

JAPONSKO A LAPONSKO

Během léta jsem měl možnost navštívit dvě místa, jejichž název se liší jen prvním písmenkem. Japonsko a Laponsko. Zatímco v Laponsku jsem již dříve byl, na Japonsko došlo v mých cestovatelských plánech poprvé až letos, a stalo se tak mou 75. navštívenou zemí. Kamkoliv cestuji, vždy se dívám na svět částečně i investičními očima. Je to součást mé profesionální deformace.

Moje představa o ideální dovolené vždy kombinuje přírodu a aktivní pohyb, zajímá mě ale také kultura a historie míst a zemí, ve kterých se pohybují. Tento zájem mě přivedl i do muzea Arktikum ve finském městě Rovaniemi. V něm na mně udělala obrovský dojem ta část expozice, která srovnávala život místních obyvatel před sto lety a dnes. Sto let je ve vývoji společnosti velmi krátká doba a bylo neuvěřitelné vidět, k jak obrovskému pokroku ve způsobu života za tu dobu došlo.

Když jsem o pár týdnů později stál v tokijském muzeu Edo-Tokyo, měl jsem úplně stejný dojem. Život v Japonsku před sto lety a dnes, to jsou dvě zcela odlišné věci. Znovu jsem si uvědomil, že lidé mají obecně tendenci nedoceňovat význam a velikost dlouhodobého vývoje a současně tendenci přeceňovat význam krátkodobých událostí. Všichni často nostalgicky vzpomínáme na dřívější doby, kdy věci byly jednodušší a příjemnější, ale možná je to jen vyjádření nesplnitelné touhy být znovu mladší.

Chtěli bychom se ve skutečnosti opravdu vrátit například o těch sto let zpátky? Znamenalo by to velký krok dolů v naší životní úrovni. Museli bychom se smířit například s neexistencí dnes

téměř nepostradatelných léků a s mnohem horší úrovní lékařské péče, museli bychom si zvyknout na to, že maso není automatickou a snadno dosažitelnou součástí jídelníčku, museli bychom počítat s tím, že budeme žít kratší dobu a že více našich nově narozených dětí se nedožije školního věku. Museli bychom zapomenout na možnost snadno cestovat z místa na místo, na to, že vzdělání je dostupné všem, zvyknout si na častější výskyt opravdové chudoby a podobně. Zřejmě by to znamenalo také krok zpět v otázce penzijního zabezpečení, bezpečí obecně, kriminality, úrovně lidských práv a také neexistenci některých veřejných služeb.

Kdybychom dostali na výběr, většina lidí by se nechtěla vrátit zpět. Život dnes je nesrovnatelně lepší než před sto lety. Když se soustředíme na fakta, zjistíme, že svět je na tom dnes mnohem lépe, než si myslíme, a že se navíc stále rychle zlepšuje (jako referenci doporučuji výbornou knihu Hanse Roslinga nazvanou Faktomluva). Někde a pro někoho rychleji, jinde a pro jiného pomaleji, v různých místech světa nalezneme různé fáze vývoje, věci však všeobecně směřují vpřed.

Průměrný Evropan má dnes podstatně lepší život než ti nejbohatší Evropané před sto lety. O tom není pochyb. Životní úroveň mých prarodičů byla nižší než mých rodičů. Životní úroveň generace mých rodičů byla nižší než životní úroveň mé generace a ta zaostává za životní úrovní generace mých dětí.

Investoři a pokrok, část 1

Proč o tom všem píšu? Ze dvou důvodů. Za prvé chci krátce popsat, jaké ponaučení si z toho může investor odnést, a za druhé chci popsat, jak jako investoři přispíváme k celkovému pokroku ve společnosti.

Vždycky si říkám, že člověk se může naučit dost už jen tím, že se dívá kolem sebe. Na to, jak svět funguje, i na to, jak to lidé vnímají. To, jak lidé vnímají svět kolem sebe, se pak odráží i v tom, jak investoři (podmnožina lidí) vnímají děj na kapitálových trzích (podmnožina světa). V obou případech se velmi silně projevuje již zmíněná tendence k přeceňování krátkodobých jevů a nedoceňování významu dlouhodobých trendů (Finanční teorie na to má dokonce i pojmenování – Hyperbolické diskontování.)

Na jedné straně zde máme těžko popíratelný fakt o dlouhodobém pozitivním vývoji ve společnosti, o celkovém pokroku a všeobecném růstu bohatství a životní úrovně. Je velice, velice pravděpodobné, že tento trend bude pokračovat i nadále. Pro dlouhodobé investory poskytuje oporu v uvažování, na kterou se lze do velké míry spolehnout.

Na druhé straně zde máme každodenní běžný život plný událostí, zvrátů a zdánlivě zásadních zlomů. Na ně se v praxi soustředí většina investorů, a přitom budoucnost velmi pravděpodobně potvrdí, že většina těchto informací je z dlouhodobého hlediska zcela nepodstatná. Dějepis, včetně finančního dějepisu, je činnost, při které si analytik sedne do pohodlného křesla a prstem ukazuje na okamžiky v minulosti, které byly pro další vývoj klíčové. Je to trochu jako vyplňovat sázenku Sportky po losování výherních čísel.

Pokud bychom měli jako investoři profitovat z krátkodobých událostí, museli bychom být schopni rozpoznat ty podstatné v okamžiku, kdy se staly. Toto je prakticky nemožné a i samotná tato snaha může přinést velmi negativní výsledek, protože ve většině případů se nakonec ukáže, že šlo o přehnanou reakci na něco, co nemá v konečném důsledku žádný praktický význam. Mnohem lepší se nám jeví takový postup, který sází na dlouhodobý předpokládaný vývoj ve společnosti.

Investoři a pokrok, část 2

Jako investoři však nejsme jen pasivní uživatelé růstu bohatství ve společnosti, ale také k němu aktivně přispíváme. Moderní a dobře fungující ekonomika a společnost se dnes neobejde bez dobře fungujícího kapitálového trhu. Například banky a pojišťovny, dvě základní a nepostradatelné součásti společnosti, by pravděpodobně vůbec nemohly efektivně fungovat bez dobře fungujícího kapitálového trhu.

Kapitálový trh je velmi komplexní a rozmanitý. Ve své prapůvodní podobě však má dvě základní funkce. Slouží k tomu, aby na něm firmy získávaly kapitál pro své podnikání (primární trh) a aby investorům umožnil s těmito podíly obchodovat (sekundární trh). Dobře fungující kapitálový trh pak nejen umožňuje využití kapitálu k podnikání a tvorbě hodnoty, ale také umožňuje, aby kapitál byl využíván co nejefektivněji tím, že ho lze snadno přelévat z místa na místo podle toho, kde jsou zrovna příležitosti nejvíce atraktivní.

Aby kapitálový trh dobře a efektivně fungoval a s nízkými náklady alokoval kapitál, musí na něm působit spousta subjektů různého typu. Vltava Fund je jedním z nich. Naše role v celém tom soukolí je dvojitá.

Zprostředkovatelská a analytická. Shromažďujeme volný kapitál od investorů, kteří ho chtějí investovat, a potom analyzujeme jednotlivé investiční příležitosti, do nichž shromážděný kapitál investujeme. I když jsme jen malinkým kolečkem v gigantickém soukolí globálních trhů, jsem velmi hrdý na to, jakou práci děláme a jak společně s vámi přispíváme ke všeobecnému pokroku, růstu bohatství a vývoje ve společnosti.

Naše společné peníze pomáhají umožňovat činnost firmám v takových různých a potřebných oborech, jako jsou zdravotnictví, pojišťovnictví, finance, doprava, technologie a komunikace, obrana, stavebnictví, výroba aut a podobě. Tyto firmy dávají lidem práci, přinášejí na trh své výrobky a služby, svými inovacemi a výzkumem přispívají k rozvoji společnosti a nám akcionářům vyplácejí výnosy.

Každý den se snažíme naučit něco nového a získané znalosti a zkušenosti potom promítáme do našich společných investic. Svět je na tom opravdu lépe, než si často myslíme, a bude se i nadále vyvíjet vpřed. Svět bude lepší a lepší, s námi i bez nás. Dokud tady ale jsme, chceme toho být aktivní součástí.

Změny v portfoliu

V portfoliu fondu nedošlo v minulém čtvrtletí k žádné podstatné změně. Vlastníme akcie 16 různých společností. Deset z nich letos zřejmě dosáhne nejvyššího zisku ve své historii. Zbylým šesti se daří také dobře a je jen otázkou času, kdy budou i jejich zisky překonávat dosavadní maxima. Víím, že řada z vás si sama sleduje, jak si naše společnosti vedou a není to tedy pro vás žádná novinka. Druhou otázkou je, zda jsou tyto akcie levné.

To, že se nějaké společnosti dobře či dokonce rekordně dobře daří, ještě neříká nic o tom, zda jsou její akcie levné nebo ne. To nám napoví až pohled na jejich cenu. Podívejme se tedy na tři naše klíčové investice.

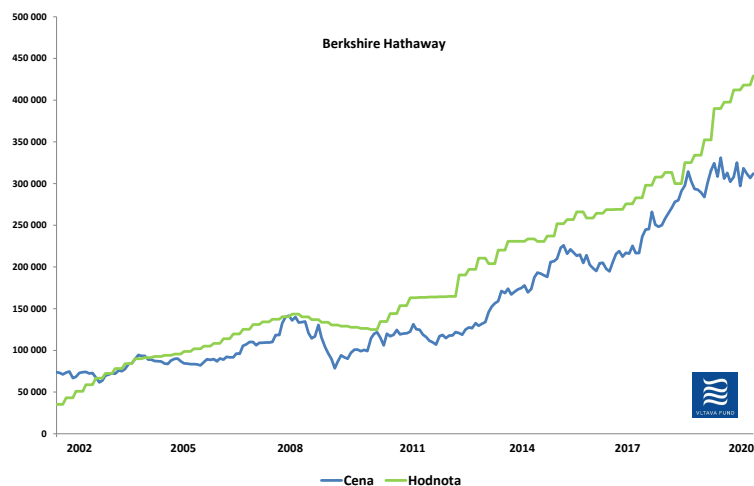
Berkshire Hathaway

Berkshire je už dlouhou dobu naší největší investicí. Cena akcií se za dobu našeho držení téměř ztrojnásobila. Akcie Berkshire jsou i přesto dnes nejlevnější za celou dobu, co je držíme. Berkshire je jednou z největších společností na světě a také jednou z nejúspěšnějších (pokud vůbec ne právě tou nejúspěšnější). Proto mě udivuje, jak málo lidí rozumí tomu, o jaký business vlastně jde. Pořád se setkávám s názorem, že jde o nějaký investiční fond řízený Warrenem Buffettem.

Ve skutečnosti jde o velmi dobře promyšlený a sestavený konglomerát, kde celková hodnota je větší než součet jejich částí. Podnikatelské riziko Berkshire je daleko nejnižší mezi všemi největšími společnostmi světa, a navíc trh zcela přehlíží téměř neomezené možnosti dlouhodobého růstu. Akcie Berkshire si dlouhodobě povedou pravděpodobně lépe než americký akciový index a to především v případě, že trhy budou stagnovat nebo klesat. Pokud bych měl všechny své peníze investovat do jediné akcie a nesmět na ně deset let sáhnout, bez jediného mrknutí oka si vyberu Berkshire.

Akcie Berkshire se v současnosti obchodují za historicky téměř nejnižší násobky účetní hodnoty a to i přesto, že fundamentální hodnota postupně převyšuje účetní hodnotu čím dál více s tím, jak se v čase vyvíjí business samotné společnosti a jeho složení. Protože obrázek je lepší než 1000 slov, zde je

aktualizace vám dobře známého grafu ukazujícího cenu a hodnotu akcie Berkshire.



Sberbank

Akcie Sberbank jsem si sám poprvé koupil v roce 1997. Společnost tak sleduji nepřetržitě více než 22 let. Je neuvěřitelné, jakým vývojem banka za tu dobu, a především od roku 2007 pod vedením Hermana Grefa, prošla. Dnes je Sberbank podle výše absolutního zisku jednou z nejziskovějších společností světa. Mimochodem, roční zisk Sberbank je na úrovni tržní kapitalizace Deutsche Bank.

Mezi velkými světovými bankami neznám žádnou, která by měla stejně dominantní a neotřesitelné tržní postavení, jako má Sberbank v Rusku. Sberbank má kolem sebe velmi široký a hluboký vodní příkop (Buffettův „moat“) a navíc ho neustále úspěšně prohlubuje. Je těžké představit si, jak by o něj mohla v dohledné době přijít. U ruské banky je něco takového obtížné připustit, ale Sberbank patří také k lídrům mezi bankami, co se týče použití technologií. Pokud vás to zajímá, doporučuji si projít loňskou prezentaci Sberbank a budete překvapeni, jaké všechny technologie může banka používat a vyvíjet.

Mezi stovkou největších světových bank (s výjimkou čínských) zaujímá Sberbank nejnížší příčky, co se týče PE, PB a páky (poměr aktiv a vlastního jmění) a nejvyšší příčky, co se týče ROE, ROA, dividendového výnosu a CI Ratio (poměr nákladů a výnosů). Náš dosavadní výnos na akciích Sberbank přesahuje 60 %, při aktuálním ocenění 1,3násobku vlastního jmění a ROE 24 %, jde však stále o velmi levnou akcii. PE ve výši 5,5 a dividendový výnos 7 % to jen potvrzují. Při ROE (výnos vlastního jmění) 24 %, se (před výplatou dividend) účetní hodnota (u bank dobrý ukazatel vývoje hodnoty společnosti) zdvojnásobí každé tři roky.

BMW

Od naší investice do BMW jsme očekávali více. Náš dosavadní výnos se pohybuje kolem nuly. Náš pohled na tyto akcie se však zatím nemění a jejich aktuální ocenění podle našeho názoru ukazuje na občasnou značnou iracionalitu akciových trhů. BMW loni dosáhlo rekordu v počtu prodaných vozů a letos pravděpodobně dosáhne dalšího rekordu. Trhy však oceňují jeho akcie, jako by společnost měla existenční problémy. Počítejte se mnou.

BMW se dá rozdělit na dvě části. BMW Bank a BMW Auto. BMW Bank lze ocenit jako klasickou banku na základě ROE a účetní hodnoty. Při ROE BMW Bank kolem 15 % by si banka zasloužila minimálně 1,5 násobek účetní hodnoty. (ROE západoevropských bank je s bídou poloviční.) Tím se dostaneme přibližně na 23 miliard. BMW Auto má čistou hotovost, tedy hotovost po odečtení všech dluhů, přibližně 15 miliard. Hodnota BMW Bank + výše čisté hotovosti tedy dohromady činí 38 miliard. BMW má 657 miliónů vydaných akcií. 38 miliard tedy znamená 57 eur na jednu akcii.



Preferenční akcie BMW, které vlastníme, stojí 50 eur. Její koupí získáme BMW Bank a čistou hotovost ve výši 57 eur a dále celý automobilový business BMW čítající výzkum, vývoj, výrobu, distribuci a značku ZDARMA! Hodnota značky je časopisem Forbes odhadována na 30 miliard, účetní hodnota BMW auto je 58 miliard. Čistý zisk BMW auto za poslední tři roky činil 15,7 miliard a průměrný roční výnos kapitálu (ROCE) automobilového segmentu činil neuvěřitelných 67 %. To všechno dostáváme při koupi akcií zdarma. Lépe řečeno za méně než zdarma - za minus 7 eur na akcii. Pokud nám někdo chce dát něco velmi hodnotného zdarma a ještě nám k tomu něco připlatit, je těžké odmítnout, že ano?

Aktuální ocenění akcií BMW se blíží jejich ocenění v letech 2008-2009, tedy uprostřed Velké finanční krize. I pokud bychom byli dnes na prahu stejně velké krize, což není pravděpodobné, cena akcií už ji zohledňuje. Dnes se nacházíme uprostřed klesající fáze cyklu, co se týče globálních prodejů automobilů, celkový pokles však nebude pravděpodobně tak výrazný, jako před deseti lety, protože nahromaděné excesy v ekonomice byly tenkrát mnohem větší, než jsou tentokrát. Preferenční akcie BMW mají dnes dividendový výnos 7 %. Na zajištění eur, v nichž se akcie obchodují, vyděláme 2 % ročně. Dohromady tedy 9% roční výnos. Při těchto parametrech jsou akcie BMW dobrou investicí i tehdy, pokud by jejich cena už v budoucnu nikdy neporostla. Tolik pesimismu je dnes v ceně akcií obsaženo.

V privátní transakci by taková cena byla zcela nemyslitelná. Pouze akciové trhy občas

nabízejí tyto příležitosti. Berkshire, Sberbank a BMW dohromady představují něco přes 30 % našeho portfolia. Svým způsobem jedinečné a velice ziskové společnosti jsou oceněny, jako by jejich business měl z ničeho nic začít uvadat. Mnohem pravděpodobnější však je, že si povedou i nadále velmi dobře. U dalších našich akcií bychom mohli uvádět podobné argumenty. Závěr by však byl stejný. Akcie, které vlastníme, jsou celkově velmi levné. Při pohledu na jejich ocenění nás napadá jediná přirozená reakce - nakoupit co nejvíc, kolik jen lze. A pak jen klidně a bez emocí sedět a čekat. To nejtěžší z toho je ale právě to „sedět a čekat“. Na tom se asi shodneme. Jak říká Warren Buffett: „Akciový trh je mechanismus, který přerozděluje bohatství od netrpělivých k trpělivým“. My chceme být ve výsledku na straně těch trpělivých!

Pozvánka na konferenci

V listopadu pořádám spolu s Lenkou Schánovou již 6. ročník České investiční konference. Všichni jste opět srdečně zváni!

Těšíme se na vás 11. - 12. 11. v hotelu Pyramida v Praze!

Program a registrace zde:

www.ceskainvesticnikonference.cz

Daniel Gladiš, říjen 2019

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

Disclaimer:

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 předpovídám, 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 nabytí, 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.

© Copyright 2019 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.