



2021

Když se za loňským rokem ohlédnu, dal by se popsat jako rok velmi silného růstu ziskovosti firem, které v portfoliu držíme. Zisky těchto firem rostly loni dokonce ještě rychleji, než NAV fondu. Pokud tedy poměříme NAV fondu právě aktuální ziskovosti firem, které ve fondu vlastníme, portfolio Vltava Fund je i přes výrazný nárůst NAV v loňském roce na konci roku 2021 levnější, než bylo na jeho počátku. To je takový můj hlavní osobní poznatek.

Složení portfolia Vltava Fund, co se týče výčtu držných titulů, se během roku 2021 moc nezměnilo. Prodali jsme dvě pozice a dvě nové jsme do portfolia zařadili. Hned počátkem roku jsme prodali akcie železnic Union Pacific. Po velkém růstu jejich ceny se nám už nejevily jako dostatečně atraktivní. V posledním čtvrtletí roku jsme trochu proti své vůli prodali akcie (běžné i preferenční) společnosti Teekay LNG Partners (TGP). Říkám proti své vůli, protože TGP bude během ledna převzato jedním private equity fondem a akcie budou staženy z obchodování na burze. K podobným transakcím občas dochází a není to nic neobvyklého. Co se nám v tomto případě nezamlouvá, je cena, za kterou k převzetí dochází. Cena 17 dolarů podle našeho názoru zdaleka neodráží hodnotu a potenciál společnosti a trochu si lámeme hlavu nad tím, jaká byla motivace hlavního akcionáře, který kontroloval přes 40 % akcií TGP, aby byl za tuto cenu ochoten prodávat. TGP byla pro nás sice solidně zisková investice, ale očekávali jsme, že během dalších let na ní vyděláme ještě mnohem více. Naštěstí momentálně na trzích není problém pro hotovost získanou z prodeje TGP najít dobré umístění.

V portfoliu se loni objevily dvě novinky - akcie pojišťovacího brokera Willis Towers Watson a akcie retailové společnosti Williams-Sonoma. Oba nákupy jsem zmiňoval již v přechodím dopise akcionářům. Na první pohled tedy šlo jen o menší změny. Transakcí v portfoliu však bylo během loňského roku mnohem více. Většina nákupů totiž směřovala do akcií, které jsme již v portfoliu drželi. Přikupovali jsme v podstatě všechny naše držené akcie a mnohé z nich i opakovaně. I když se v žádném případě nebráníme ničemu novému a stále hledáme nové investiční příležitosti, máme všeobecnou tendenci spíše tihnout k tomu, co už v portfoliu máme, co dobře známe a vidíme, že to navíc dobře funguje.

I proto jsou naše největší pozice v portfoliu převážně staršího data a ty novější, nakoupené dejme tomu během posledních dvou let, jsou spíše v dolní tabulce podle velikosti. I mezi novějšími pozicemi jsou však společnosti, které se klidně mohou v portfoliu udržet velmi dlouho. Akcie jako například JP Morgan, Lockheed Martin, CVS nebo NVR na to rozhodně potenciál mají.

Většina portfolia zůstává zainvestována na rozvinutých trzích. Na emerging market máme tři pozice (Samsung, Sberbank a Quálitas Controladora) a typově se od zbytku portfolia trochu odlišuje naše investice do japonského indexu Nikkei 225.

Tři společnosti, jejichž loňská ziskovost nás nejvíc příjemně překvapila, jsou Sberbank, BMW a LabCorp. U Sberbank máme dojem, že každá nová krize ještě více upevní její už tak poměrně dominantní tržní postavení. Ziskovosti Sberbank velmi napomáhá růst



úrokových sazeb (Rusko je jednou z mála zemí, kde jsou úrokové sazby přibližně na úrovni inflace) a nízké náklady na špatné úvěry. Sberbank zůstává jednou z nejziskovějších bank světa podle absolutní výše zisku a je možná nejziskovější ze všech velkých bank světa podle klíčových poměrových ukazatelů. Letošní zisk na akcii se očekává asi na úrovni 55 rublů a dividenda kolem 27 rublů. Když vezmeme v úvahu, že jsme akcie Sberbank poprvé nakoupili za 90 rublů, je aktuální earnings yield (převrácená hodnota PE) vztahená k původní nákupní ceně 61 % a dividendový výnos 30 %. Tak moc za tu dobu narostly Sberbank zisky.

BMW je další zajímavý případ. V roce, který byl poznamenán nedostatkem čipů a tím pádem i nižší globální produkcí automobilů, dosáhne BMW o velký kus nového historického rekordu ve své ziskovosti. A to i přesto, že vyrobí asi o 10 % aut méně, než by při dostatku čipů vyrobit mohlo. Rekordní ziskovost jde na vrub rekordním maržím. Poptávka po autech dnes všeobecně výrazně převyšuje nabídku a automobilky, které disponují tak zvanou pricing power z toho těží rekordními maržemi. Dokonce zde existuje i poměrně velká neuspokojená nahromaděná poptávka, která by měla i pro příští roky automobilkám přinést dobrý odbyt i marže. V případě BMW bude ziskovost tlačena nahoru i plánovaným navýšením podílu v jejím čínském JV z 50 % na 75 %. Čína je pro BMW obrovským a velmi ziskovým trhem. Pokud považujeme Sberbank za špičku, co se týče poměrových ukazatelů ziskovosti, o BMW se dá říct něco podobného. Průměrná výše ROCE (Return on Capital Employed) za posledních deset let u automobilového businessu BMW činí přibližně 58 %. ROCE je jedním z hlavních ukazatelů kapitálové efektivity firmy a podobně vysoké

číslo není snadné najít nejen mezi automobilkami, ale i mezi firmami z různých jiných odvětví.

LabCorp velmi vydělává na PCR testech na Covid. Zatímco tento business před dvěma lety ještě vůbec neexistoval, dnes stojí za velkým nárůstem ziskovosti firmy. Očekáváme, že počet prováděných testů (mimořádně) snad brzy výrazně klesne. Ziskovost LabCorp nás však za poslední dva roky velmi příjemně překvapila a stále ještě překvapuje.

Samozřejmě, že ne všem naším společnostem se daří lépe, než jsme čekali. Trochu za naším očekáváním zaostaly Ioni Lockheed Martin, Quálitas Controladora a Magna. V případě Lockheedu a Magny jsou důvody podobné a to výpadky na straně dodávek a logistického řetězce. Lockheed používá velkou řadu subdodavatelů z různých zemí a ani jemu se nevyhnuly problémy s plynulostí dodávek. Výsledkem bude o něco nižší produkce, než jsme čekali. Magna jako velký dodavatel automobilek trpí nepřímo stejnými nedostatky čipů, jakými trpí například BMW. Potíž v případě Magny je v tom, že nemá podobnou pricing power vůči svým odběratelům jako BMW, a nižší a nepravidelná výroba se promítá do její ziskovosti negativně.

Quálitas měla jako pojišťovna aut skvělý rok 2020. Díky lockdownu se málo jezdilo auty a výrazně ubylo nehod.auta se taky méně kradla a to dohromady znamenalo pro Quálitas nečekaně vysoké zisky. Ioni se ziskovost vracela zase k normálu, byla i podle našeho očekávání nižší, ale i přesto jsme asi čekali trochu více. Celkově vzato se loňská ziskovost našich firem vyvíjela zhruba podle našich očekávání, možná o trochu lépe. Všechny

společnosti, i ty, které nás trochu zklamaly, zůstaly výrazně ziskové a co je nejdůležitější, očekáváme, že celkový růst ziskovosti bude pokračovat i v letošním roce.

Jak asi víte, patříme do tradiční investorské školy, která považuje dosahování ziskovosti za hlavní cíl podnikání a se stejným pohledem přistupujeme i k výběru investic po portfolia. Ceny akcií se mohou v kratším období vyloženě odpoutat od dění a ziskovosti v jednotlivých společnostech, v delším období by však měl vývoj cen kopírovat vývoj ziskovosti firem. Do portfolia Vltava Fund proto zařazujeme akcie společností, které jsou dlouhodobě a pravidelně velmi ziskové a jejichž schopnost dosahovat zisků je prověřena v různých ekonomických podmínkách. Dáváme si také záležet na tom, aby šlo o společnosti, jejichž růstový potenciál je velký a především na tom, abychom za jejich akcie neplatili přemrštěné ceny. S tímto přístupem se možná nedočkáme akcií, jejichž ceny zázračně rychle vyletí nahoru, ale také se až na drobné výjimky zřejmě vyhneme akciím, kde bychom prodělali peníze. Myslíme si, že to je správný přístup, jak nakládat s penězi, které jste nám svěřili.

Charakter trhu

Pokud se vrátíte k mému dopisu akcionářům starému 15 měsíců, psal jsem tam, že se možná mění trend na trzích. To, co bylo tenkrát jen slabým a počínajícím náznakem, se od té doby proměnilo v poměrně brutální medvědí trh v určitých segmentech trhu. Po nějakou dobu byly mezi investory a spekulanty populární akcie, o nichž se tito lidé domnívali, že jsou inovativní, disruptivní, že jim jednoduše patří budoucnost a že je dobré do nich investovat v podstatě bez ohledu na jejich cenu (a mnohdy i bez ohledu na samotný často pochybný

business model těchto firem). Podobné investiční názory a motivy nejsou na trzích nijak nové či neobvyklé. V podstatě se vrací v takových vlnách znovu a znovu. Většinou i stejně špatně končí.

Tato poslední spekulativní vlna byla obrovská a vyvrcholila během prvního pandemického léta v roce 2020. Na konci léta toho roku se však zdálo, že se trend na trzích mění a že se do investování pomalu začíná vracet selský rozum a úvahy o tom, že na nákupní ceně akcie záleží. Dnes je zcela evidentní, že spekulativní mánie roku 2020 skončí podobně jako spekulativní mánie roku 2000. Tedy dramatickými poklesy akcií, které stály v centru spekulací. Miláčky trhu roku 2020 (například akcie firem Peloton, Zoom, Pinduoduo, Lemonade, Zillow, Teladoc, Stitch Fix, StoneCo, Nikola, Wix.com, Robinhood, Virgin Galactic, Beyond Meat, Palantir a další) jsou dnes o 50 %, 60 %, 70 % i více % pod svými relativně nedávno dosaženými maximy.

My jsme se těmito akciím vyhnuli, když letěly nahoru, při čemž jsme možná vypadali hloupě. To nám však nevadilo, protože nejsme gambleři. Nyní se však můžeme zcela v klidu dívat, jak ceny těchto titulů kolabují, aniž by se nás to nějak týkalo. To už je příjemnější pocit. Myslíme si, že řada těchto akcií stále ještě zůstává příliš drahá a že poklesy nejsou zdaleka u konce. Ve srovnání s tím je pohled na naše portfolio mnohem klidnější. Ze všech pozic máme jen jednu, kde jsme v malém mínusu (Burford Capital). Ostatní jsou všechny v plusu v rozmezí od několika procent do několika set procent.

Aktuální témata

Aktuálnímu dění na trzích vévodí tato tři navzájem spolu související témata - pozvolný



ústup pandemie, narušené dodavatelské řetězce a inflace.

Pandemie pomalu ustupuje, což je dobře, ale po pravdě řečeno, asi jsme si všichni na začátku představovali, že to půjde rychleji. Z investičního hlediska je důležité, že různá omezení se sice ještě nějakou dobu budou zřejmě objevovat, nicméně k celkovému uzavření ekonomiky jako na jaře 2020 už asi nedojde. I přesto se snažíme investovat s předpokladem, že virus tu s námi ještě dlouho zůstane. Některá odvětví (turistika, aerolinky, hotely, restaurace) jsou stále hodně postižena a těm se raději vyhýbáme. Většina ostatních odvětví se více méně blíží ke svému normálu a v některých případech ho dokonce překračuje. Obrovské státní rozpočtové schodky ve většině velkých zemí vybuchly na povrch na druhé straně pomyslné mince v podobě velkých zisků firem a v podobě velkého nárůstu úspor obyvatel. Vysoká míra úspor naznačuje velkou nahromaděnou a neuspokojenou poptávku na straně spotřebitelů a v kombinaci s nízkými úrokovými sazbami představuje potenciál pro další růst ekonomiky. Prostředí, kde se navzájem překrývá pomalu ustupující pandemie a normalizace chodu ekonomiky, mělo velmi kladný dopad především na ziskovost LabCorp, JP Morgan a Sberbank.

Různé uzavírání ekonomik a různá další omezení měly negativní dopad na hladký chod dodavatelských řetězců ve světě. Představa o hladce fungující globální ekonomice dostala povážlivých trhlin. Svou roli hrála i změna struktury poptávky spotřebitelů, kteří se od nedostupných služeb částečně přesunuli více ke zboží, a svět na to nebyl schopen adekvátně reagovat. Všechny tyto nefungující vztahy se časem srovnají, protože jak lidé, tak firmy mají schopnost adaptovat se na nové podmínky.

Narušení dodavatelských řetězců mělo paradoxně velmi kladný vliv na ziskovost BMW a Samsungu a naopak negativní na ziskovost Magny a Lockheed Martin.

Největším tématem však stále zůstává inflace. Ta je mnohem vyšší a úpornější, než jakou ji většina centrálních bank čekala. Reakce centrálních bank však bohužel zůstává často neadekvátní. FED a ECB například proti inflaci ještě ani nehnuly prstem a tak nějak se asi modlí, aby sama od sebe pominula. Je zde patrná asymetrie přístupu k řešení problémů. Jakmile se zdá inflace nízká, centrální banky hlasitě oznamují, že udělají „whatever it takes“, aby ji dostaly výše, ale jakmile se inflace vymkne z rukou směrem nahoru, do ničeho se jim nechce. Jak jsem říkal již dříve, část problému může spočívat v tom, že centrální bankéři jsou vesměs natolik mladí, že ve svém životě nikdy nemuseli bojovat s vyšší inflací. Celkové prostředí s rekordně nízkými zápornými reálnými sazbami a s vysoce proinflačními rozpočtovými schodky pořád zůstává vysoké inflaci nakloněno.

I zde dochází na naše dřívější slova. Už delší dobu říkáme, že se budeme jako investoři pohybovat dlouhodobě v prostředí záporných reálných sazeb a že nůžky mezi inflací a sazbami budou mít tendenci se spíše rozevírat. Přesně toto se dnes děje. Do budoucna očekáváme více téhož.

Stejně tak, jak má inflace různý dopad na lidi podle jejich tříd, struktury příjmů, výdajů, aktiv a závazků, má inflace různý dopad na firmy. Některé z ní těží a některé jí trpí. V našem případě z inflace momentálně nejvíce těží firmy jako BMW, Crest Nicholson a Sberbank. Inflace jako všeobecný nárůst cenové hladiny zboží a služeb má tendenci v nominálním vyjádření



tlačit čísla z výsledovek a rozvah firem nahoru. To je logické. Má tendenci dlouhodobě tlačit nahoru v nominálním vyjádření i akciové trhy. Dobrý historický příklad poskytují akciové trhy zemí, které se delší dobu potýkají nebo potýkaly s vysokou inflací (Argentina, Brazílie, Izrael). V těchto zemích inflace vynesla akciové indexy neuvěřitelně vysoko. V nominálním vyjádření. V reálném vyjádření, tedy po započtení vlivu inflace, už to tak slavné nebylo.

Aktuální vysoká inflace bude mít také tendenci tlačit v nominálním vyjádření akciové indexy nahoru. Bude to taková přetahovaná mezi rostoucími zisky a vlivem potenciálně rostoucích úrokových sazeb. Pokud by ty rostly velmi výrazně, potom by tlačily na ocenění akcií (i jiných aktiv) směrem dolů. Centrální banky

většiny západních zemí však mají svázané ruce ohledně zvyšování sazeb, protože dobře vědí, že by to v mnoha případech neutáhly vysoce předlužené státní rozpočty. A tak cestou nejmenšího odporu zůstávají hluboce záporné reálné sazby, které sice na jedné straně pomáhají umazávat reálnou výši státního dluhu, na druhé straně však stejně rychle umazávají reálnou výši vkladů obyvatel. Tato situace se mi nelíbí. Na tom však nezáleží. Uvědomujeme si, že investovat musíme nikoliv podle toho, jak bychom si přáli, aby svět vypadal, ale podle toho, jak si myslíme, že bude vypadat. A musím připustit, že prostředí, které jsem výše popsal a které zde asi dlouhodobě bude existovat, je pro dlouhodobý růst cen akcií poměrně příznivé.

Daniel Gladiš, leden 2022

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund a <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.

Data potřebná pro sestavení tohoto dokumentu jsou čerpána ze spolehlivých zdrojů, nemůžeme však garantovat jejich stoprocentní bezchybnost nebo přesnost.

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 , ani jako investiční doporučení týkající se zmíněných konkrétních akcií.

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. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2022 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.