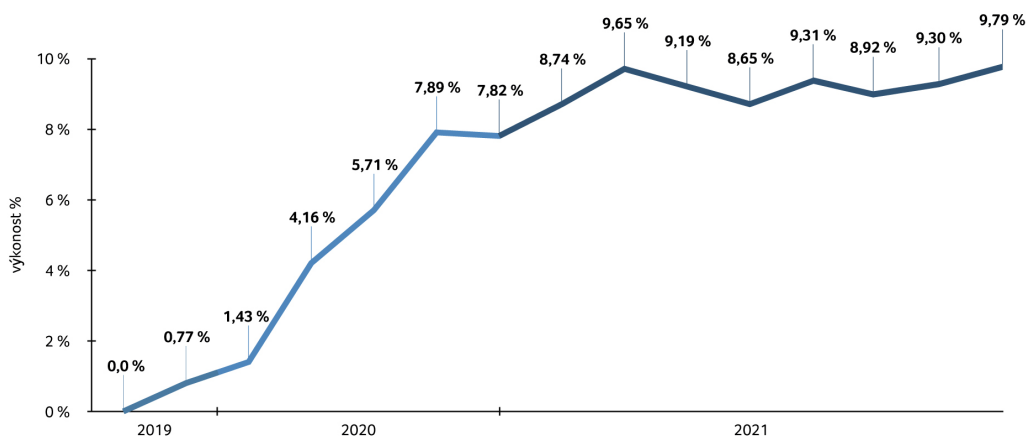


Podfond vykazuje od svého založení do konce září 2021 (za 25 měsíců) celkové zhodnocení pro investory 9,79 %. V září podfond vyrostl o 0,49 %, zatímco globální akciový index MSCI ACWI a americký akciový index S&P 500 poklesly shodně o -4,7 % a technologický index Nasdaq 100 odepсал v září dokonce -5,4 %.

Fond k 30. 9. 2021 drží aktiva v hodnotě 190,2 mil. CZK a nečerpá žádné úvěry. Měnová struktura portfolia je: 49,3 % v CZK, 40,7 % v EUR a 10,0 % v USD.

vývoj zhodnocení fondu



Měsíční zpráva vedení fondu:

Vážení investoři,

předem mi dovoluňte pozvat Vás k poslechu rozhovoru, který jsem natočil s Lenkou Schánovou v rámci podcastu Jak investovat - <https://open.spotify.com/episode/5cQvHkWq7MKG64wVw6DJNs>. Z tohoto důvodu jste minulý měsíc neobdrželi tento pravidelný komentář vedení fondu, protože vše důležité, co jsme Vám chtěli minulý měsíc sdělit, bylo řečeno v rámci tohoto podcastu.

Co se týče měsíce září, potvrzuje se, že výkonnost našeho fondu nezávisí na pohybu akciového trhu. To vnímáme jako náš hlavní úkol - přinášet výnos za všech tržních situací. Dosahujeme toho prostřednictvím

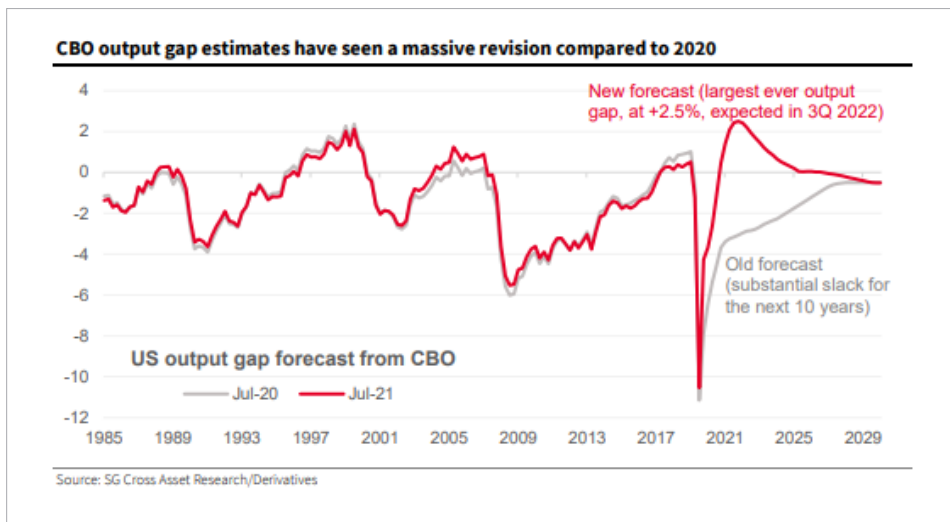
diverzifikace portfolia do různých tříd aktiv a specifických, netradičních situací. Příkladem takové situace je dění ve společnosti iRhythm Technologies, jejíž akcie jsme v létě nakupovali s hypotézou jmenování nového generálního ředitele, který otočí nepříznivou situaci v jednáních o úhradových vyhláškách amerického státního pojištění vůči jejich produktu. Trh letos na jaře začal firmu tvrdě trestat za snižování úhrad z amerického veřejného zdravotního pojištění a akcie se stala silně přeprodanou. Naše hypotéza se v září pomalu začala naplňovat, když bylo oznámeno, že z vrcholného

vedení společnosti DexCom přichází Quentin Blackford, který patří k světové manažerské špičce v oblasti producentů zdravotních pomůcek. Investoři navíc vítají fakt, že pan Blackford umí tvořit hodnotu pro akcionáře. Poslední 4 roky působil ve funkcích finanční a provozní ředitel DexCom, jejíž cena akcií za tu dobu vyrostla 10x. Akcie iRhythm na oznámení nového generálního ředitele bezprostředně reagovala růstem o bezmála 35 %. Quentin Blackford se nové role ujímá v těchto dnech a domníváme se, že restart vedení povede i k trvalejšímu obratu cen akcií a zajímavým výnosům pro investory na jinak překoupeném akciovém trhu. Ohledně změn v našem portfoliu, na konci měsíce září jsme realizovali zisk téměř 70 % z akcií ČEZ a pozici z portfolia zcela prodali. Případá nám situace na trhu nejen s elektřinou, ale energiemi celkově již „mánická“. Trh se začíná chovat, jako kdyby zítra měly být zavřeny všechny zdroje a již nikdy nemělo být dostatek elektřiny pro chod naší ekonomiky. Takové přehnané výkyvy známe a v poslední době jsme viděli v mnoha různých podobách. V březnu 2020 stála ropa negativní cenu -38 USD za barel a trh si myslel, že ropu nikdo nikdy nebude potřebovat ani zadarmo. Na jaře letošního roku to vypadalo, že nikdy nebude dostatek dřeva, aby pokryl nekonečnou poptávku po něm. A nyní si trh myslí, že nikdy v budoucnosti nebude dost elektřiny a v Evropě nebude nikdy dost plynu. Trh přikládá příliš velkou pravděpodobnost jednomu scénáři a extrapoluje minulost. Budoucnost obvykle vypadá jinak a stačí drobná nová zpráva, aby trh dramaticky přehodnotil pravděpodobnosti jednotlivých scénářů, což je doprovázeno dramatickou změnou v cenách. Stačí například, že nebude tak tuhá zima, nebo bude na podzim nadprůměrně větrno. Necítili jsme se proto příliš komfortně z hlediska výnosů a rizik u akcií ČEZu. Z obdržených peněz z ČEZu začínáme vytvářet dlouhou pozici ve společnosti Cazoo Group, což je britský online prodejce ojetých vozů, který začátkem září vstoupil na americkou burzu prostřednictvím fúze se SPACem a PIPE (Private Investment in Public Equity). Jak poslední slova naznačují, jedná se o nestandardní situaci, která nám připadá velmi lákavá. Firma Cazoo existuje pouze 3 roky a závratně rychle roste (+500 % tržeb meziročně). Letošní očekávání je 1 miliarda dolarů tržeb. Při svém růstu přitom zvedala peníze pro svůj rozvoj pouze v několika soukromých seed investičních kolech. Delší dobu ve fondu chceme umisťovat část portfolia do předtržních, rychle rostoucích firem. Růstové firmy totiž v posledních letech začali vstupovat na burzu až v době, kdy drtivá většina hodnoty a exponenciálního růstu byla vytvořena pro VC/PE investory. Což nás dovedlo do situace soukromých investičních kol za valence vyšších desítek miliard dolarů, což jsou částky, které dříve byly označovány za největší IPO. Cazoo jde proti tomuto trendu. Tedy máme před sebou firmu, která nemá mnoha lety ověřenou růstovou hypotézu, byť k tomu má perfektně nakročeno. Kromě vize vedení firmy čísel, kterých dosahují a situace v jaké se firma nachází, se nám líbí současná valence firmy a detailní aspekty vstupu firmy na burzu přes SPAC s PIPE. V PIPE

části obvykle velcí, renomovaní investoři dostávají exkluzivní podmínky. V tomto případě naopak investoři jako Daniel Sundheim a Altimeter Capital dostali totožné podmínky jako SPAC investoři (tj. Daniel Och - Ajax I), které jsou o třetinu vyšší než současná tržní cena akcie. Tito investoři se zřídka pletou v potenciálu S-křivky a berou pouze vyšší násobky zhodnocení z investice. Velikost pozic, které reportovali americkému regulátorovi ukazují, že ve firmě mají podstatný vliv a místa v představenstvu. Možnost koupit si tak akcii s výrazným diskontem oproti těmto investorům je velká rarita. Navíc se domníváme, že valence firmy nyní trpí „diskontem za Británií“. Vidíme apokalypsu, fronty na benzín, chaos, paniku, prázdné obchody a konec světa ve Velké Británii. Vypadá to, že hůř už být nemůže. Nejlepší čas vyrazit tam na nákupy.

Makrokomentář

Stejně jako předchozí měsíce bychom Vám chtěli poskytnout krátkou aktualizaci našeho vnímání makroekonomického vývoje. Jak bylo zmíněno v úvodu dopisu, globální akcie v září propadly o 5 %. V momentě psaní tohoto dopisu (4. 10.) je S&P index -5,5 % a Nasdaq -7,6 % ze svých vrcholů na začátku září. Na trh se vrátil ztracený pojem „riziko“. Nejprve začátkem září všechny vyděsil bankrotující čínský developer Evergrande, který byl náhle považován za možný spouštěč katastrofy typu Lehman Brothers. Pak přicházel z USA nepříznivá makroekonomická čísla, což korunovalo oznámení americké centrální banky FED o zpomalování tisku peněz tempem, který trh zaskočil. Dolarová výnosová křivka začala rychle růst a akcie začali korigovat. Začátkem léta jsme Vám psali, že nejvíce nás děsí scénář potenciální stagflace, tedy moment stagnující ekonomiky a rychle rostoucí inflace. Tehdy o tom na trhu nikdo moc nemluvil. Nyní pojmem „Stagflation“ začíná každý makroekonomický report, který otevřeme. Trh začíná o riziku stagflace mluvit hodně nahlas. Náš pohled se ale v tomto začíná trochu posouvat dál. Stagflace nyní nejvíce děsí účastníky trhu, kteří se příliš dívají na současná čísla, tj. špatná čísla růstu Číny a USA, špatná aktuální čísla inflace a tyto nepěkné trendy si extrapolují i do budoucnosti. Pokud se zkusíme podívat skrz současná čísla, položíme si otázku: „Skutečně si myslíme, že je to pravděpodobné, že za rok budou růst ceny tímto či ještě vyšším tempem? Věříme, že druhá derivace, tj. rychlost změny se nezmírní?“ My si myslíme, že to není tak moc pravděpodobné, jak to nyní vnímá trh. Tempo růstu cen nyní vytváří těžko udržitelnou vysokou základnu pro budoucnost a bude muset korigovat. Trh následně uvidí zlom trendu, změní se sentiment davu a přehodnotí pravděpodobnosti. To ale neznamená, že v současném propadu cen akcií vidíme tzv. „buy the dip“ příležitost. Naopak, rostou v nás obavy z brzkého příchodu konce ekonomického cyklu, tzn. přehřátí. Předposlední graf v našem červencovém komentáři byl následující:

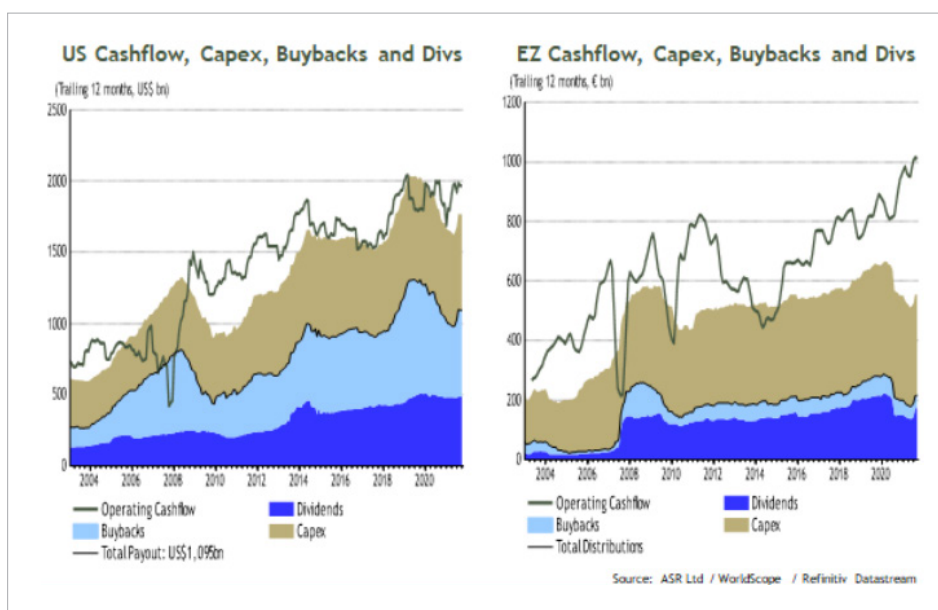


graf 1 - Srovnání predikcí produkční mezery ekonomiky (odchylky od potenciálu) od americké vlády (CBO – Congressional Budget Office)

Americká vláda očekává, že se již v letošním roce dostane ekonomika nad svůj potenciál, tzn. dlouhodobě udržitelnou úroveň. Jednoduše řečeno, přehřívát se. A není divu. Malé firmy hlásí, že pracovní trh je tak přehřátý, že nikdy v historii nebylo těžší získat zaměstnance a rychle musí zvedat mzdy. Nikdy v historii USA nerostly mzdy nekvalifikovaných pracovníků tak rychle oproti kvalifikovaným profesím. Stejně tak ochota zaměstnanců změnit práci je na maximálních úrovních a 63 % lidí je ochotno odejít z práce, pokud by neměli možnost práce z domova alespoň 2 a více dní v týdnu.

Na druhou stranu, domácnosti nikdy neměli po ruce

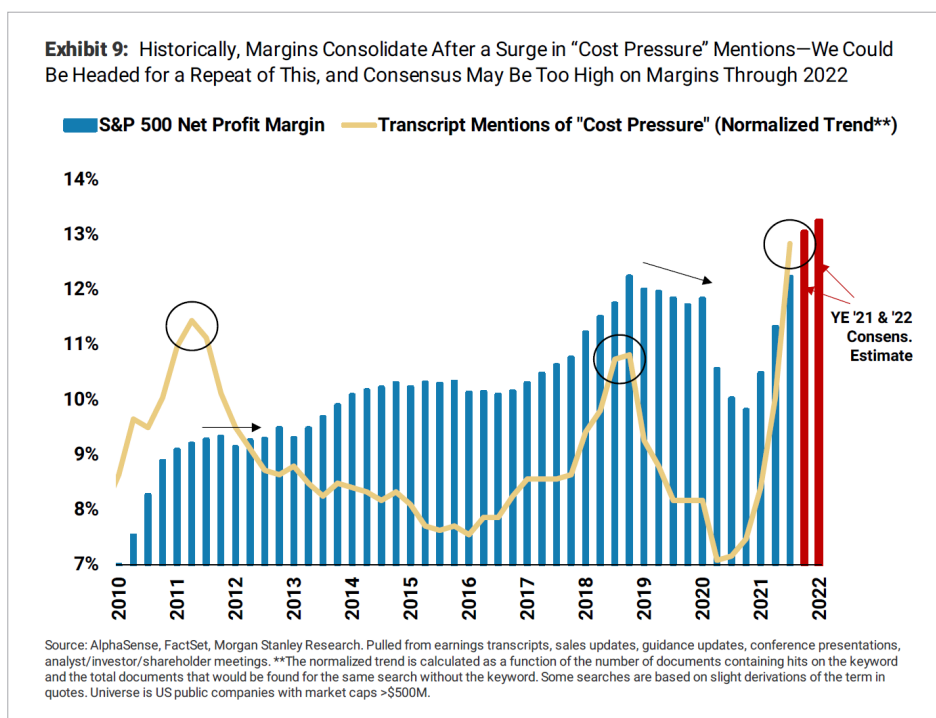
tolik hotovosti, kterou mohou utratit. Stejně tak firmy. Graf 2 ukazuje historický vývoj provozního cash flow firem, jejich CAPEXů, zpětných odkupů akcií a výplaty dividend. Je zjevné, že firmy (stejně jako domácnosti) se i po skončení pandemie chovají velmi obezřetně. Zatímco provozní cash flow je na nových vrcholech, firmy neobnovily výplaty dividend ani odkupy akcií, natož nové investice. Sedí na ohromném balíku peněz, který aktuálně dosahuje 25 % ročního HDP USA. Pro porovnání, v 70. letech drželi firmy pouze 5 - 10 % hotovosti v poměru k americkému ročnímu HDP. Ve fondu proto očekáváme, že jsme zatím neviděli vrchol capexového cyklu.



graf 2 - Cash flow amerických a evropských firem v čase

V červenci jsme v záplavě IPO bedlivě analyzovali jednu netypickou událost – přímé zalistování společnosti Wise Plc (česky Moudrý s.r.o.). Společnost sledujeme již delší dobu a předpokládali jsme, že netypický proces přímého zalistování v Londýně i s ohledem na načasování povede k určité neefektivitě v první den obchodování a zejména ve dvouhodinové předtržní aukci. Společnost Wise uveřejnila prospekt v pátek v noci a datum uvedení na trh byl první pracovní den po prodlouženém víkendu (Den nezávislosti). Předpokládali jsme, že bude předtržní aukce nabízet zajímavé ceny a možnost netradičního zhodnocení vzhledem k nedostatku času na ocenění firmy a mediálnímu srovnávání zalistování Wise s dubnovým nezdařeným IPO společnosti

Deliveroo. Ve dnech volna jsme se proto vnořili do analýzy firmy a připravili několik scénářů vývoje ceny v předtržní aukci. Sofistikovanou strukturou limitních příkazů jsme očekávali širokou paletu výsledků. Bohužel nakonec investoři měli ihned od počátku aukce velký apetit a nabídky byly vysoko, tudíž naše objednávky zůstaly nenaplněny. I takové situace (mnoho práce bez efektu) k našemu investičnímu přístupu patří. Hledáme na trhu netypické příležitosti a neefektivitu trhu. Musíme proto klepat na mnoho různých dveří a některé se nám následně úspěšně otevrou. Tudíž budeme i nadále trpělivě pokračovat v hledání nových zajímavých příležitostí pro náš fond.



graf 3 - Srovnání historického vývoje marží firem z indexu S&P 500 v porovnání s četností komentářů vede ní firem ohledně nákladových tlaků

Děkujeme Vám za vloženou důvěru.

Pokud budete mít zájem o bližší informace či jakékoli další dotazy ohledně našeho fondu, budeme rádi, když nás budete kontaktovat.

Ondřej Klečka, CFA
Investiční ředitel fondu
SBS FUNDS SICAV a.s.