

## SKRYTÉ INVESTIČNÍ POKLADY

Název tohoto dopisu akcionářům je shodný s názvem mé nové knihy, která vyjde v nakladatelství Grada tento měsíc. Přibližně před dvaceti lety vyšla má kniha *Naučte se investovat*, před deseti lety kniha *Akciové investice* a teď tedy vychází *Skryté investiční poklady*. Jakmile knížka dorazí z tiskárny, všem akcionářům v Česku a na Slovensku ji pošleme. Akcionářům z dalších zemí pošleme anglické vydání určené pro zahraniční trhy, které by mělo vyjít později během tohoto roku.

Pokud se prodeje *Skrytých investičních pokladů* budou aspoň trochu blížit pro mě stále těžko uvěřitelným číslům prvních dvou knih a pokud si nová knížka rovněž získá označení bestseller, bude to příjemný pocit. Moje ambice jsou však mnohem skromnější a největší radost budu mít z toho, pokud přitáhne další čtenáře k investování do akcií. To je v podstatě hlavní důvod, proč jsem tyto tři knížky napsal. Není nic hezčího, než když mi čtenáři píšou, že díky mým knížkám začali vůbec investovat.

O prvních dvou knížkách jsem v dopisech akcionářům nepsal, protože jde o více méně soukromou aktivitu. Z tohoto důvodu bych tedy neuvažoval ani o tom, že bych dopis akcionářům věnoval knížce *Skryté investiční poklady*. Mám k tomu ale jeden pádný důvod. Všechny tři knížky mají společné to, že si v nich může najít své jak začátečník, tak snad i velmi zkušený investor. *Skryté investiční poklady* se však od prvních dvou knih liší v jedné věci. Tím, kdo by z ní mohl mít největší benefit a komu by její obsah mohl být nejbližší, jste právě Vy, akcionáři našeho fondu. Samotné psaní první verze textu mi trvalo asi sto dnů a každé ráno,

když jsem zasedl k počítači, abych napsal další kousek, jsem vždy myslel především na Vás, představoval jsem si, že k Vám skrze klávesnici mluvím a snažil jsem se psát tak, abyste z textu měli co největší užitek.

Knížka má totiž velmi neobvyklou podobu. Celá se skládá z jednotlivých akciových investičních nápadů. Po krásné předmluvě od Václava Dejčmara a úvodní kapitole následuje dalších 15 kapitol, z nichž každá představuje jeden z nich. Myšlenka napsat knihu tímto způsobem se objevila zcela nečekaně. V květnu jsem byl na investiční konferenci Nordic Value v Dánsku, kterou pořádá můj kamarád Ole Sjøberg. Tato konference má formát, který mám nejradši. Účastní se jí profesionální investoři, účast je jen na pozvání, veřejnost na ni přístup nemá a každý účastník prezentuje jednu konkrétní akciovou investiční myšlenku. Podobných konferencí mám ve svém každoročním kalendáři více. Value Spain v Madridu, kterou pořádá Christian Freischütz, Tulipomania Chrise Bloomstrana v St. Louis či on-line Investment Summitu Johna Mihaljeviče z MOI Global. Stejnou podobu má i moje konference Prague Value. V investování do akcií, jakému dávám přednost a jaké také praktikujeme ve Vltava Fund, jsou sice obecnější témata ohledně investičních filozofií a strategií, různé makroekonomické pohledy či debaty o trendech v ekonomikách i v celém světě zajímavé, vždy nám ale v konečném důsledku půjde o to, kterou konkrétní investici a proč provedeme. Proto nejraději poslouchám jiné investory a jejich konkrétní investiční nápady. Mám pocit, že právě toto má největší a velmi konkrétní přidanou hodnotu.

Když jsem tedy jednoho květnového dne poslouchal na Nordic Value jednu z prezentací, napadlo mně, že by se mi líbila knížka, která sestává právě z jednotlivých akciových myšlenek. Začal jsem vzpomínat na to, jestli jsem někdy nějakou takovou knihu četl, ale mezi možná tisícovkou knih o investování a přidružených tématech, které jsem kdy přečetl, se mi nevybavovala žádná, která by byla napsána tímto stylem. Knihu, která by popisovala jednotlivé investice a současně u každé z nich vysvětlovala, proč k ní investoři přistoupili, jaké k tomu měli důvody a jak postupovali při její analýze, bych si přečetl moc rád, ale o žádné jsem nevěděl. Postupně mi začínala v hlavě vrtat myšlenka, že bych se možná měl pokusit napsat sám za sebe něco, co u jiných investorů vyhledávám nejvíce. Už od dětství se mi stává, že se pro něco snadno nadchnu, a tak zatímco tenkrát ráno při běhu kolem moře v okolí hradu Kronborg by mě ani ve snu nenapadlo, že se ještě někdy pustím do psaní další knihy (psaní knih jsem sám pro sebe považoval za dávno uzavřenou záležitost), večer jsem již měl načrtnutý seznam kapitol a hlavní obrysy knihy v hlavě a těšil jsem se, až za dva dny doma budu moci začít psát.

Ve *Skrytých investičních pokladech* jsou tedy popsány právě jednotlivé konkrétní akciové investiční případy z praxe. Případy, na kterých chci demonstrovat, že dnes lze najít na trzích celou řadu akcií, jejichž cena je výrazně nižší, než je jejich hodnota, jejichž kvalita podnikání je velmi vysoká a riziko s ním související je často mnohem nižší, než je riziko celého trhu. Případů zde popsaných je celkem 15. Je jim věnována různá délka textu. Některé si vyžadují obšírnější popis, jindy zase stačí mnohem kratší text. Při výběru jednotlivých investic jsem se také snažil přihlížet k tomu, aby jejich investiční zdůvodnění obsahovalo i nějaké obecnější

investiční téma, které je přenosné i na jiné společnosti, a které má dlouhodobou platnost.

Teď se konečně dostávám k tomu, proč si myslím, že knížka je na prvním místě určená Vám, akcionářům Vltava Fund. Souvisí to s tím, jak jsem jednotlivé investiční případy do knihy vybíral. Rozhodně ne tak, že bych se podíval na výnosy různých akcií na trzích za posledních 5-7 let, našel si nějakou, jejíž výnos byl vysoký, a potom kolem výnosu akcie zpětně vykonstruoval investiční příběh, ze kterého by bylo jasné, že tehdy a tehdy se měla akcie koupit. Vybral jsem akcie, které jsme sami ve Vltava Fund koupili, a které do dnes i všechny držíme s výjimkou jedné, která se mezitím stala privátní společností, a museli jsme ji prodat. Dále jsem se snažil o to, aby každá z vybraných akcií ukazovala jiný původ nebo podobu hodnoty, kterou jsme hledali, aby vybrané společnosti pocházely z různých sektorů a aby společně naznačily, jakou šíři možností dnešní trhy nabízejí. K těmto patnácti vybraným společnostem (v jednom případě jde o index trhu) jsem potom doplnil dva další příklady z našeho portfolia, které považujeme za investiční chybu. První je případ akcie, kterou jsme ani neměli koupit a druhý je příklad akcie, kterou jsme naopak neměli prodat. I když člověk dělá maximum, někdy se nevyhne tomu, že udělá chybu, a popis chyb může být pro čtenáře rovněž velmi užitečný.

Investiční případy popsané ve *Skrytých investičních pokladech* dohromady představují více než 80 % současného portfolia Vltava Fund a dávají Vám tak na jednom místě ucelený, a přitom velmi detailní pohled na to, co společně vlastníme a proč to vlastníme. Když budete knihu číst, určitě budete mít dojem, že některé argumenty jste už od nás slyšeli, ať už na Setkáních akcionářů, na našich pravidelných

webinářích, na snídaních s akcionáři, nebo že jste o nich četli v dopisech akcionářům. To bude určitě pravda. Kniha však dává možnost jít mnohem více do hloubky. Dává rovněž možnost posadit jednotlivé investiční případy do existujícího investičního prostředí. To se za více než 30 let mé investiční praxe dramaticky změnilo. Trhy se snažíme vnímat zcela agnosticky, objektivně a bez snahy o kritiku. Mnohem důležitější, než poukazovat na to či ono, co se člověku na trzích nezamlouvá, je porozumět tomu, jak se trh dnes chová a přizpůsobit tomu své investice. Dnes jsme v zajímavé situaci. Investovat jsem začal aktivně v roce 1993 a nepamatuji si, že by za celou tu dobu existovalo příznivější prostředí pro aktivní investování, než jaké zde máme dnes. Už jen to, že se o ně snaží čím dál menší procento investorů, je velmi přínosné, a jako aktivnímu investorovi se mi to velmi líbí. Současně však má dnešní trh takovou charakteristiku svého chování, jakou tady za více než tři dekády, které si sám pamatuji, nikdy neměl. To je potřeba pochopit a respektovat a rovněž je nutné přizpůsobit tomu jak samotné investování, tak svá vlastní očekávání. I o tom jsou *Skryté investiční poklady*.

Úvod a závěr knihy jsou věnovány právě popisu současných akciových trhů. Ani zde Vás zřejmě nic nepřekvapí, protože naše názory dobře znáte z různých forem našich dřívějších průběžných komunikací s Vámi. Víte, že na dramaticky se měnící charakter akciových trhů poukazujeme už od roku 2018 a že jsme mu na jaře 2020 zcela přizpůsobili náš výběr akcií a složení portfolia. Rozsah knížky však dává možnost všechno popsat a vysvětlit mnohem lépe než například v krátkých dopisech akcionářům nebo v našich prezentacích. Věřím, že Vám *Skryté investiční poklady* poslouží jako do široka otevřené okno do našich investičních

úvah. Investování do akcií je především kupování podílů na podnikání jednotlivých společností. Jednotlivé kapitoly knížky, společnost po společnosti, postupně popisují téměř celé naše portfolio. Snad Vám dohromady dají ještě lepší představu než dosud o tom, v jakých společnostech máme společně investovány naše peníze a jaký potenciál jednotlivé společnosti mají. Ať Vás čtení této knížky baví stejně, jako mě bavilo její psaní.

Odkaz na knihu: <https://shorturl.at/u4ULv>

### Změny v portfoliu

V uplynulém čtvrtletí jsme do portfolia zařadili dvě nové společnosti z technologického sektoru. Applied Materials a Lam Research. Obě patří do stejného odvětví, ve kterém podniká i naše další investice, kterou držíme již delší dobu, KLA Corporation. Toto odvětví se nazývá polovodičová zařízení a materiály. Jedna kapitola v knize *Skryté investiční poklady* je věnována i investování do technologických společností a mimo jiné i polemice na téma, co to vlastně je technologická společnost. Jako investoři se nesnažíme pohlížet na technologické společnosti podle toho, v jakém odvětví jsou formálně klasifikovány, ale podle toho, zda technologie a technologické postupy používané při produkci jejich výrobků a služeb jsou podstatným prvkem při tvorbě hodnoty, případně zda jsou zdrojem dlouhodobě udržitelné konkurenční výhody. Mezi společnostmi, které jsou oficiálně klasifikovány jako technologické a spadají buď do sektoru Information Technology, nebo do sektoru Communications Services, najdeme takové, o kterých se to říct dá, ale i takové, u kterých je to přinejmenším sporné. Stejně tak mezi společnostmi, které formálně nepatří do těchto

dvou sektorů, najdeme mnohé, u kterých je evidentní, že jsou do velké části postaveny právě na technologiích a opírají o ně své postavení na trhu a svou konkurenceschopnost. V případě Applied Materials a Lam Research žádné pochybnosti o tom, že jde o technologické společnosti nejen formálně, ale i fakticky, nemáme.

Na výrobě polovodičů se přímo nebo nepřímo podílí několik desítek společností. V rámci této široké skupiny firem existuje několik společností, bez nichž by nebylo možné ve světě pokročilé typy polovodičů vyrábět. Patří mezi ně i skupinka pěti velmi dobře známých společností, které zaujímají každá ve svém oboru dominantní globální postavení, a které fungují více méně jako oligopoly. Jsou to Lam Research, Applied Materials, KLA Corporation, ASML a Tokyo Electron. V závěru roku jsme využili výraznější korekce v cenách akcií Applied Materials a Lam Research a spolu s KLA Corporation teď tedy vlastníme tři z nich. Chápeme je jako jednu kolektivní investici do kritického bodu velmi důležitého a dlouhodobě rostoucího segmentu globální ekonomiky.

Lam Research vyrábí zařízení na výrobu destiček pro polovodičový průmysl a poskytuje také související služby. Společnost je lídrem na trhu v oblasti plazmového leptání, platform pro nanášení tenkých vrstev, systémů pro fotorezistentní proužky a čistících produktů na bázi mokré/plazmové technologie pro jednotlivé destičky. Jejimi hlavními zákazníky jsou společnosti Micron, Samsung, SK Hynix a Taiwan Semiconductors, čtyři velcí výrobci polovodičů. Lam Research je podnik s čistými maržemi kolem 27 % a ROCE kolem 30 %. Kapitálové výdaje jsou poměrně malé. Společnost má dobrou alokaci kapitálu s převahou zpětných odkupů akcií.

Applied Materials poskytuje výrobní zařízení, služby a software pro polovodiče, displeje a související odvětví. Jejím hlavním oborem podnikání jsou polovodičové systémy a dále pak Applied Global Services. Největšími zákazníky jsou společnosti Samsung a Taiwan Semiconductors, ale její celková klientela je více diverzifikovaná než u Lam Research. Na první pohled by se mohlo zdát, že Applied Materials má o něco méně hmatatelnou a definovatelnou konkurenční výhodu ve srovnání s KLA Corporation a Lam Research, ale čísla to nepotvrzují. Čisté marže shodou okolností rovněž kolem 27 % a ROCE kolem 30 % jsou skvělé. V podstatě se dá říct, že všechny tři společnosti, které vlastníme, mají velmi podobné základní ukazatele výnosnosti. Dokonce i jejich ocenění, růst a potenciál jsou podobné. Mají silné volné cash flow, silnou rozvahu a pravidelné a dlouhodobě vysoké odkupy vlastních akcií.

Podnikání Lam Research, Applied Materials i KLA Corporation závisí na kapitálových výdajích firem vyrábějících polovodiče a na poptávce po produktech, které polovodiče využívají. Je cyklické, i když o něco méně než samotná výroba polovodičů. Přesto je však s cykličností potřeba počítat a nerovnováha mezi poptávkou a nabídkou na trhu polovodičů může někdy přinášet velmi dramatické výkyvy. Riziko navíc spočívá i v samotném typu podnikání těchto firem. Neschopnost včas vyvinout nové produkty a technologie v reakci na měnící se podmínky na trhu by mohla mít dopad na jejich hospodářské výsledky. V tomto bodě ale paradoxně leží i část jejich konkurenční výhody. Konkurenti těchto tří tržních lídrů jsou vystaveni stejnému riziku, ale kvůli tomu, že mají mnohem menší podíl na trhu, mají i horší výchozí postavení a menší zdroje a motivaci investovat do vývoje. Čím



déle KLA Corporation, Lam Research a Applied Materials sleduji, tím více nabývám dojmu, že jejich know-how a technologická vyspělost má silně kumulativní charakter. Mnohem více než v jiných odvětvích, a může být velmi důležitým zdrojem konkurenční výhody. Výhody, která u lídrů ve svém oboru může mít tendenci narůstat.

Dá se říct, že každý pokročilý čip je dnes vyráběn za pomoci zařízení od Lam Research, Applied Materials a KLA Corporation. Tyto společnosti jsme měli v hledáčku velmi dlouho, po většinu času se nám však ceny jejich akcií zdály příliš vysoké. V posledních týdnech však již byly přijatelné a jsme rádi, že máme trojici těchto výjimečných společností v našem portfoliu. Bariéry pro vstup do odvětví jsou velmi vysoké a je pravděpodobné, že si tyto společnosti i na dlouhou dobu dopředu udrží své vysoké výnosy kapitálu. Oportunisticky hodláme postupně naše pozice ve všech těchto třech společnostech navyšovat.

Z dalších transakcí v našem portfoliu stojí za zmínku prodej většiny akcií Williams-Sonoma. Jejich cena od léta 2023 vyskočila více než na

trojnásobek, a proto jsme se rozhodli realizovat velký zisk. I díky tomuto prodeji máme hotovost připravenou na zainvestování do dalších investičních příležitostí, které letošní rok přinese. Naše hotovostní pozice je v konečném důsledku dokonce ještě větší, než by se zdálo při pohledu na naše portfolio, když k tomu přičtíme velké množství hotovosti držené uvnitř naší dlouhodobě největší pozici – Berkshire Hathaway. Ta představuje asi 30 % celkových aktiv společnosti. Současně snižuje riziko této investice a zvyšuje kapacitu využít dobrých investičních příležitostí při poklesech trhů. Tato kombinace se nám velmi zamlouvá.

Nyní je tomu 16 let, co náš fond přešel z původní na současnou investiční strategii. Průměrný roční výnos fondu za celé toto období činí 12 % ročně.

Daniel Gladiš, leden 2025

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://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. Nespoléhejte 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 poradcce, 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 2025 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://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.**