

Vážení podílníci,

hodnota podílového listu fondu VAULT za první čtvrtletí roku 2021 vzrostla o 14,94 %. Akciový index MSCI World vzrostl za stejné období o 6,14 %. Jeden podílový list měl k 31.03.2021 hodnotu 1,2259 Kč.

Předání moci v USA mezi prezidenty Bidenem a Trumpem se nakonec obešlo bez zbytečného skandálu a po Trumpovi a jeho agresivní rétorice se slehla zem. Biden přebírá žezlo v situaci, kdy se pandemie pomocí vakcín dostává globálně pod kontrolu a světová ekonomika začíná po loňském propadu slušně startovat. Hlavními motory růstu by měly být USA, Čína a Indie. Dle poslední revize odhadů OECD se očekává, že HDP USA letos vzroste o 6,5 % (vloni pokleslo o 3,5 %), HDP Číny vzroste o 7,8 % (vloni vzrostlo o 2,3 %) a HDP Indie vzroste o 12,6 % (vloni pokleslo o 7,4 %). Celkem by světové HDP mělo letos posílit o 5,6 % (vloni pokleslo o 3,4 %). Můžeme se tak těšit na solidní růst.

Osobně si myslím, že zejména ekonomiky tažené spotřebitelem by na tom mohly být ještě o něco lépe (USA, západní Evropa, Čína). Za poslední rok domácnosti nakumulovaly rekordní množství úspor a prvních pár měsíců letošního roku napovídá, že spotřebitel je připraven utrácet. V některých kategoriích jsme již nyní svědky převisu poptávky nad nabídkou (například kvůli nedostatku čipů automobilky nestačí uspokojovat zákazníky). Ačkoliv se kvůli růstu cen komodit pravděpodobně zvýší společnostem náklady na výrobu, vysoká poptávka jim umožní přenést vyšší náklady na zákazníka. Z tohoto pohledu věříme, že si společnosti relativně snadno poradí s očekávanou inflací a jejich zisky nebudou negativně ovlivněny. S rostoucí inflací roste i očekávání růstu sazeb. Ačkoliv hlavní centrální banky zvyšování v brzké době neplánují, výnosy dluhopisů (zejména na vzdáleném konci výnosové křivky) začínají tuto realitu již reflektovat. Očekávaný růst sazeb má vliv na ocenění všech aktiv, je ale citlivější u aktiv s vyšší durací (průměrná doba do splatnosti). Poklesly tak ceny dluhopisů s delší splatností a na akciovém trhu jsme svědky poklesu cen akcií, jejichž hodnota leží spíše ve vzdálenější budoucnosti (firmy jako Zoom nebo Snowflake, které jsem zmiňoval v předchozích dopisech).

Aktivita v portfoliu

V průběhu čtvrtletí jsme doplnili portfolio o pojišťovnu Progressive a navýšili jsme pozici v SAP SE. Velmi malou část portfolia (méně než 1 %) jsme alokovali do warrantu, který funguje jako put opce na Teslu. Tato pozice nám slouží jako malá pojistka, pokud by došlo k propadu trhů. Drahé firmy, jako je Tesla, by se měly propadnout více než trh. Z portfolia jsme prodali akcie JOST Werke (se ziskem 96 %) a Technogym (zisk 50 %). Obě společnosti nám již neposkytovaly atraktivní očekávaný výnos vzhledem k alternativám. Společnosti, kterými jsme pozice nahradili, nám nabízejí výrazně lepší poměr výnosu k riziku.

Přílohy

V první části přílohy Vás čeká popis společností Progressive a Viasat. V druhé části se věnuji tématu investičních výhod. Jednou z nich je analytická výhoda. Naše analytická činnost je stejně intenzivní jako před rokem, kdy se trhy propadaly. Vypadá to, že spekulativní toky kapitálu do hlavních „beneficientů“ pandemie jsou u konce a bude více záležet na fundamentech jednotlivých společností. V této doméně se cítíme silnější než průměrný investor (tzn. index) a věříme, že budeme i nadále schopni vybírat společnosti s atraktivním výnosem.

V únoru jsem byl hostem podcastu, kde jsem podal zповěď o zakládání našeho fondu a probrali jsme i několik společností z portfolia. Podcast si můžete poslechnout v tomto [odkazu](#).

Jakub Skryja, manažer fondu VAULT

1. Investiční část

The Progressive Corporation („Progressive“)

Progressive je americká firma poskytující pojištění automobilů (osobních i komerčních) a domácností. Společnost vznikla roku 1937 a ve svých začátcích byla úspěšná především v poskytování nestandardních pojistek. Specializovala se na rizikovější klienty, které ostatní pojišťovny odmítaly nebo jim nabízely příliš drahé pojistky. Progressive jako silně analyticky zaměřená firma dokázala rizika lépe kvantifikovat a být profitabilní i na těchto rizikovějších klientech.

V minulosti prodej pojistek probíhal primárně přes pojišťovací agenty. Ke změně došlo až díky společnosti GEICO, která jako první uspěla s přímým prodejem pojistek. GEICO vybízelo lidi, aby si pojistky sjednali přímo u společnosti a nevyužívali služby agentů. Díky ušetřeným agentským provizím bylo GEICO schopno nabízet pojistky za nižší cenu než konkurence a získávat tak rychle tržní podíl. Na tuto „inovaci“ Progressive zareagoval a roku 1994 začal sám s přímým prodejem pojistek. Transformace prodejních kanálů byla ale velmi postupná. V roce 2004 byl podíl přímého prodeje automobilových pojistek 30 %, v roce 2020 se tento podíl dostal na 52 %.

Problém přechodu z prodeje přes agenty na přímý prodej spočívá v tom, že agenti mají ve velké části případů dobrý vztah s klientem a klient je u pojišťovny jen díky tomu, že mu ji agent doporučil. Pokud by pojišťovna přestala spolupracovat s velkým množstvím agentů, začali by své klienty pojišťovat jinde a pojišťovna by rychle ztrácela klienty a tržby. Alternativou rychlejšího přechodu k přímému prodeji by bylo pokračovat ve spolupráci s agenty a zároveň spustit marketingovou kampaň potřebnou k vybudování povědomí lidí o značce (brand marketing). V tomto případě by ale z marketingu profitovali i agenti nabízející pojištění u dané společnosti. Zdvojení nákladů by pravděpodobně vedlo k tomu, že by pojišťovna byla dlouhodobě ztrátová. Z výše zmíněných důvodů nelze přechod z prodeje přes agenty na přímý prodej nijak úspěchat.

Výhody přímého prodeje a bariéry vstupu do odvětví

Marketing firmy je v případě přímého prodeje pojištění nesmírně důležitý. Většinou býváme skeptičtí vůči reálné hodnotě brandu ve finančním sektoru, ale v případě pojištění automobilů tuto hodnotu vidíme. Jedním z hlavních rozhodovacích faktorů klientů je to, že pojišťovna v případě potřeby hladce vyřeší jejich problémy. Protože je pojištění vztah postavený na vzájemné důvěře, je relativně málo lidí, kteří by se byli ochotni pojistit u neznámé pojišťovny. K získání nových klientů je tak důležité budovat mezi lidmi o pojišťovně povědomí. To samotné by nestačilo, pokud by stávající zákazníci měli s pojišťovnou špatnou zkušenost. Progressive má však míru spokojenosti zákazníků vysokou.

Historicky bylo automobilové pojišťovnictví odvětvím, ve kterém do velké míry převažovaly variabilní náklady nad fixními. To se ale s přechodem na přímý prodej mění. Pokud agent přinese klienta, dostane od pojišťovny provizi, v opačném případě náklad na akvizici zákazníka nevzniká. V přímém prodeji je naopak nutné vynaložit poměrně velké marketingové náklady, které ale nejsou přímo navázány na počet získaných klientů. Dobře to lze pozorovat například u společnosti GEICO. I v případě vysokého růstu tržeb způsobeného reklamní kampaní u ní představují náklady na marketing přibližně 5 % z tržeb. To v porovnání s průměrnou odměnou agenta, která činí 10 až 20 % tržeb, představuje podstatné úspory a vytváří se prostředí, ve kterém dominantní firmy dokážou těžit ze své velikosti. Minimální roční náklady na dostatečně velkou marketingovou kampaň v USA se pohybují na úrovni 200 milionů dolarů. Aby marketingové náklady nepředstavovaly nadměrnou zátěž pro ziskovost pojišťoven, měly by představovat 5 až 10 % tržeb, tzn. společnost musí dosahovat tržeb 2 až 4 miliardy dolarů. Takové tržby znamenají přibližně 2% tržní podíl a

dělají z této hypotetické firmy 10. největší pojišťovnu v USA. Dostatečně velkou marketingovou kampaň si tedy můžou dovolit jen ty největší pojišťovny, což vytváří výrazné bariéry vstupu do odvětví.

Důležitost marketingu u pojišťoven s převládajícím přímým prodejem lze pozorovat i na absolutních nákladech za marketing v odvětví. Jak lze vidět v tabulce níže, firmy GEICO a Progressive utrácí za marketing více než jejich podobně velcí konkurenti, u kterých převládá prodej přes agenty.

Marketingové náklady (mil. USD)	2015	2016	2017	2018	2019
State Farm	937	867	862	903	1 210
Allstate	677	699	629	750	761
Progressive	702	688	910	1 290	1 660
GEICO	1 353	1 468	1 525	1 730	1 940

Zdroj: S&P Global Market Intelligence

Hlavní výhoda přímého prodeje tedy plyne z úspory na agentských provizích. Úspory jsou částečně investovány do marketingu a zbytek je v podstatě vrácen klientům ve formě nižších cen za pojištění. Tato výhoda je při pohledu na vývoj tržních podílů firem prodávajících pojistky napřímo hned zřejmá (viz tabulka níže). Mezi hlavní beneficienty patří GEICO, Progressive a USAA. Jejich společný tržní podíl za posledních 10 let vzrostl o 12,5 % na úkor firem prodávajících primárně přes agenty. Věříme, že tyto firmy jsou dobře nastavené na to, aby svůj tržní podíl zvyšovaly i v budoucnu.

Tržní podíl v USA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
State Farm	18,3 %	18,3 %	18,1 %	17,0 %	16,1 %	16,2 %
GEICO	11,4 %	11,9 %	12,8 %	13,4 %	13,7 %	13,5 %
Progressive	8,8 %	9,1 %	9,8 %	11,0 %	12,2 %	13,3 %
Allstate	10,0 %	9,7 %	9,3 %	9,2 %	9,3 %	9,1 %
USAA	5,3 %	5,4 %	5,7 %	5,9 %	6,0 %	6,3 %
Ostatní	46,2 %	45,6 %	44,4 %	43,6 %	42,6 %	41,5 %

Zdroj: NAIC

Nevýhody přímého prodeje a jak jim Progressive čelí

Přímý prodej pojištění má ale i své nevýhody. Jednou z nich je samotná nízká cena pojištění, která přiláká klienty, pro které je cena hlavním kritériem výběru pojištění. Do této skupiny se řadí především lidé s nižším příjmem, což často bývají mladí lidé na začátku kariéry. Mladí lidé představují v průměru nejrizikovější skupinu řidičů a jsou mezi nimi, co se týče rizikovitosti, obrovské rozdíly. Je mezi nimi velké množství dobrých řidičů i velké množství těch špatných, proto je správné nacenění rizika u mladých řidičů problematické. Pokud bychom nerozlišovali schopnosti řidičů a brali tuto kategorii z pohledu rizika jako celek, tak by vzniklo prostředí, ve kterém by dobří řidiči dotovali výrazně více ty špatné než v jiných věkových kategoriích.

Historicky se pojišťovny v USA snažily vypořádat s tímto problémem tak, že se řidiče snažily rozřadit na základě jejich kreditních hodnocení a formuláře, který musel každý řidič vyplnit. Progressive jako jedna z prvních pojišťoven začala roku 2011 klasifikovat riziko pomocí telematických zařízení Snapshot umístěných v autech. Zařízení zasílá data z jízdy do analytického oddělení firmy. Na základě dat je zpracována riziková charakteristika klienta a následně je mu účtována cena pojistného odpovídající jeho skutečnému riziku. Odhadujeme, že v současnosti Snapshot využívá 25 až 30 % klientů Progressive. Díky zařízení Snapshot dokáže Progressive nabídnout dobrým řidičům pojistku až o 20 % levněji oproti průměrné ceně. To se

projevuje i delšími vztahy se zákazníky, protože motivace k přechodu ke konkurenci z cenových důvodů je nižší.

Na druhou stranu jsou ceny pojistek pro rizikové řidiče o 10 až 20 % vyšší, což vede k jejich přechodu ke konkurenci, která jim nabídne cenu na základě průměrné rizikovosti. Schopnost konkurence nabízet nižší ceny je ale pouze výsledkem nesprávného ocenění rizika. To by mělo z dlouhodobého hlediska vyústit v nižší ziskovost konkurentů. To lze velmi dobře pozorovat už v současnosti, pokud porovnáme Progressive s firmou GEICO, která byla dlouhodobě proti využívání telematických zařízení. Progressive má přibližně o 5 % vyšší Expense Ratio¹, což je důsledek vyšší závislosti prodeje na agentech. Na druhou stranu má ale díky analytické výhodě a využívání telematických systémů oproti společnosti GEICO nižší Loss Ratio² o více než 7 % a na základě toho má Progressive i podstatně nižší Combined Ratio³.

Průměr za dané období	GEICO	Progressive	Allstate	StateFarm
Růst tržeb				
5 let	9,1 %	14,6 %	4,7 %	2,5 %
10 let	9,4 %	10,6 %	3,4 %	2,6 %
Expense Ratio				
5 let	14,9 %	20,4 %	24,8 %	24,3 %
10 let	16,2 %	20,5 %	25,1 %	24,6 %
Loss Ratio				
5 let	80,7 %	71,1 %	66,6 %	79,0 %
10 let	79,4 %	71,9 %	67,7 %	80,7 %
Combined Ratio				
5 let	95,6 %	91,5 %	91,4 %	103,3 %
10 let	95,6 %	92,4 %	92,8 %	105,3 %

Zdroj: Výroční zprávy společností

Pojišťovny s modelem přímého prodeje mají další nevýhodu v tom, že mají malý tržní podíl mezi zákazníky s komplexními pojišťovacími potřebami. Jedná se většinou o rodiny, které chtějí pojistit nejen auto, ale například i dům. Tito klienti bývají zpravidla starší, bohatší a méně citliví na cenu. Především však nechtějí trávit příliš mnoho času porovnáváním a kombinováním různých produktů. Takoví klienti jsou ochotni vyhledat služby pojišťovacího agenta, který jim komplexní produkt doporučí. Popsaná skupina lidí představuje v USA asi polovinu celého trhu a je obsluhována primárně pojišťovnami s velkou vlastní sítí agentů jako State Farm nebo AllState. Progressive, stejně jako GEICO, v tomto segmentu zaostává. Celkový tržní podíl Progressive na pojistkách automobilů a domů v USA je přibližně 10 %, ale v rámci skupiny komplexních klientů se podíl pohybuje mezi 3 a 4 %.

Progressive a GEICO ale začínají cílit i na tuto skupinu klientů. GEICO začala nabízet pojištění i přes agenty. Progressive pomáhá fakt, že téměř 50 % pojistek stále prodává přes agenty. Díky silnému brandu byl navíc schopný snížit odměnu agentů na 10 % z ceny pojistky v porovnání s 15% průměrnou odměnou na trhu. Aby rozšířil svou nabídku produktů o pojištění domů, koupil v roce 2015 majoritní podíl ve firmě ARX Holding.

¹ Expense Ratio je poměr mezi provozními náklady a celkovým pojistným (tržbami)

² Loss Ratio je poměr mezi pojistným plněním a celkovým pojistným (tržbami)

³ Combined Ratio je součet Loss a Expense Ratio a vyjadřuje celkové náklady pojišťovny na uzavřená pojištění. Pokud je poměr vyšší jak 100 %, tak je pojišťovna na uzavřených pojistných smlouvách ztrátová

Věříme, že Progressive je v dobré pozici, aby byl v budoucnu schopný získat vyšší tržní podíl i mezi komplexními zákazníky. V tomto segmentu vidíme zajímavý potenciál pro budoucí růst tržeb. Naši tezi podporuje fakt, že 50 % všech klientů Progressive s komplexními požadavky jsou klienti, kteří v rámci firmy vyrostli. To znamená, že uzavřeli pojištění v době, kdy byli mladí a cena pro ně hrála rozhodující roli, ale nyní si u společnosti kupují i další pojistky.

Růst a návratnost na kapitál

Průměrné Combined Ratio pojišťoven aut v USA bylo za posledních 10 let na úrovni 102 %. To znamená, že průměrná pojišťovna byla v provozní ztrátě. Ztrátu se následně snažila vyrovnat zisky z investování finančních prostředků z vybraného pojistného. Finanční prostředky má pojišťovna k dispozici díky časovému nepoměru mezi příjmy z pojištění a platbou případných škod. Zhodnotit finanční prostředky je ale v prostředí nízkých úrokových sazeb stále těžší. Celou situaci komplikuje regulace, která stanovuje poměr mezi vybraným pojistným (tržbami) a vlastním kapitálem na úrovni 3:1. To znamená, že pokud chce pojišťovna růst na tržbách, musí poměrově růst i její vlastní kapitál. Vlastní kapitál roste především díky ziskům pojišťovny. Problém nastává v případě, že je pojišťovna ztrátová, čímž se snižuje i její vlastní kapitál. Pojišťovna je tedy nucená upisovat méně pojistek anebo musí navyšovat vlastní kapitál vydáváním nových akcií. To je pro většinu firem problematické, protože pojišťovnictví je velmi konkurenční odvětví a investoři nejsou příliš ochotni poskytovat kapitál ztrátovým pojišťovnám.

Progressive se oproti průměru prioritně soustředí na samotnou ziskovost upisovacího procesu a investiční zisky bere jako dodatečný benefit. Díky analyticky zaměřené firemní kultuře a štíhlé nákladové struktuře má firma velmi nízké Combined Ratio na průměrné úrovni 92,5 %. To jí umožňuje reinvestovat zisky do marketingu a snižování cen pojistek a získávat tržní podíl od konkurence, pro kterou je reinvestování zisků často luxus, který si nemůže dovolit. Výsledkem celkové strategie a konkurenčního postavení firmy Progressive byla za posledních 10 let průměrná návratnost na investovaný kapitál mezi 15 až 20 % při 10% ročním růstu tržeb.

Valuace

Progressive dle našeho názoru disponuje dostatečnou konkurenční výhodou, aby v budoucích letech dále profitabilně zvyšovala svůj tržní podíl. Kladně hodnotíme i management firmy, který ve firmě vyrostl a byl schopný efektivně alokovat kapitál. Pokud bude Progressive nadále zvyšovat tržby o 5 až 10 % ročně při návratnosti na investovaný kapitál 15 až 20 %, tak si myslíme, že by se akcie měly obchodovat minimálně za 130 dolarů. Naše nákupní cena byla 86 dolarů.

Jako hlavní důvod, proč se firma obchoduje s diskontem vůči naší odhadované hodnotě, vidíme riziko autonomních automobilů. Lidský faktor je důvodem velké části havárií a pokud se tento faktor eliminuje, pojištění automobilů přestane být tak potřebné, jako je nyní. Toto riziko nám připadá v současnosti přehnané. Pravděpodobnost, že budou autonomní automobily schváleny regulátory a budou představovat velkou část vozového parku v USA v nejbližších 15 až 20 letech, je podle nás velmi malá. Průměrné stáří automobilu v USA je přibližně 12 let. V případě, že by byly autonomní automobily schváleny za 5 let (nízká pravděpodobnost) a od toho momentu by bylo každé nové prodané auto autonomní (velmi nízká pravděpodobnost), trvalo by minimálně 10 let, než by byla polovina vozového parku autonomní. Pokud přechodné období bude trvat více než 20 let a Progressive si udrží své postavení na trhu a profitabilitu, měli bychom u této investice dosáhnout vysoce atraktivního výnosu.

Viasat, Inc. („Viasat“)

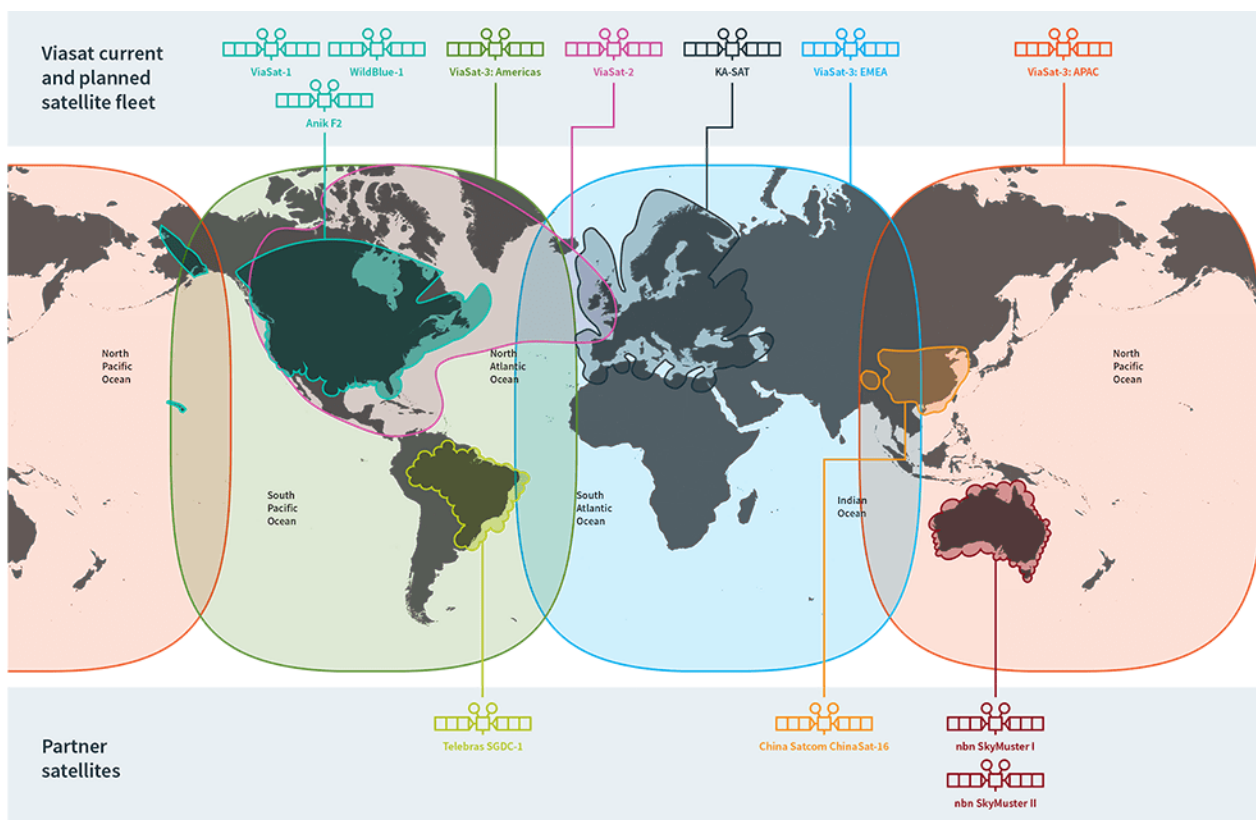
Viasat je americká společnost zaměřená na komunikační výrobky a služby. Komerční segment tvoří přibližně 50 % tržeb. Zde se zaměřuje především na poskytování satelitního internetu jak pro jednotlivé odběratele, tak například pro letadla. Menší část komerčního segmentu tvoří prodej produktů a komponentů využívaných zejména k satelitní komunikaci. Druhá polovina firmy je Vládní segment, kde hlavní část tržeb tvoří prodej komunikačních a bezpečnostních produktů (americká vláda tvoří přibližně 30 % tržeb celé firmy). Tento segment také poskytuje státním subjektům satelitní internetové připojení. Společnost představuje zajímavou investiční příležitost hned z několika důvodů. Má produkty a poskytuje služby, po kterých je rostoucí poptávka, patří ve svém oboru mezi technologické lídry a k tomu se obchoduje za velmi příznivou valuaci.

Historie satelitních systémů

Historicky Viasat vyvíjel a vyráběl různá komunikační řešení pro třetí strany, které je využívaly ve vlastních zařízeních. V komerční sféře byly významnými zákazníky satelitní společnosti. Měl tak dobrý přehled o tom, jak odvětví funguje a co by se dalo zlepšit. Ve Viasatu byli přesvědčeni, že jsou schopni vyvinout satelit s výrazně vyšší kapacitou, než bylo tenkrát běžné. Satelity s vyšší kapacitou jsou efektivnější, jelikož náklady na jejich výrobu lze rozprostřít na více zákazníků. Na konci roku 2009 koupili společnost WildBlue, která byla poskytovatelem satelitního internetu v USA a provozovala 2 satelity, WildBlue-1 (s kapacitou 7Gbps) a Anik F2 (2 Gbps). Touto akvizicí se dostali z pozice výrobce hardwaru také do pozice poskytovatele služeb. Tou dobou již pracovali na svém prvním satelitu s názvem ViaSat-1, který uvedli do provozu roku 2012. ViaSat-1 pokrývá Severní Ameriku a v době svého spuštění s kapacitou 140 Gbps nabídnul více kapacity než všechny ostatní satelity pokrývající Severní Ameriku dohromady. V roce 2017 pak společnost úspěšně vyslala na oběžnou dráhu svůj druhý satelit ViaSat-2 s kapacitou 260 Gbps, který kromě Severní Ameriky pokrývá také Mexiko, Karibik a část Jižní Ameriky. Hojně ho využívají také letecké společnosti při cestách přes Atlantik. V Evropě na ViaSat-2 navazuje satelit KA-SAT s kapacitou 90 Gbps. Tento satelit Viasat vlastnil spolu s evropskou společností Eutelsat, ale na konci roku 2020 většinový podíl Eutelsatu odkoupil a získal tak nad satelitem plnou kontrolu.

Současnost a budoucnost satelitních systémů

V současné době Viasat provozuje 5 satelitů s celkovou kapacitou 499 Gbps, které jsou zaměřeny především na Severní Ameriku. Spolupracuje také s dalšími vlastníky satelitů, od kterých si kapacitu satelitů pro své služby pronajímá. Zároveň již staví další 3 satelity jménem ViaSat-3, z nichž první, který bude pokrývat hlavně Severní a Jižní Ameriku, má v plánu vypustit v prvním kvartálu roku 2022. Do půl roku od vypuštění prvního satelitu ViaSat-3 by měl být vypuštěn druhý satelit pokrývající oblast EMEA, třetí satelit pokrývající oblast APAC by měl následovat pravděpodobně v roce 2023. Každý ze satelitů ViaSat-3 má mít kapacitu minimálně 1000 Gbps, což je téměř 4x více než ViaSat-2. Celková kapacita vlastních satelitů se tak po spuštění celé konstelace ViaSat-3 zvýší přibližně 7x. Pokrytí každého ze satelitů je znázorněno na obrázku níže.



Zdroj: Viasat Inc.

Satelitní internet je využíván především ve venkovských oblastech, kam se díky nízké hustotě osídlení nevyplatí přivést internet přes kabelové nebo optické sítě. Dále se využívá v letadlech, lodích nebo na ropných plošinách. V současnosti v Severní Americe funguje na poli satelitního internetu v podstatě duopol, trh ovládají větší Echostar a menší Viasat. Nově se na tento trh chystá vstoupit více konkurentů, z nichž nejznámější je firma SpaceX se svou konstelací Starlink.

Viasat i Echostar své satelity umísťují na geostacionární dráhu. To znamená, že z hlediska pozorovatele na Zemi jsou tyto satelity stále nad stejným místem. Geostacionární dráha se nachází nad rovníkem ve výšce téměř 36 tisíc km, což satelitu umístěnému na této oběžné dráze umožňuje pokrýt poměrně velké území. Vysoká vzdálenost od Země ale při komunikaci přes geostacionární satelity způsobuje zpoždění přibližně 0,6 sekundy. Toto zpoždění je hlavní nevýhodou geostacionárních satelitů. Nevýhoda je to především při hraní online počítačových her nebo konferenčních hovorech, kdy je nutné, aby vaši akci protistrana zaznamenala co nejdříve. Při ostatních využitích internetu, jako je například sledování filmů přes Netflix nebo prohlížení internetových stránek, to velký vliv na uživatelský komfort nemá. Satelity od společnosti Starlink jsou naopak umístěny na nízké oběžné dráze ve výšce 550 km. V této výšce satelity oběhnou Zemi asi 15x za den, nedrží se stále na jednom místě, proto jich musí být vypuštěno velké množství, aby nad danou oblastí vždy nějaký byl. Výhodou je nižší odezva při komunikaci (okolo 0,03 sekundy) a nižší náklady na výrobu a vypuštění satelitů, nevýhodou pak nutnost vypuštění velkého množství satelitů a jejich nižší životnost (4 až 5 let oproti 15 až 20 letům u geostacionárních satelitů).

Viasat má oproti svým konkurentům výhodu v tom, že díky velké kapacitě satelitů je dokáže stavět v přepočtu na poskytovanou kapacitu nejlevněji ze všech. Nákladově poráží všechny konkurenty vyrábějící geostacionární satelity a dle odhadů i budoucí konstelace satelitů umístěné na nízké oběžné dráze. Zde je nutné do výpočtů brát v úvahu také větší potřebné množství satelitů a jejich nižší životnost. Pokud by byla cena za prodanou kapacitu stejná, musel by Viasat nutně mít z investic do svých satelitů nejvyšší výnosnost.

Je ale pravděpodobné, že kvůli vyššímu času odezvy nebude pro mnoho zákazníků internet od Viasatu vyhovující a Viasat tak sníží cenu oproti konkurenci, aby tuto nevýhodu alespoň částečně vynahradil. Pokud se v budoucnu ukáže, že uživatelé jsou ochotni platit za nízkou odezvu cenu, která by ospravedlnila vyšší výrobní náklady, neměl by pro Viasat být problém postavit svůj vlastní systém umístěný na nízké oběžné dráze, jelikož takový satelit již vyrobil například pro armádu USA.

V současnosti je po satelitovém připojení vyšší poptávka, než jakou jsou satelitní společnosti schopny uspokojit. Věříme, že trh je a bude díky dalšímu růstu natolik velký, aby na něm úspěšně působilo více firem. Viasat je dle našeho názoru díky svým zkušenostem a technologické vyspělosti svých řešení v dobré výchozí pozici.

Vládní segment

Vládní segment je dle našeho názoru v současnosti nejhodnotnější částí společnosti, přesto se o něm příliš nemluví. Tato divize za posledních 5 let rostla na tržbách v průměru přes 16 % a její provozní zisk rostl o více než 25 %. Divize není příliš cyklická a nevyžaduje velké kapitálové náklady, které jsou typické pro satelitní část byznysu. Satelitní služby tvoří pouze 20 % tržeb této divize, zbytek tvoří prodej produktů. Důležitou součástí divize je řada produktů spadajících pod Link 16. Link 16 je standardním protokolem využívaným státy NATO k přenosu taktických datových informací mezi letadly, loděmi, pozemními jednotkami a helikoptéry. Viasat pro Link 16 vyrábí mimo jiné hojně používané zařízení pro radiovou komunikaci. Navíc jako první společnost dostal zakázku na vybudování satelitu určeného na nízkou oběžnou dráhu, který by se propojil s celou sítí Link 16 a umožnil lepší komunikaci mezi všemi připojenými zařízeními. V případě úspěchu tohoto satelitu a rozhodnutí o vybudování celé konstelace by se do budoucna mohlo jednat o velmi lukrativní zakázku.

Valuace

Viasat je jedna z mála firem, jejíž akcie se kvůli pandemii propadly, ale plně se nevrátily, přestože na hospodaření společnosti pandemie výrazný vliv neměla. Výpadek z letecké dopravy (méně než 10 % tržeb firmy) téměř celý nahradila vyšší poptávka po lepším (=dražším) satelitním internetu. Akcie se v roce 2019 obchodovaly nejčastěji mezi 70 a 90 dolary, na konci prvního kvartálu roku 2021 stály akcie lehce přes 48 dolarů. My jsme akcie do fondu nakupovali v říjnu a listopadu roku 2020 za ceny mezi 35 a 36 dolary.

Za propadem akcií pravděpodobně stojí narůstající konkurence v odvětví satelitní komunikace a také vyšší zadlužení společnosti (3,1x EBITDA). Zadlužení je ale nutné brát s jistou rezervou. Firma je nyní v investiční fázi, má téměř kompletně zafinancované dva ze tří satelitů ViaSat-3, ale žádné peníze z těchto investic jí dosud neplynou. Díky investicím do růstu má firma dlouhodobě negativní volné cash flow, které řeší narůstajícím dluhem a vydáváním nových akcií. Pro plno investorů je díky tomu nezajímavá. To by se ale mělo změnit s uvedením tří nových satelitů ViaSat-3 do provozu. Od té chvíle by měla firma začít generovat volnou hotovost, i pokud bude dál stavět nové generace satelitů s větší kapacitou. Trh je, zdá se, zatím ohledně budoucí ziskovosti skeptický. Dle našich předpokladů by po spuštění všech tří satelitů ViaSat-3 měla firma generovat 800 milionů až 1 miliardu dolarů volné hotovosti ročně. Toto číslo zahrnuje i náklady na vývoj a stavbu nových satelitů s vyšší kapacitou, které postupně nahradí ty staré. Jen pro srovnání, hodnota celé firmy (enterprise value, tedy včetně dluhu) byla na konci prvního kvartálu lehce přes 5 miliard dolarů. Pokud se Viasatu povede vypustit a adekvátně vytižit všechny nové satelity, měla by se dle našeho názoru hodnota společnosti na jednu akcii pohybovat někde mezi 80 a 130 dolary v závislosti na tom, jak moc ziskové nové satelity nakonec budou. Potenciál ke zhodnocení oproti ceně ke konci prvního kvartálu je tedy vysoký.

Zajímavé je se také podívat na hodnotu samotného Vládního segmentu. Samostatně obchodovanou firmu s velmi podobným zaměřením, se kterou bychom tento segment mohli porovnat, bohužel nenajdeme. Když se ale podíváme na firmy, které se pohybují v obranném průmyslu a mají podobný růstový profil, tržby a marže jako Vládní segment Viasatu, nalezneme minimálně dvě. První z nich je Flir Systems, kterou za přibližně 17x EBITDA koupil na začátku roku 2021 americký konglomerát Teledyne Technologies. Druhá z nich je Mercury Systems, která se obchoduje za 19x EBITDA. Valuace Vládního segmentu Viasatu by se tedy měla pohybovat někde mezi 17 a 19násobkem zisku EBITDA. Ziskovost Vládního segmentu musíme oproti reportovanému výsledku ponížít o část ztráty vygenerované v divizi „Commercial networks“ (menší část komerční divize prodávající hardware), která do velké míry slouží jako výzkumná laboratoř pro celou firmu. Takto upravená ziskovost EBITDA Vládního segmentu se pohybuje okolo 225 milionů dolarů. Pokud bychom ji ohodnotili 18násobkem zisku EBITDA, dostaneme hodnotu přesahující 4 miliardy dolarů, což je téměř 80 % hodnoty celé společnosti Viasat.

V době, kdy jsme Viasat nakupovali, byla hodnota celé firmy jen lehce přes 4 miliardy dolarů. To znamená, že jsme si v podstatě koupili jen Vládní segment za férovou cenu a zbylou část firmy jsme dostali téměř zdarma (za zlomek hodnoty kapitálu investovaného do satelitů). I v této době se nám investice do společnosti Viasat jeví jako velmi atraktivní vzhledem k možnému vysokému zhodnocení v případě úspěšného fungování nových satelitů a omezenému riziku propadu, kdy nám hodnota Vládního segmentu slouží jako polštář v případě neúspěchu nových satelitů.

2. Investiční výhody

Náš fond má za sebou první rok existence a doufejme ještě několik dekád před sebou. Kromě zřejmých témat jako pandemie, politika centrálních bank, zadlužování států nebo hrozba inflace jsem s podílníky a potenciálními podílníky asi nejčastěji diskutoval strategii našeho fondu. Konkrétně proč vybírat jednotlivé akcie, když dnes je trendem investovat skrze tematické a indexové ETF fondy. Proč investovat „po staru“, skrze důkladný výběr společností (tzv. stock picking), které hodláme držet klidně několik let, když dnes se většina strategií točí kolem algoritmů, krátkodobého nebo technického obchodování, vysokofrekvenčního obchodování, faktorového investování apod.

Důvodů, proč jsme se rozhodli jít touto nmoderní cestou, je hned několik. Zaprvé nás objevování a analýza společností nesmírně baví. Pro každého z týmu je investování a analyzování prací a zároveň koníčkem. Je to práce, kde je neustále co objevovat. Na burze je obchodováno několik desítek tisíc společností z několika desítek různorodých sektorů a desítek zemí po celém světě. Poznat firmu a její podnikání je jako poznat zajímavou osobnost. Krom toho, že se člověk dozví spoustu detailů o samotném sektoru, zemi, produktu, historii firmy atd., je skrze výroční zprávy a účetnictví možné sledovat rozhodnutí o kapitálové alokaci nejlepších mozků v oboru a naučit se spoustu věcí pro účely vlastního podnikání. Je to jako číst knížku s otevřeným koncem, kdy každý rok je napsána nová kapitola.

Zadruhé, alternativy ke stock pickingu jsou buď těžko přístupné anebo z našeho pohledu neakceptovatelné:

- a) Tematické investování (faktorové) se zabývá skládáním portfolia z firem s podobnou tematikou. Investor se snaží skrze krátkodobé až střednědobé investice do různých proudů (např. zelená energie, voda, momentum, vysoká dividenda, nízká volatilita, technologie, ropa, elektrická vozidla) přinést nadvýnos oproti trhu. Díky tomu, že dnes existuje ETF prakticky na jakémkoliv téma⁴, dá se tímto stylem postavit rozmanité portfolio. U tematického investování bychom se mohli vystavit

⁴ Je jen otázkou času, kdy bude na burze více ETF než samotných akcií, stejně jako je dnes více akciových indexů než obchodovatelných akcií

- riziku, že budeme držet společnosti (napřímo nebo skrze ETF), o jejichž podnikání a valuaci nevíme mnoho. S tímto postupem nejsme komfortní.
- b) Technická analýza se zabývá obchodováním na základě technických ukazatelů a studování struktur z grafu ceny komodity, akcie, měnového páru atd. Klíčové je zde slovo „obchodování“, nejedná se o investování.
 - c) Automatizované obchodování/investování je disciplína, kde rozhodnutí činí místo člověka počítač na základě naprogramovaného algoritmu. Algoritmus může být postaven buď na technické analýze, fundamentálních ukazatelích, tématu, makro datech anebo libovolné kombinaci. Programování je nesmírně zajímavý obor⁵. Investování do složitých organismů, jakými jsou akciové společnosti, však myslím zaslouží mnohem více péče a hloubkové analýzy. Vyjadřování investičních názorů pomocí programu mi přijde zbytečně kostrbaté.
 - d) Vysokofrekvenční obchodování nebo tvorba trhu (market making) je podmnožinou algoritmického obchodování, vyžaduje nákladnou infrastrukturu a spoustu programátorů. Tento sektor je navíc velmi kvalitně obsazen velkými hráči, zejména na likvidních akciových trzích.

Pokud by byl svět plný stock pickerů, měli bychom mnohem těžší práci. Díky tomu, že investičnímu světu vládou spekulanti, algoritmy a pasivní investice, bude se tvořit čím dál větší počet příležitostí pro dlouhodobé investory.

Posuňme se teď z víceméně ezoterických důvodů, proč děláme stock picking, k reálným zdrojům konkurenční výhody v investování. Známý investor Bill Miller, bývalý šéf investic v Legg Mason Capital Management a portfolio manažer podílového fondu Legg Mason Value Trust⁶, označil tři hlavní zdroje konkurenční výhody investora – informační, analytickou a psychologickou. Osobně bych přidal ještě výhodu strategickou, která je možná podmnožinou psychologické a analytické výhody, ale rád bych ji uvedl jako samostatnou kategorii. V rámci tohoto dopisu se budu věnovat prvním dvěma výhodám, psychologickou a strategickou nechám na příště.

Informační výhoda

První z výhod, kterou může investor mít, je informační výhoda. Jednoduše má přístup k informaci, kterou ostatní zatím ještě nemají anebo ji nejsou schopni dostatečně rychle promítnout do svých investičních úvah. Příkladem může být třeba zdroj bohatství rodiny Rothschildů. N. Rothschild vlastnil důmyslnou síť kurýrů a poštovních holubů a byl schopný se k informacím dostat dříve než ostatní. Díky tomu jako první věděl výsledky důležitých bitev nebo jiných významných události a mohl s těmito informacemi buď sám dobře naložit nebo je zpeněžit. V dnešní době instantního přístupu k informacím pomocí internetu se tato výhoda minimalizuje, ale existuje. Například část algoritmického obchodování nebo tvorba trhu je přímo závislá na možnosti co nejrychleji zobchodovat novou informaci. Zmiňoval jsem, že naše strategie je postavena zejména na dlouhodobých investicích, a tudíž nejsme závislí na rychlém využití informací. Pro naše investiční rozhodnutí nejsou důležité poslední tweety centrálního bankéře nebo instantní přístup ke kvartálním výsledům společnosti.

Dalším zdrojem informační výhody může být nechvalně známé obchodování s neveřejnými informacemi (tzv. insider trading). Dnes existuje poměrně robustní systém, který by měl zamezit zneužívání vnitřních

⁵ Osobně jsem amatérsky programoval od svých 10 let. Od BASICu na Atari jsem se dostal až ke kódování jednoduchých webových stránek v html. Považuji elementární znalosti programování za naprostý základ, který člověku pomáhá racionálně uvažovat, pochopit technologické procesy a procesy života. Na školách bych základy programování zařadil hned za malou násobilku

⁶ Jeden z velmi úspěšných podílových fondů, v letech 1991 až 2005 vždy porazil americký index S&P500, tzn. 15 let v řadě dosáhl na lepší čistý výnos (po nákladech a poplatcích) než samotný index

informací. Je jasné, že například finanční oddělení společnosti obchodované na burze má detailní informace o výsledcích společnosti mnohem dříve, než se tyto informace zveřejní akcionářům. Regulace a integrita vedení by však měla zabránit šíření těchto informací. Ačkoliv ani v dnešní době nelze vyloučit zneužití vnitřních informací, a ne v každé zemi platí dostatečná regulace (obecně platí, že čím více na „západ“, tím lepší úroveň regulace v této oblasti, větší úroveň čestnosti managementu a dalších účastníků trhu), význam informační výhody by měl klesat k nule.

Zneužití vnitřních informací je navíc dost krátkozraké. Manipulace může být jednorázově výhodná pro ty, kteří na ní zobchodují, dlouhodobě ale způsobí nechuť investorů do takových firem/zemí vůbec investovat. Ostatně nemusíme chodit příliš daleko. Akciové parkety středo a východoevropského regionu si v minulosti zažily několik prudkých a zdánlivě neopodstatněných pohybů akcií, aby se trh po několika dnech dozvěděl, že s akciemi bylo manipulováno velkými hráči na základě neveřejných informací. Důležité je, že jako investoři máme svobodnou volbu investovat pouze v zemích a do firem, kde máme pocit, že je úroveň corporate governance⁷ dostatečná. Dlouhodobě se pak úroveň regulace a čestnosti vedení podniků promítá do atraktivity jednotlivých finančních trhů⁸. Proto se nemůžeme divit, že investor je ochoten za ruského výrobce oceli zaplatit podstatně nižší valuační násobek než za jeho rakouský nebo americký protějšek (za předpokladu, že mají identické marže, růstový profil atd.).

Informační výhodu tedy nepovažujeme za významnou a při investování ji nevyužíváme.

Analytická výhoda

Pokud má většina investorů přístup ke stejným informacím, neznamená to nutně, že dojdou ke stejným závěrům. Jakákoliv analýza informací je subjektivní, každý používá jiné valuační techniky, přiřazuje jinou váhu informacím, jinak oceňuje růstový potenciál, provádí jiné projekce marží atd. V podstatě se dá říct, že pokud dáte deseti analytikům stejný úkol – zanalyzovat jednu firmu, a dáte jim stejná data, dostanete deset jiných výsledků a názorů. Někdo vyhodnotí, že firma je na prodej, jiný, že je to významně podhodnocená firma. Vzhledem k tomu, že hodnota firmy (pokud se ne bavíme o aktuální likvidační hodnotě) leží v její budoucnosti, nelze nikdy jednoznačně určit, který z analytiků má pravdu.

V posledních několika dekádách se významně rozšířilo kvantitativní zpracování dat pomocí počítačů. Počítač se díky informačním databázím, jako je Bloomberg, dokáže dostat k desítkám let historie okamžitě a pokud ho člověk dobře naprogramuje, může velmi rychle vytvářet různé kvantitativní filtry a rozřazovat společnosti do různých tříd (například vybrat ze vzorku 1000 firem 10 s nejvyšším růstem tržeb, nejvyššími operačními maržemi atd.). Tyto faktory se pak dají různě kombinovat a dá se z nich sestavit portfolio s určitými kritérii. Často je zmiňováno, že člověk už dnes nedokáže zanalyzovat výkazy společností lépe a rychleji než stroj. Rychleji rozhodně ne, lépe stále ano.

Stroje dokážou efektivně zpracovat a vyhodnotit velké množství dat, a proto dnes nelze investovat do firem stylem jako před 80 lety. V této době, kdy analýzy prováděli jenom investoři, a ještě jich bylo relativně málo, bylo možné i snadnou analýzou výkazů dospět k dobré investici. Dnes tuto základní výhodu stroje smazaly a trhy jsou v tomto smyslu více efektivní.

⁷ Za corporate governance je souhrnně označován jakýsi kodex správy a řízení společnosti. Představuje právní a výkonné metody a postupy, které zavazují společnosti udržovat vyvážený vztah mezi společností a těmi, kteří ji tvoří (tj. mezi akcionáři, statutárními orgány, managementem, zaměstnanci, zákazníky atd.)

⁸ Atraktivita trhu/společnosti dále závisí na politické stabilitě, měnové stabilitě, likviditě, regionu, kde působí apod.

Stroje však nezvládají dobře očišťovat výkazy o jednorázové vlivy a subjektivně zhodnotit některé účetní kategorie. Především pak mají problém s odhadováním budoucnosti a provedením kvalitativní analýzy (například zhodnocení kvality vedení společnosti, produktu a konkurenční výhody).

Co si představit pod očišťováním výkazů o jednorázové vlivy? Ty mohou být třeba technického rázu – změna daňového režimu, akvizice jiného byznysu, vliv pandemie nebo změna účetních standardů. Vezměme si například firmu Nestlé. V roce 2019 tato společnost uzavřela akvizice a prodeje různých značek ve výši 10,4 miliardy CHF. Vzhledem k tomu, že se jedná o zhruba 11 % celkových tržeb, dost významně se můžou změnit jak tržby, tak marže společnosti. Společnost například mohla prodat svůj byznys s balenou vodou, kde má třetinové marže oproti segmentu jídla pro domácí mazlíčky. Nebo může management ve výhledu indikovat budoucí rychlejší expanzi v Asii, kde jsou obecně vyšší marže. Zkrátka bez toho, aniž by si člověk otevřel výroční zprávu, přečetl si všechny podstatné informace a zhodnotil je, nemůže správně přistoupit k projekcím budoucího růstu tržeb, marží atd. V tomto ohledu nás myslím stroje zatím neporáží a nedokážou se na data podívat v komplexním pojetí jako člověk. Dokážou velmi rychle a efektivně zhodnotit minulost, ale o budoucnosti neví nic.

Podobně slabé jsou stroje v subjektivním zhodnocení některých účetních kategorií. Pokud zůstaneme u Nestlé, podstatnou část nákladů tvoří náklady na marketing. Účetní standardy říkají, že se jedná o čistý náklad. Je to ale opravdu náklad v plné výši, anebo je to spíše investice do hodnoty značky? Skvělým příkladem můžou být i společnosti Amazon, Walmart nebo Costco. Tyto firmy jsou pověstné svými nízkými maržemi a kromě strojů dokázaly pozlobit nejednoho analytika ve výpočtu hodnoty společnosti nebo v projekcích do budoucna. Tyto firmy se rozhodly dlouhodobě investovat do růstu a/nebo do zákazníka (v případě Costco je investice do zákazníka obrovská) na úkor krátkodobých zisků pro akcionáře. Ve výsledku se však tato strategie ukázala jako extrémně prospěšná jak pro zákazníky, tak pro akcionáře. Zakladatelé Amazonu (Jeff Bezos), Walmartu (Sam Walton) a Costco (James Sinegal) jsou považováni za jedny z nejlepších manažerů a alokátorů kapitálu.

Kvalitativní analýza produktu, vedení společnosti a konkurenční výhody se dá částečně odhadnout z historických výkazů společnosti (pokud má Apple vyšší marže na prodeji smartphonů než konkurence, asi dělají něco lépe než ostatní), tzn. mechanicky. Zhodnocení udržitelnosti konkurenční výhody, atraktivity produktu a strategických kroků vedení společnosti je však opět parketa pro lidi. Stejně jako jakákoliv predikce budoucnosti, která bude vždy subjektivní. Pokud přikážeme počítači, aby vytvořil projekci budoucnosti, nevyhneme se určení některých vstupních parametrů (úroveň sazeb, růstu tržeb, inflace, terminálního růstu, marží apod.). Dokud nezačnou stroje nezávisle uvažovat, bude jakákoliv predikce odrazem subjektivního lidského myšlení.

Věříme, že díky hloubkové analýze výkazů, konkurenčního prostředí, produktů, vedení společnosti apod. máme oproti strojům stále výrazný analytický náskok. Zda máme analytickou výhodu i oproti naší lidské konkurenci ukáže čas skrze výsledky našeho fondu.