. Brazílie je velká a atraktivní země. Našli jsme levnou a kvalitní společnost, která profituje z rychle rostoucí spotřeby brazilské střední třídy. Konkrétněji, jako fond budeme profitovat téměř z každé druhé transakce platební kartou v Brazílii.

Letošní rok zatím příliš nepřeje růstu cen akcií a většina akciových trhů je za první pololetí v mínusu. Stejně tak i portfolio našeho fondu. To však neznamená, že klesá i hodnota akcií, které ve fondu máme. Hodnota závisí na ziscích, dividendách a potenciálu do budoucna. Jak s oblibou a často opakuji, hodnota a cena jsou dvě rozdílné věci. Často se od sebe zásadně liší, a to i na dlouhou dobu. Naším úkolem je kupovat akcie za ceny výrazně nižší, než je jejich hodnota. Růst hodnoty akcií a přibližování ceny k hodnotě pak působí dvojí silou na růst majetku našich akcionářů.
Jak víme, že hodnota našich společností stoupá? Na to existuje složitá odpověď podpořená čísly a výpočty a pak jednoduchá odpověď. Ta jednoduchá zní takto: z 24 společností, které v portfoliu máme, nejméně 20 zaznamená letos s největší pravděpodobností největší zisk své celé existence, z 21 společností platících dividendu všech 21 má letos dividendu na nejvyšší úrovni ve své historii a vyhlídky všech 24 společností na nejbližší roky jsou více než slibné, jinak bychom je pochopitelně nevlastnili. Není tedy pochyb o tom, že hodnota akcií, které vlastníme, slibně stoupá. I díky obchodům, kdy občas dražší akcie nahrazujeme levnějšími, stoupá podle našeho odhadu hodnota, kterou portfolio drží, tempem 15–20 % ročně. Je jen otázka času, kdy se to promítne i do cen akcií. Někdy to trvá dlouho a zdá se, že čekání je nekonečné a že se nic nehýbe. Investování je něco jako pozorovat strom, jak roste. Ze dne na den není vidět žádný pohyb, ale když člověk přijde na stejné místo po 5 letech, bude překvapen, jak moc strom porostl. Když se podíváme zpět na tři naše větší akciové pozice, které držíme delší dobu, růst hodnoty je na první pohled zřetelný.

Asian Citrus. Poprvé jsme ho koupili v roce 2007 za 3 HKD na akcii (dnes stojí 7,07 HKD). V letošním roce bude mít Asian Citrus zisk na akcii na úrovni 1,2 HKD. To znamená PE k prvnímu nákupu 2,5 a současný ziskový výnos 40 % p.a. z tehdy investovaných peněz.
Universal Robina. Poprvé jsme její akcie koupili v roce 2007 za 15 PHP (dnes stojí 41 PHP). V letošním roce bude mít Universal Robina zisk na akcii na úrovni 3,65 PHP. To znamená PE k prvnímu nákupu 4,1 a současný ziskový výnos 24,4 % p.a.

Humana. Humanu jsme poprvé koupili v roce 2009 za 28,9 USD (dnes stojí 80,5 USD). V letošním roce bude mít Humana zisk na akcii na úrovni 7,1 USD. To znamená PE k prvnímu nákupu 4 a současný ziskový výnos 24,5% p.a.

Jak už to bývá, ceny těchto tří akcií si prožily několikrát velmi divoké období, ale ze zpětného pohledu je to smazáno a podstatné je, že ceny míří silně vzhůru za svými hodnotami. Tímto způsobem se snažíme neustále přispívat výběrem vhodných akcií a jejich nákupem za správné ceny k dlouhodobému růstu hodnoty portfolia. Pokud se nám toto bude dařit, ceny akcií už se postarají samy o sebe.

Hezké a hodnotné léto přeje
Dan Gladiš, 30. 6. 2011

VLTAVA FUND

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“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti.

© Copyright 2011 by Vltava Fund SICAV, Plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.
Tento dokument nelze použít v jakékoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, Plc.