

ROK 2023, STAV TRHŮ A KDE BUDEME HLEDAT INVESTICE V ROCE 2024

Rok 2023 byl pro naše investice velmi dobrým rokem. Nebudu se zde ale rozepisovat o tom, jak moc které naše akcie za loňský rok vyrostly. Naše portfolio dobře znáte a většina z Vás si akcie, které držíme, průběžně sleduje. Raději se chci soustředit na popis významnějšího dění uvnitř společností, které společně vlastníme. To považujeme za zajímavější a důležitější, než jsou krátkodobé (například roční) pohyby cen akcií, protože z dlouhodobého hlediska hraje hlavní roli při vývoji fundamentální hodnoty našich investic. Zde je z loňského roku v abecedním pořadí pár příkladů významných událostí ve společnostech, které jsou v portfoliu Vltava Fund.

Společnost **Alimentation Couche-Tard** je jedním nejpozoruhodnějších a neúspěšnějších podnikatelských příběhů Kanady posledních dekád. Její rychlý dlouhodobý růst je založen na sérii racionálních a dobře zvládnutých akvizic. Jen za posledních deset let bylo těchto akvizic různé velikosti minimálně dvacet a pokaždé jsme byli příjemně potěšeni jak akvizičním cílem, tak cenou a v neposlední řadě i schopností společnosti akvizice dobře integrovat. Růst prostřednictvím akvizic sice na papíře často vypadá snadno, ale v praxi ho dobře dovede realizovat jen málokdo. Alimentation Couche-Tard je v tomto ohledu naprostá špička. Během loňského roku provedla společnost akvizice několik. Největší z nich byla koupě asi 2200 prodejních míst od francouzské společnosti TotalEnergies umístěných v Německu a Beneluxu. Nákupní cena ve výši 3,1 miliard eur nám připadá velice dobrá a velmi pravděpodobně půjde o další korálek na řetízku úspěšných a hodnotu

tvořících akvizic. Měla by přinést výrazně vyšší zisk a volné cash flow, aniž by přitom příliš zatížila ATD dluhem. Podle našeho odhadu má ATD v současnosti dost dluhové kapacity na další akvizice až do výše 10 miliard dolarů. Těšíme se na ně. Na celé situaci je navíc pozoruhodné to, že ačkoliv ATD dlouhodobě roste především prostřednictvím akvizic, dluh společnosti zůstává poměrně malý a k tomu ještě stačila společnost za poledních několik let koupit téměř 20 % vlastních akcií.

Asbury Auto se vzdáleně podobá ATD. Jde sice o jiné odvětví, ale také o retail a také o společnost, která dlouhodobě a velmi úspěšně roste prostřednictvím akvizic. Ta poslední z loňského roku se týká nákupu firmy Jim Koons. Pro představu to znamená, že jeden z největších a nejlepších amerických auto dealerů kupuje dalšího velkého a úspěšného auto dealera. Jim Koons je zavedená a mezi prodejci aut vysoce uznávaná firma. Má tržby něco přes 3 miliardy dolarů a velikost Asbury Auto zvedne asi o jednu pětinu. Dlouhodobý růst Asbury Auto je skoro neuvěřitelný. Posuďte sami. V roce 2011 činil zisk na akcii 1,43 dolarů. Za rok 2023 to bude přibližně 33 dolarů. To je 23x více. Toto tempo růstu samozřejmě není při rostoucí velikosti společnosti udržitelné, přesto však věříme, že bude ještě poměrně dlouho výrazně nadprůměrné. Akvizice Jim Koons by tomu měla citelně pomoci.

O transakcích **Berkshire Hathaway** vycházejí celé knihy. Nejlepší z nich, kterou můžu vřele doporučit, je kniha Adama Meada z roku 2021 nazvaná *The Complete Financial History of*

Berkshire Hathaway. Je skvělá a detailní, ale i ona bude časem potřebovat aktualizaci. Každý rok v historii Berkshire Hathaway totiž napíše další zajímavou kapitolu. Kapitola popisující rok 2023 by byla hodně obsáhlá. Na přelomu roku Berkshire dokončila akvizici pojišťovny Alleghany za 11,6 miliard. O něco později Berkshire navýšila svůj podíl ve společnosti Pilot Flying J na 80 % a podíly v pěti japonských „sogo sosha“ konglomerátech na 8,5 % (celkově investice v aktuálních cenách přibližně 20 miliard dolarů). V průběhu roku Berkshire také postupně navýšovala svůj podíl v ropné společnosti Occidental Petroleum až na 37 % (při započtení warrantů). Berkshire Hathaway nadále zůstává zcela jedinečným typem konglomerátu, jehož investice generují obrovské množství hotovosti, a který tuto hotovost dokáže dlouhodobě znovu a znovu úspěšně reinvestovat. Jde o téměř dokonalý případ sněhové koule na trzích. Zde je jedna zajímavost: podle našeho odhadu roste vnitřní hodnota jedné akcie Berkshire momentálně tempem asi 178 dolarů denně. Když jsme je před 12 lety koupili, bylo to méně než 50 dolarů denně. Tempo růstu se postupně a s minimálními výkyvy zrychluje a Berkshire má další dekády podobného vývoje před sebou.

Burford Capital je jeden z nejzajímavějších a současně nejhůře replikovatelných businessů, se kterými jsme za poslední roky přišli do styku. Burford je „litigation finance company“, což znamená, že financuje svým klientům (především velkým korporacím a právníkům kancelářím) soudní spory výměnou za podíl na přiznaném odškodném. V zásadě jde o investiční společnost, jejíž portfolio tvoří jednotlivé soudní případy. Dlouhodobé historické výnosy jsou velmi vysoké (Burford v průměru získává téměř 100% výnos z financovaných sporů) a získané prostředky

dokáže Burford opakovaně reinvestovat, aniž by jejich průměrný výnos klesal. Takové společnosti jsou velmi vzácné. V celém širokém portfoliu Burfordu (celkově o výši 7 miliard dolarů) se svou velikostí vymyká případ týkající se vyvlastnění akcionářů YPF argentinskou vládou. Tento soudní spor loni výrazně pokročil a soud dokonce již i stanovil výši škody, kterou má Argentina zaplatit. Původní odhady se pohybovaly v rozmezí 6-16 miliard dolarů. My jsme při oceňování akcií Burfordu pracovali s částkou na dolní hranici tohoto rozmezí, a proto jsme byli příjemně překvapeni, když soud stanovil výši škody na jeho horní hranici. Ze stanovených 16 miliard (tato částka navíc roste o 2,3 mil. denně díky penalizačním úrokům) má přímo Burfordu připadnout asi 6,2 miliard. To je poměrně velká suma peněz ve srovnání s tržní kapitalizací Burfordu, která i přes loňský 83% růst ceny jeho akcií činí asi 3,4 miliard a zahrnuje i celý další obsáhlý business společnosti. Neočekáváme, že Burford obdrží celých 6 miliard. Čekáme dohodu s Argentinou o vyrovnání a částku nižší. Na druhé straně si myslíme, že v portfoliu Burfordu jsou další případy, které mají potenciál na miliardové odškodné, a navíc, kde protistrany jsou jiného kalibru bonity a vymahatelnosti, než je Argentina. Burford je společnost, která je složitější na analýzu, vyžaduje více abstraktního myšlení a navíc má nepravidelnou a těžko předvídatelnou kadenci finančních výsledků. To nám ale nijak nevádí. Spíše naopak.

Na jaře loňského roku proběhla v USA kratší bankovní krize. Několik menších a středně velkých bank to stálo život. Jedna z nich, First Republic Bank s aktivy ve výši 230 miliard, se dostala do nucené správy a z ní ji koupila největší americká banka **JP Morgan**. Akviziční podmínky byly pro JPM velmi výhodné a svou roli zde hrál mimo jiné i fakt, že jen málokterá

jiná banka (pokud vůbec nějaká) by dokázala převzít celou First Republic Bank tak, jak stojí a leží, a garantovat více než 100 miliard jejich vkladů. JPM to udělat mohla. Je to nejen největší, ale také svou rozvahou nejsilnější americká banka a podle našeho názoru i jednoznačně nejlépe řízená. I z této krize vyšla posílená. Bankovní sektor sledujeme aktivně 20 let v řadě zemí světa. Náš názor je takový, že dobře řízená banka může být velmi dobrou dlouhodobou investicí, ale že je lepší soustředit se na to nejlepší a nejkvalitnější, co je k dispozici. Bankovníctví není odvětví, kde se vyplácí vyměnit kvalitu za levnější ocenění. Proto držíme JPM.

Hodnotu lze vytvářet různě. Akvizice tvoří jednu z možností. Jinou možnost představují takzvané spin-off. Jde o vyčlenění části společnosti do samostatné entity a její uvedení na trh. K jednomu takovému spin-off došlo loni v létě u společnosti **LabCorp**. Z té se vyčlenila menší část pod názvem Fortrea. Akcionáři LabCorp dostali ke každé akcii jednu akcii nové společnosti Fortrea. Ta se začala obchodovat za poměrně atraktivní cenu, a proto jsme ji obratem prodali. S ohledem na obdrženou cenu se dá říct, že tento spin-off nám přinesl určitou hodnotu, šlo ale jen o jednorázovou transakci a navíc nepříliš velkou.

Za zmínku stojí i vývoj na japonském trhu. Od roku 2017 držíme index **Nikkei 225** jako jednu z našich top 10 pozic. Tato naše investice byla reakcí na změny, které jsme v Japonsku dříve vyzorovali. Japonský korporátní svět se v tichosti postupně přeorientoval na něco, čemu se říká „aggregate niche strategy“ a současně v Japonsku dochází ve firmách k výrazným strukturálním změnám. Ty považujeme za klíčové. Japonské akcie nejsou sázkou na makro nebo na nějaké ekonomické

trendy, ale na hluboké strukturální změny v řízení firem, které přinášejí mnohem vyšší marže a výnosy kapitálu. Každý mluví o amerických akciích. Málokdo si však přitom zřejmě všímá toho, že za posledních 11 let je výnos japonských akcií vyšší než výnos akcií amerických, a také především toho, že zisky japonských firem rostly po tu dobu mnohem rychleji (přibližně na trojnásobek ve srovnání s americkým dvojnásobkem). V reálném vyjádření, tedy po zohlednění inflace, vypadá růst zisků ještě výrazněji ve prospěch Japonska. Myslíme si, že strukturální reformy v Japonsku budou ještě dále pokračovat a že jejich vliv se ještě zdaleka neprojevil naplno. Jsme rádi, že z nich společně můžeme těžit. Nebudu skrývat, že nás těší i Buffettovy investice v Japonsku a jeho propagační návštěva Japonska na počátku loňského roku. Chápeme to trochu jako určitou validaci našich názorů.

Ne každá transakce vytváří hodnotu. Jsou i transakce, které hodnotu firem ničí. Příkladem takové transakce je akvizice společnosti Oak Street Health ze strany **CVS** z počátku roku 2023. Tato akvizice stála CVS 10,6 miliard a podle toho, jaké metriky uvádí samotná společnost, nám připadá, že šlo z velké části o vyhozené peníze. CVS má bohužel vlastní historii předražených akvizic. Ta poslední předchozí byla z roku 2018, kdy CVS za 69 miliard koupila zdravotní pojišťovnu Aetna. Domnívali jsme se, že management CVS, který se od té doby změnil, si tuto chybu uvědomuje a že se z ní poučí. Mýlili jsme se. Akvizice Oak Street Health je pro nás zklamáním a varováním. Máme teď v portfoliu společnost, jejíž alokaci kapitálu považujeme za špatnou a neměla by tam být. Bohužel situaci komplikuje fakt, že akcie CVS jsou velmi levné, a nechce se nám jich proto nyní zbavovat. Při vhodné příležitosti to však asi učiníme.

Dalo by se pokračovat s dalšími společnostmi z našeho portfolia, uvedené příklady jsou ale asi ty nejpodstatnější. Všechny společnosti, které vlastníme, jsou trvale a vysoce ziskové. Část zisku nám průběžně vyplácí prostřednictvím dividend a odkupů akcií. Zbytek reinvestují do samotného businessu a jeho dalšího růstu. Kapitál, který mají investovaný do svého podnikání tak postupně narůstá, a pokud se jim bude dařit držet výnosy kapitálu na vysoké úrovni, potom lze čekat, se spolu s tím porostou stejným tempem i zisky a volné cash flow. Každou společnost považujeme za živý organismus, kde lidé svou prací vytvářejí hodnotu. Výsledky lidské práce ve spojení s kapitálem, který mají společnosti k dispozici společně s jeho efektivní alokací, potom vytvářejí bohatství akcionářům-vlastníkům. Proto nás vždy na prvním místě zajímá, jak se příběh jednotlivých společností odvíjí, k jakým změnám dochází a jak je business dlouhodobě budován. Pokud jsme zde spokojeni, víme, že cena akcie to v průběhu času zohlední. To je jedna z mála věcí v investování, na které se lze spolehnout.

Změny v portfoliu

V minulém čtvrtletí nedošlo v portfoliu Vltava Fund k žádné výraznější změně. Nebylo do něho potřeba zasahovat. Jeho složení, vývoj dění v jednotlivých společnostech i ceny jejich akcií se nám líbily. Při pohledu na aktuální ceny ale plánujeme v novém roce portfolio trochu zúžit a vyřadit z něho jednu nebo dvě společnosti, které mají ve srovnání s našimi ostatními investicemi podprůměrný potenciál. Váha ostatních, atraktivnějších příležitostí, tak v portfoliu trochu vzroste.

Co říct o aktuálním dění na akciových trzích? Když v roce 2022 globální akciové trhy citelně

klesaly, výnos našeho portfolia byl o hodně lepší. Musím říct, že jsme to i očekávali, protože naše portfolio je konzervativnější a méně rizikové než portfolio tržní. Mnohem více nás těší, že náš výnos byl výrazně lepší než výnos trhů i v roce 2023, kdy akcie celkově výrazně rostly, a to bez výraznějších změn v našem portfoliu, a se stejným opatrným přístupem k riziku. Navzdory tomu, co se pořád ještě učí na vysokých školách a čemu mnozí teoretici a akademici věří, že k vyššímu výnosu je potřeba podstoupit vyšší riziko, naše portfolio ukazuje, že vyššího výnosu, než je výnos akciových trhů, je možné dosáhnout i s mnohem menším rizikem a to jak na rostoucích, tak na klesajících trzích. Je to aktuálně velmi důležité. Na trzích totiž již delší dobu panuje výrazná dichotomie v pohybech a ocenění akcií a v loňském roce vystoupala do nových extrémů.

O co jde? Výnos amerických i globálních indexů je tažen hrstkou největších amerických akcií. Deset největších amerických akcií tvoří dnes asi 30 % amerického trhu a asi 18 % světového trhu akcií. Jejich tržní kapitalizace se rovná tržní kapitalizaci Japonska, Velké Británie, Číny, Francie a Kanady dohromady. Podle Goldman Sachs drží typický hedge fond v těchto titulech asi 70 % portfolia. To všechno dohromady společně s rozmachem pasivního investování představuje největší koncentraci velkých akcií v historii. Naše investice hledáme jinde ze dvou důvodů. Za prvé, ani jednu z těch největších akcií nepovažujeme za dostatečně atraktivní, aby se objevila v našem portfoliu. Jako celek jsou drahé a některé z nich až extrémně drahé. Za druhé, historie ukazuje, že kdykoliv byla koncentrace největších akcií vysoká, vyplatilo se s investicemi odchýlit se od indexu. Dnes je koncentrace velkých akcií rekordní.

Z logiky věci vyplývá, že pokud hrstka největších akcií táhne index a je nadprůměrně drahá, potom ostatní akcie si jako celek vedou hůře, ale jsou výrazně levnější. To je přesně stav dnešních trhů. Koncentrace zájmu investorů a toky peněz, reflektující mimo jiné i situaci, kdy většina peněz (alespoň na největším americkém trhu) je investována pasivně do indexů, tedy automaticky, aniž by se někdo zamýšlel nad tím, co a za kolik kupuje, nechávají ležet stranou akcie mnoha kvalitních, zavedených, vysoce ziskových, rychle rostoucích a dobře řízených firem. Tam směřujeme dlouhodobě náš zájem. Investice vybíráme v duchu rčení „Orel létá vysoko, ale lasičku tryskový motor nenasaje.“ Příležitostí je opravdu hodně. Kde například hledáme? Mezi společnostmi se střední a menší tržní kapitalizací, mezi společnostmi, které mají nepravidelný vývoj ziskovosti, mezi společnostmi, kde cena akcie ovlivňuje její narativ, mezi společnostmi, které jsou cyklické, mezi společnostmi, u kterých trh nedoceňuje sekularitu vývojového trendu, mezi společnostmi, kde dochází k výrazným pozitivním skokovým změnám, v odvětvích, která jsou neprávem zatracována, v zemích, jejichž trhy jsou statisticky levné a podobně.

Pořád je co dělat, pořád je kde hledat. Máme rádi vedení různých statistik, a proto víme, že za dobu existence fondu jsme analyzovali 2150 různých společností z 62 zemí. Velká většina z nich nejsou dostatečně atraktivní businessy, a proto se není potřeba k nim vracet. Celá řada

z nich však je velmi zajímavých, a ty pokrýváme analyticky průběžně dál. Kromě toho existuje ještě obrovská suma společností, které jsou pro nás zatím neznámé. Postupně na nich pracujeme a čas od času narazíme na něco, co můžeme přidat na náš „nákupní seznam“ akcií. Je to nejužší výběr společností, ze kterých potom vybíráme akcie už přímo do portfolia. V současnosti je na něm asi 50 položek.

Naše portfolio je aktuálně oceněno na velice nízké PE 9,3. To je i přes loňský růst cen akcií méně než na začátku roku 2023 a podle této metriky je teď portfolio levnější než před rokem. To všechno navíc při průměrném výnosu vlastního jmění (ROE) 26 % a při tom, že většina společností v portfoliu má výrazný růstový charakter. Při takovém ocenění je spekulativní složka portfolia mnohem menší, než kdyby bylo složeno z tak zvané „magnificent seven“ (Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Nvidia, Meta a Tesla) a má i vyšší očekávaný výnos.

Na závěr ještě jedno poděkování. Počet investorů ve Vltava Fund i výše aktiv fondu jsou na historických maximech a akcionáře máme ze sedmi zemí. Velikost fondu nikdy nebyla a není naší prioritou, přesto nás tento stav velmi těší a chápeme ho jako vyjádření Vaší důvěry v naši společnou investiční budoucnost. Cítíme v sobě respekt a pokoru. Děkujeme a přejeme Vám šťastný nový rok.

Daniel Gladiš, leden 2024

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

© Copyright 2024 Vltava Fund SICAV, plc a 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.