

VÝKONNOST PRIORITNÍ AKCIE

	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Črvc	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosinec	Celkem
2018	---	---	----	---	---	+0,00 %	+0,67 %	+2,96 %	-0,01 %	-1,60 %	+2,13 %	+3,36 %	+7,65 %
	---	---	----	---	---	1,0000	1,0067	1,0365	1,0364	1,0198	1,0415	1,0765	
2019	+0,07 %	+2,13 %	-0,43 %	+0,40 %	-7,81 %	+3,60 %	-1,16 %	+1,32 %	-8,34 %	+3,74 %	+13,66 %	-0,04 %	+5,61 %
	1,0773	1,1003	1,0956	1,1000	1,0141	1,0506	1,0384	1,0521	0,9644	1,0005	1,1373	1,1369	
2020	-2,08 %	+3,65 %	-24,29 %	+15,66 %	+10,44 %	-2,20 %	-2,70 %	+6,60 %	+3,36 %	-6,30 %	+3,26 %	+12,64 %	+11,58 %
	1,1133	1,1539	0,8736	1,0104	1,1159	1,0913	1,0618	1,1261	1,1639	1,0906	1,1262	1,2686	
2021	+0,47 %	-7,85 %	-7,06 %	+11,19 %	-5,10 %	+17,17 %	+2,07 %	+3,24 %	-1,97 %	+15,39 %	-0,09 %	-3,19 %	+22,65 %
	1,2746	1,1745	1,0916	1,2137	1,1518	1,3496	1,3775	1,4221	1,3941	1,6087	1,6072	1,5559	
2022	-15,06 %	+7,40 %	+10,67 %	-19,66 %	-16,99 %	-20,37 %	+14,74 %	-0,14 %	-1,34 %	+7,49 %	+9,61 %	-20,48 %	-43,19 %
	1,3216	1,4194	1,5709	1,2621	1,0477	0,8343	0,9573	0,9560	0,9434	1,0141	1,1116	0,8850	
2023	+40,06 %	-3,50 %	+20,29 %	-2,25 %	+5,23 %	+8,89 %	+0,36 %	-9,97 %	-17,69 %	-17,40 %			+11,86 %
	1,2395	1,1961	1,4388	1,4064	1,4799	1,6115	1,6173	1,4561	1,1985	0,9900			
Výkonnost p.a. (od zahájení činnosti 06/2018)													-0,19 %
Celková výkonnost (od zahájení činnosti 06/2018)													-1,00 %

Podfond Alfa 4 Gimel Investments – Říjen 2023

Od podzimu 2022 byl náš makroekonomický scénář pro americkou ekonomiku postavený na tom, že recese v USA v roce 2023 nebude. Důvody pro nás byly tři: (i) uvolněná fiskální politika americké vlády i přesto, že nezaměstnanost je na historických minimech, (ii) dostatečný polštář hotovosti u domácností a podniků z covidových vládních stimulů, (iii) silný růst mezd. Tento scénář se naplnil.

Americká centrální banka (Fed) začala zvyšovat úrokové sazby v březnu 2022 z technické nuly na stávající úroveň 5,25 %. Inlace v Americe začala klesat však již od července 2022 tj. 4 měsíce po začátku zvyšování sazeb ze strany Fedu. Takže pokles inflace nemohl být z důvodu vyšších úrokových sazeb. Standardní zpoždění dopadu přísné měnové politiky (zvyšování úrokových sazeb) na inflaci je 18 měsíců, tj. měnová politika by za standardních podmínek měla začít mít dopad na inflaci teprve od září 2023. Pokles inflace v USA od července 2022 přisuzujeme z velké míry tomu, že výrobní strana ekonomiky, která od pandemie pokulhávala, postupně doháněla poptávku, a také částečně odezněly vysoké ceny energií v USA. Dnes ale kvůli covidu nejsou standardní podmínky (byla obrovská fiskální a měnová expanze) a plný dopad současné přísné měnové politiky na hospodářský růst a na inflaci může být značně zpožděný (ne oněch 18 měsíců) z již výše zmíněných důvodů expanzivní fiskální politiky, hotovostního polštáře a růstu mezd.

Aktiový trh tento bez-recesní scénář postupně zaceňoval a od ledna 2023 do léta 2023 rostl, což se pozitivně odrazilo i na našem portfoliu. Přes léto je standardně na akciovém trhu horší sezónnost a z malé korekce by nebyl býval nikdo zaskočený. Co se ale stalo v průběhu léta, že akciový trh najednou klesal až do druhé poloviny října? Nastali dvě důležité věci: a) Fed začal čím dál tím víc avizovat, že z důvodu přetrvávající inflace nad 2 % cílem ponechá úrokové sazby na stávajících vysokých úrovních po delší dobu, a o brzkém snižování úroků nemůže být ani řeč (fakt, o kterém jsme psali v našich předchozích měsíčních zprávách již delší dobu), b) americká vláda oznámila, že fiskální deficit za rok 2023 bude 1,7 biliónů dolarů, tj. o 23 % víc než rok předtím. Takto se deficit vlády dostal přes 8 % HDP za situace rekordně nízké nezaměstnanosti – velmi nestandardní situace.

Trh dluhopisů rázem zpozorněl, a udržitelnost amerického vládního dluhu začala být znovu tématem, na což i my v našich měsíčních zprávách již nějaký čas upozorňujeme. Úroky z 10letých amerických vládních dluhopisů, které

od podzimu 2022 do léta 2023 letargicky levitovaly mezi 3,2 % a 4,2 % najednou na podzim 2023 vystartovaly nahoru, a v říjnu dosáhly až 5 %. To kulminovalo propadem amerických akciových trhů, kdy americké technologické akcie odepsaly přes 35 % svých zisků za rok 2023. Stres na trzích akcií a dluhopisů se uklidnil až koncem října a začátkem listopadu, kdy inflace v USA zaznamenala další měsíc poklesu a kdy úroky z dlouhodobých vládních dluhopisů přestaly růst.

Naše portfolio odepsalo v průběhu této korekce přes polovinu letošních zisků a naše výkonnost od začátku roku, která výrazně převyšovala trh, se takto s trhem vyrovnala. Tuto korekci jsme využili k přeskupení portfolia do titulů, které mají dle našeho názoru smysl držet alespoň několik čtvrtletí, dokud se myšlenky stojící za jednotlivými tituly nematerializují, a které jsou i silně fundamentálně podhodnocené a z pohledu technické analýzy jsou k nákupu ze střednědobého horizontu.

Největší pozicí v portfoliu je společnost V.F. Corporation (VFC). VFC je výrobcem oblečení a obuvi. Její dvě největší a vlajkové značky jsou obuv VANS a oblečení the North Face. VFC byla založena v USA v roce 1899 a má tedy již tradici a know-how z tohoto sektoru více jak 120 let. Akcie VFC se v roce 2020 obchodovaly až za 100 USD a od té doby jejich cena klesla až k současným 16 USD. Za tuto cenu se naposledy obchodovaly v roce 2010. Za tímto obrovským propadem (navzdory kvalitním značkám) stojí především bývalé vedení společnosti, které se nezaměřovalo na podporu vlajkových lodí, nýbrž za vysoké ceny kupovalo méně významné malé konkurenty. Tím společnost ztratila dynamiku růstu a zároveň se se i musela více zadlužit, čímž následně musela omezit výplatu dividend. Bývalý CEO byl letos v létě nahrazen B. Darrellem, který od roku 2013 působil ve firmě Logitech. Akcie Logitechu byly v roce 2013, kdy Darrell do Logitechu nastoupil, na svém dnu, kdy se obchodovaly za 5 USD. Darrell provedl pozitivní změny a cena akcií Logitechu za jeho působení vzrostla z 5 USD na 130 USD. Obdobný ozdravný proces zavedl před Logitechem i s produktem Old Spice od společnosti Procter&Gamble, kdy tržní hodnota značky Old Spice se za působení B. Darrella ztrojnásobila. Nyní zavádí ozdravný proces i ve VFC, což implikuje, že situace ve VFC se stabilizuje a VFC může opět získat svoji dynamiku. Společnost Morningstar přisuzuje VFC férovou cenu 57 USD a považuje jí jako my za silně podhodnocenou. Navíc i z pohledu technické analýzy je VFC na nákup. Na měsíčních grafech vykazuje VFC býčí divergenci mezi tržními indikátory a tržní cenou. Dále VFC se odrazilo od silné úrovně podpory definované trendovou linkou, která sahá až do roku 1990, což je velmi silný technický signál. VFC je tedy firma, která je extrémně fundamentálně podhodnocená, z pohledu technické analýzy má silnou úroveň podpory. Tudíž poměr výnos/riziko hraje jednoznačně v náš prospěch.

Další společnost v našem portfoliu je Under Armour (UAA). Jedná se také o výrobce oblečení a obuvi a můžeme zde vidět obdobný scénář jako u VFC. UAA se obchodovalo v roce 2015 za více jak 50 USD a dnes stojí pouhých 7 USD. UAA je z více jak poloviny vlastněna zakladatelem Kevinem Plankem, který UAA založil v 90. letech, kdy začínal prodejem tílek z dodávky na parkovišti. Od té doby se UAA vypracovala na globálního hráče se sportovním oblečením a obuví. Samozřejmě každá firma si prochází svým ekonomickým cyklem a my se domníváme, že UAA je právě na dnu svého cyklu, což se odráží i v ceně akcie. Výše zmiňovaná finanční společnost Morningstar přisuzuje UAA férovou cenu 15,50 USD, s čímž se plně ztotožňujeme. Dále z pohledu technické analýzy je UAA rovněž na obrovské úrovni podpory sahající až do roku 2011.

Dalším titulem v našem portfoliu je Disney (DIS). Společnost netřeba představovat, jelikož předpokládáme, že každý DIS zná. DIS je také součástí dvou nejstarších amerických indexů, a to Dow Jones a S&P 500. Disney za sto let své existence má neskutečně rozsáhlou mediátéku, do které patří navíc i kanály ESPN, ABC a Fox entertainment. DIS je lídrem v tomto sektoru a krátkodobě cena akcií DIS klesla z 200 USD na současných 95 USD. Morningstar uvádí férovou cenu 145 USD, čímž se DIS nyní obchoduje s diskontem 34 %.

Tyto tři společnosti tvoří v současné době jádro našeho portfolia. Jedná se o silné společnosti, které jsou výrazně podhodnocené. Jsou to firmy, které mají tradici, historii, silné postavení svých značek na trhu a z technického i fundamentálního hlediska mají výrazný prostor pro růst. Hodláme tyto společnosti v portfoliu držet tak dlouho, dokud se myšlenky za jejich opětovným růstem nematerializují. To může trvat minimálně v řádech několika kvartálů. Nicméně potenciál, který za daným růstem stojí, vyváží jakýkoliv krátkodobý výkyv jak na trhu jako celku nebo na jednotlivých výše uvedených akciích.

V nejužším hledáčku máme ještě jednu společnost, o kterou bychom chtěli portfolio doplnit, a kde čekáme na technický nákupní signál. Jedná se o těžaře stříbra společnost First Majetic Silver Corporation (AG). Jedná se o kvalitního těžaře s velmi nízkým stupněm zadlužení. V dobrých časech se akcie AG obchodují za 20 USD a výše. V dobách ziskových recesí daného sektoru se obchodovalo AG okolo 5 USD. A právě v současnosti se nacházíme v ziskové recesi, jelikož těžařům kvůli inflaci vzrostly náklady (mzdy, energie, těžební stroje apod.). Cena zlata i

stříbra je relativně na vysoké úrovni, ale ziskovost právě kvůli zvýšeným nákladům klesá, což se projevuje i na ceně akcií AG, které se dnes obchodují poblíž 5 USD (zisková recese). Domníváme se, že je vhodné těžaře kupovat právě na dně jejich ekonomického cyklu. Ovšem čekáme i na potvrzení technické analýzy, která při potvrzení v předstihu indikuje/potvrzuje otočení i ekonomického cyklu v daném odvětví.

Náš aktuální makroekonomický scénář počítá nadále s vyššími úrokovými sazbami v USA minimálně po dobu nejbližšího roku. Dále očekáváme, že hotovostní polštář u domácností se v průběhu roku postupně vyčerpá a vysoké úrokové sazby začnou mít na hospodářský růst více negativní dopad. Tento negativní dopad však bude nadále kompenzován expanzivní fiskální politikou a silným trhem práce. Také americký bankovní sektor je zdravý a dobře kapitalizovaný. Nečekáme tedy žádnou hlubokou recesní propast, ale od poloviny roku 2024 očekáváme postupný pokles hospodářského růstu. Jelikož akciový trh si prošel významnější korekcí od léta do podzimu, tak nyní očekáváme stabilnější prostředí na trhu akcií po několika následujících měsících.

V prostředí vyšších úrokových sazeb a stále relativně robustního hospodářského růstu vidíme hlavní příležitosti v hodnotových akciových titulech, tj. u firem blíže k reálné ekonomice, méně citlivých na změny úrokových sazeb, které jsou z různých důvodů nepřiměřeně vyklesané a procházejí si ozdravným procesem. Mezi tento typ firem a sektorů řadíme i firmy v aktuální skladbě našeho portfolia, tj. společnosti VFC a Under Armour z odvětví oblečení, Disney, nebo těžaře stříbra. Domníváme se, že se nyní dostáváme do fáze, kdy se bude na akciovém trhu relativně lépe dařit hodnotovým titulům oproti růstovým titulům.

Michal Valentík | výkonný partner

Miroslav Kollár | partner

Upozornění: Fond je fondem kvalifikovaných investorů dle zákona č. 240/2013 Sb. Hodnota investice Podfondu Alfa 4 Gimel Investments může klesat i stoupat a návratnost původně investované částky ani výnos z investice nejsou zaručeny ani jinak garantovány. Výkonnost Podfondu Alfa 4 Gimel Investments v předchozích obdobích nezaručuje stejnou nebo vyšší výkonnost v budoucnu. Investiční akcie Podfondu Alfa 4 Gimel Investments může smluvně nabývat pouze kvalifikovaný investor dle § 272 zákona č. 240/2013 Sb. (Osoba, která učinila prohlášení o tom, že si je vědoma rizik spojených s investováním do Podfondu Alfa 4 Gimel Investments a jejíž výše splacené investice odpovídá částce alespoň (i) 125 000 EUR nebo (ii) 1 000 000 Kč, a to za předpokladu, že investice je pro danou osobu vhodná). Vhodnost investice se určí pomocí investičního dotazníku, který daná osoba má povinnost vyplnit. Jakékoliv informace či sdělení obsažené v tomto dokumentu mají pouze informativní charakter a nepředstavují doporučení nebo radu ani nejsou nabídkou na uzavření smlouvy nebo veřejnou nabídkou. Investoři by měli zejména zvážit investiční strategii a specifická rizika, která mohou vyplývat z investičních cílů Podfondu Alfa 4 Gimel Investments, tak jak jsou uvedeny v jeho statutu nebo v jiných dokumentech týkajících se Podfondu Alfa 4 Gimel Investments. Investiční cíle se odrážejí v doporučeném investičním horizontu, jakož i v poplatcích a nákladech Podfondu Alfa 4 Gimel Investments. Detailní informace obsahuje statut a Sdělení klíčových informací (KID), které by investoři, kteří hodlají uzavřít smlouvu o úpisu investičních akcií, měli v dostatečném předstihu prostudovat, aby se seznámili se všemi riziky vyplývající z uzavření smlouvy o úpisu investičních akcií. Statut Podfondu Alfa 4 Gimel Investments a Sdělení klíčových informací (KID) lze získat buď (i) v listinné podobě v sídle společnosti AVANT investiční společnost, a.s. nebo (ii) na webových stránkách <http://www.avantfunds.cz/informacni-povinnost/> Dále informace o zpracování osobních údajů jsou k dispozici na <https://www.avantfunds.cz/gdpr/> Další důležité informace pro investory jsou k dispozici na <https://www.avantfunds.cz/cz/dulezite-informace/>