

Vážení podílníci,

**hodnota podílového listu fondu VAULT ve třetím čtvrtletí roku 2024 vzrostla o 1,93 %. Akciový index MSCI World vzrostl za stejné období o 4,69 %. Jeden podílový list měl k 30.09.2024 hodnotu 1,3928 Kč.**

Uplynulé čtvrtletí, kdy nejočekávanější událostí bylo první snížení sazeb americkou centrální bankou FED, proběhlo relativně v poklidu. O překvapení a rozruch na globálních akciových trzích se počátkem srpna postaralo akorát Japonsko. Po prvním zvýšení sazeb v Japonsku od roku 2016 se spustilo rychlé rozvázání tzv. carry tradu na japonském jenu. Carry trade je forma spekulativní investiční strategie, kdy si investor půjčí peníze v měně, kde vládou nízké úrokové sazby, a pak je směně a investuje v měně, kde jsou sazby vyšší (v tomto případě např. jeny vs. americký dolar). Investor získává nadvynos, který je tvořen minimálně úrokovým diferencíálem, tzn. rozdílem mezi sazbami v jednotlivých zemích. Celá tato spekulativní strategie funguje do okamžiku, kdy je první měna stabilní nebo oslabuje. V okamžiku, kdy financující měna začne posilovat nebo se začne snižovat úrokový diferenciál, carry trade se stává méně výhodným. To nastalo v okamžiku, kdy Japonská centrální banka zvýšila sazby. Jen skokově posílil a zapákové spekulativní pozice byly rapidně likvidovány. Situace se promítla i na akciový trh, index japonských akcií Nikkei 225 poklesl 5. srpna o 12,4 %, což byl historicky druhý největší propad, hned po kolapsu z října v roce 1987. Volatilita se z Japonska přenesla i do Evropy a USA. Za pár dní se však situace uklidnila a jak japonské, tak evropské i americké akciové trhy se vrátily k růstu.

Samotné snížení sazeb ze strany amerického FEDu v září z 5,25 % na 4,75 % nebylo provázeno další volatilitou. Ruku v ruce se stále silným pracovním trhem, klesající inflací a silnými maloobchodními tržbami i ostatní centrální banky postupně snižují sazby. ECB letos překročila ke trojímu snížení depozitních sazeb o 0,25 % a drží sazbu na 3,25 %, ČNB aktuálně po pokračující sérii snižování sazeb drží dvoutýdenní základní sazbu na 4,25 %. Po delší době velkých úrokových diferencíálů se politika centrálních bank sblíží.

### **Aktivita v portfoliu**

V průběhu čtvrtletí jsme do portfolia zařadili Sartorius Stedim Biotech. Společnost se zabývá výrobou a distribucí strojů a spotřebního materiálu používaného ve výrobě biologických léků. Společnost dodává materiál především do laboratoří, které se zabývají výzkumem a vývojem léků imunologických nemocí, rakoviny, genové a buněčné terapie. Do portfolia přibyla ještě jedna pozice, a to ve společnosti Seaport Entertainment Group, která drží a provozuje nemovitosti v oblasti Seaportu v New Yorku u Brooklynského mostu. Její akcie jsme obdrželi v rámci odštěpení ze společnosti Howard Hughes Holding, pro kterou tato aktiva nejsou klíčová a rozhodla se je vyčlenit do samostatné společnosti. Pozici v odštěpené společnosti neplánujeme navyšovat a při vhodné situaci ji prodáme.

Jakub Skryja, manažer fondu VAULT

## Arrow Electronics

Arrow Electronics (Arrow) je dnes známá především jako jeden z největších distributorů polovodičů na světě. Firma byla založena roku 1935 jako maloobchod s elektronikou v New Yorku, kde se prodávala především použitá rádia a náhradní díly do rádií. Postupem času se firma začala soustředit na distribuci elektronických součástek. Americký trh byl velmi fragmentovaný, což dokládá fakt, že na počátku 70. let 20. století mělo 1 500 malých distributorů přibližně 50% tržní podíl. Arrow byla tou dobou 12. největším americkým distributorem, jedničkou byl jejich dnešní největší konkurent Avnet. Celá 70. léta byla ve znamení rapidního růstu, firma otevřela své pobočky ve více než 20 velkých městech a roku 1979 nejen že upsala své akcie na NYSE, ale také koupila Cramer Electronics, což byl dlouhodobý druhý největší hráč mezi distributory elektroniky působící především na západě USA. Díky této akvizici začala Arrow distribučně pokrývat celé území USA.

Následně se Arrow i díky akvizicím rozrostla do Evropy a Asie a dnes působí ve více než 85 zemích světa a má více než 200 tisíc zákazníků, z nichž ani jeden netvoří více než 2 % tržeb. Společnost celosvětově provozuje 8 velkých logistických center a 31 menších distribučních center. Tržby má firma velmi diverzifikované, Severní a Jižní Amerika roku 2023 představovaly 37 % tržeb, oblast EMEA 35 % tržeb a APAC 28 % tržeb.

Arrow rozděluje svůj byznys do dvou divizí, Components, která se zabývá distribucí elektronických součástek, zejména polovodičů, a Enterprise Computing Solutions (ECS), která dodává výpočetní techniku a IT řešení dalším menším přeprodejcům a poskytovatelům služeb.

### Divize Components

Distribuce komponentů tvoří tři čtvrtiny tržeb a kolem 80 % provozního zisku Arrow. Divize má celosvětově přes 180 prodejních míst, 39 distribučních center a působí ve více než 85 zemích světa. Tato divize distribuuje zejména polovodiče, které roku 2023 činily 79 % jejich tržeb, zbytek tržeb pak tvoří procesory a paměťové čipy nebo jednodušší elektronické součástky jako různé propojky, konektory atd.

Přes distributory se ročně prodá cca 36 % všech polovodičů (měřeno dle tržeb) a toto číslo v čase mírně roste (v roce 2017 to bylo pod 32 %). Distributory využívají všichni výrobci polovodičů a elektronických součástek. Jsou to pro ně byznys partneři, kteří obsluhují především malé a střední podniky (SMEs), o které se sami výrobci nemají kapacitu postarat, nebo jim zajišťují například expanzi na zahraniční trhy.

Distributoři kromě základní distribuce součástek mohou nabízet celou řadu přidružených služeb: mají inženýry, kteří pomáhají designovat koncové produkty, doporučují součástky pro koncové produkty, zajišťují warehousing a supply chain management pro SMEs, aby byly vybrané komponenty v dostatečné kvantitě a včas na vybraném místě. Dále pomáhají s pracovním kapitálem, protože díky své velikosti mají často lepší podmínky financování než SMEs atd. Množství přidávaných služeb se pak pozitivně promítá i ve výši provozní marže. Arrow nabízí celou škálu těchto služeb, díky čemuž měla historicky provozní marži okolo 5 % a díky vyššímu podílu služeb s přidanou hodnotou nyní cílí na průměrných 5,5 až 6 % (v roce 2022 byla marže dokonce 6,8 %). Firmy v odvětví s malým množstvím služeb s přidanou hodnotou mají marže okolo 2 %, což lze vidět v tabulce níže.

Provozní marže	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Arrow Electronics	4,5 %	4,5 %	4,4 %	4,8 %	3,7 %	3,8 %	5,4 %	6,8 %	5,7 %
Avnet	4,7 %	4,4 %	4,0 %	3,3 %	3,4 %	2,1 %	2,5 %	3,9 %	4,8 %
WPG Holdings	1,7 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %	1,8 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	1,5 %
WT Microelectronics	2,2 %	1,7 %	2,1 %	1,9 %	1,6 %	1,5 %	2,4 %	2,1 %	1,4 %
Supreme Electronics	0,7 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	2,2 %	2,2 %	3,0 %
Macnica Fuji Electronics	2,5 %	2,7 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	3,4 %	4,9 %	6,0 %	6,3 %

Zdroj: Výroční zprávy zmíněných firem

Firmy s vyšším podílem služeb s přidanou hodnotou jsou se svými zákazníky navíc daleko více provázány, což také snižuje riziko, že zákazník přejde k jinému distributorovi.

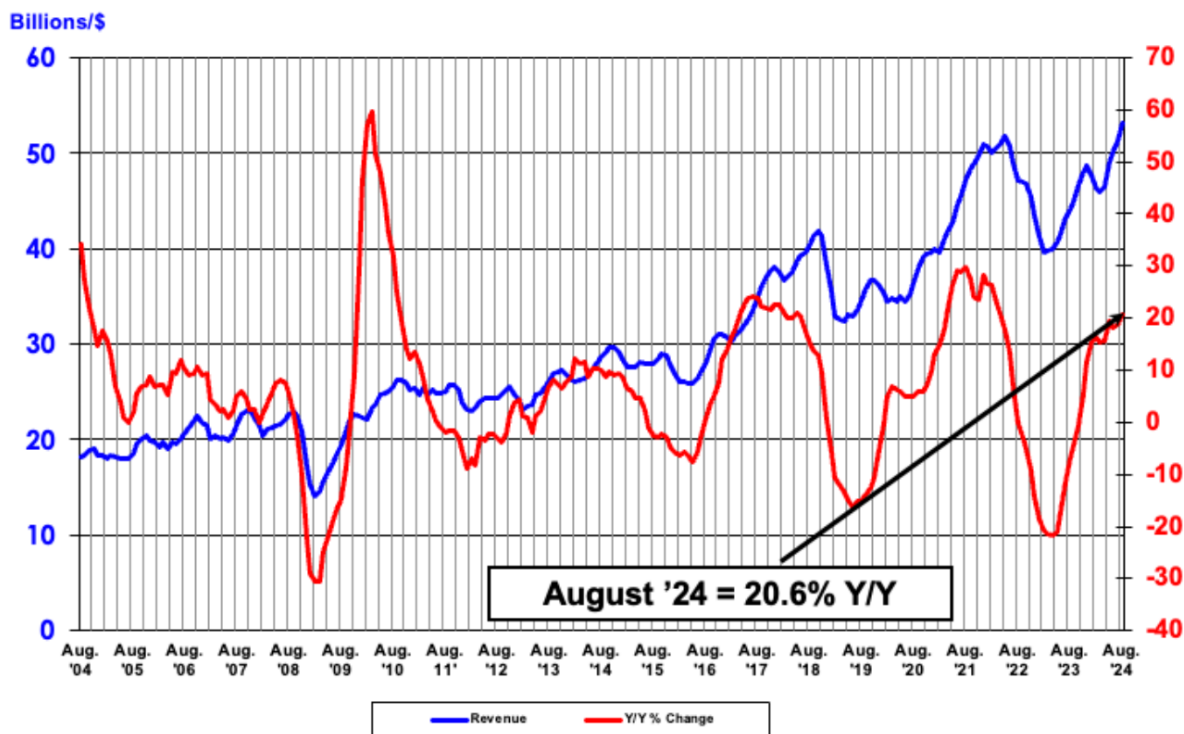
Celosvětový tržní podíl distributorů polovodičů je zobrazen v tabulce níže. Je dobré zmínit, že prostředí v Asii je konkurenčnější než v USA a Evropě, což se projevuje nižšími maržemi firem s velkou expozicí na Asii. WPG Holdings a WT Microelectronics mají významné celosvětové tržní podíly, ale působí převážně v Asii (mají přes 90 % tržeb z Asie). Jedinými velkými celosvětovými distributory tak jsou Arrow Electronics a Avnet, kdy Arrow je silnější v USA a Avnet v Evropě. Trhy v mnohých částech světa mají oligopolní strukturu, například v USA má Arrow odhadem 30% tržní podíl, Avnet 20% podíl a třetí firma za nimi bude už jen ve vyšších jednotkách procent.

Tržní podíl distributorů polovodičů	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Arrow Electronics	11,2 %	11,1 %	11,2 %	10,8 %	10,8 %	11,2 %	11,4 %
WPG Holdings	12,8 %	11,4 %	11,2 %	12,8 %	12,4 %	11,2 %	10,1 %
Avnet	10,4 %	10,1 %	9,8 %	8,9 %	8,1 %	9,4 %	10,4 %
WT Microelectronics	4,7 %	5,9 %	7,5 %	7,8 %	7,6 %	8,7 %	9,9 %
Macnica Fuji Electronics	3,0 %	2,7 %	2,7 %	2,8 %	2,6 %	3,0 %	3,5 %
Toyota Tsusho	3,0 %	2,3 %	2,7 %	2,6 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %
Future Electronics	2,9 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %	2,5 %	2,3 %
Supreme Electronics	2,3 %	2,5 %	2,1 %	2,4 %	3,0 %	2,5 %	2,4 %
CECport						2,5 %	2,4 %
Edom Techonology	1,9 %	1,7 %	2,2 %	2,5 %	1,8 %	1,8 %	
S.A.S. Dragon		2,2 %	1,7 %	1,5 %	2,3 %		
Marabun	1,8 %						
Digi-key							1,8 %
Ostatní	46,0 %	47,3 %	46,2 %	45,4 %	46,3 %	44,7 %	43,5 %
<b>4 největší distributoři</b>	<b>39,1 %</b>	<b>38,5 %</b>	<b>39,8 %</b>	<b>40,3 %</b>	<b>38,9 %</b>	<b>40,4 %</b>	<b>41,8 %</b>

Zdroj: Gartner, WPG Holdings

Trh polovodičů je dlouhodobě růstový, v průměru roste rychleji než globální HDP a očekáváme, že tomu tak bude i do budoucna. Zároveň je velmi cyklický (viz obrázek níže) a je hnaný novými trendy. Historicky to byl nástup osobních počítačů, mobilních telefonů nebo internetu, dnes jsou to AI, samořiditelná auta nebo industriální automatizace. Technologie se posouvají dopředu a zatím vždy přišly inovace, které vyžadovaly vyšší množství polovodičů a elektronických součástek. Trendy se ale časem vyčerpají a než přijde nový, nastává zpomalení nebo propad celého trhu. Trh polovodičů je také závislý na vývoji globálního HDP a reaguje zpravidla prudčeji, tedy klesá nebo roste výrazně více než HDP.

## Worldwide Semiconductor Revenues Year-to-Year Percent Change



Zdroj: World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) organization

### Divize ECS

Druhá divize ECS, která tvoří přibližně 20 % provozního zisku, dodává výpočetní techniku a IT služby především firmám, které působí jako Value-Added Reseller (VAR) nebo Managed Service Provider (MSP). VAR nejčastěji nakoupí hardware a/nebo software, které zkombinují v koncové řešení pro zákazníka, následně toto řešení u zákazníka i implementují, ale dále se o zákazníka nestarají. MSP se naopak klientům kompletně stará o IT, nakoupí licence na potřebný software, koupí počítače, servery atd. a přeprodá je svým klientům, nainstaluje, co je potřeba, a stará se o další plynulý chod klientova IT řešení. VAR a MSP musí produkty pro klienty někde nakupovat, ale protože tyto firmy samy nejsou často příliš velké, využívají prostředníka, jako je například Arrow, který nakupuje ve velkém přímo od různých výrobců a je schopen dodat produkty v požadované kvantitě a za lepší cenu, než kterou by si VAR a MSP firmy vyjednaly samy. Tato divize v posledních letech příliš nerostla a postupně se stává v rámci firmy stále méně významnou.

Největší část této divize představuje prodej datových úložišť (28 %), následuje prodej bezpečnostního hardwaru a softwaru (20 %), softwarových aplikací (17 %) a serverů (14 %). Zbýlých 21 % tržeb je rozdrobeno mezi další menší produkty a služby.

### Valuace a závěr

Návratnost na investovaný kapitál je u Arrow pravidelně 15 až 20 %, což je dostatečně atraktivní ve spojení s nízkou valuací a nadprůměrným dlouhodobým růstem polovodičového segmentu, ale zároveň nižší, než je návratnost u top výrobců polovodičů. Proto se do tohoto segmentu výrobci sami příliš nehrnou a raději se soustředí na svůj hlavní byznys. Arrow navíc svým zákazníkům nabízí množství služeb s přidanou hodnotou, díky čemuž má ve svém odvětví velmi nadprůměrné marže a je se svými zákazníky daleko více provázána.

Arrow se v současnosti obchoduje za 8,9násobek provozního zisku za posledních 12 měsíců a téměř 10násobek očekávaných zisků na letošní rok. Tržby jsou nyní poměrně výrazně stlačené, loni poklesly o 12 % a letos v poklesu pokračují, stejně jako skoro celý polovodičový trh kromě oblastí navázaných na AI. Jak již bylo zmíněno, polovodiče jsou cyklické odvětví a jejich prodeje nyní klesaly mnoho kvartálů po sobě. Tržby Arrow na letošní rok se tak očekávají přibližně stejné jako v roce 2018, přitom dlouhodobě rostou zhruba 5% tempem a celý trh již vyhlíží cyklický obrat k růstu, jak se to vždy historicky stalo.

Firma je dlouhodobě hodně aktivní s odkupy svých vlastních akcií, které jsou díky nízkým valuačním násobkům efektivní. Za posledních 12 let průměrně Arrow snižovala počet svých akcií tempem 6 % ročně. To znamenalo, že ačkoliv rostl za posledních 12 let provozní zisk firmy tempem 4,2 % ročně, provozní zisk na akcii rostl tempem 10,8 % ročně. Akcie za stejné období rostly tempem 10,4 %, kopírovaly tak tempo růstu provozního zisku na akcii.

Arrow se nám jeví jako dobrá příležitost hrát dlouhodobý růst polovodičového trhu s firmou, jejíž byznys model není neustále narušován novými technologiemi, je lídrem ve své části trhu, má široce diverzifikovanou zákaznickou bázi a management provádějící racionální kapitálovou alokaci. Díky tomu se nemusíme spoléhat na žádný růst valuačních násobků. Stačí, když si je firma udrží na současných úrovních, které nijak nevybočují z historických mezí, což by samo o sobě mělo stačit na nízký roční dvouciferný výnos. V případě rychlejšího oživení polovodičového trhu by se výnos mohl pohybovat na úrovni 15 % p.a.

#### **Právní upozornění (disclaimer)**

Tento materiál je propagační sdělení a nelze jej považovat za nabídku nebo doporučení k nákupu podílových listů Fondu VAULT OPF (dále jen „Fond“), investiční doporučení, ani investiční poradenství.

Tento materiál vytvořila společnost Art of Finance investiční společnost, a.s. (dále jen “Společnost”) výhradně pro potřeby těch osob, jimž bude doručena. Podrobnější informace jsou obsaženy ve statutu Fondu a Sdělení klíčových informací (KID). Investor by neměl činit žádné investiční rozhodnutí pouze na základě údajů zde uvedených, ale měl by si zajistit další, podrobnější informace a kvalifikované investiční poradenství. Fond je určen pro kvalifikované investory (ve smyslu §272 zák. č. 240/2013 Sb.).

Informace obsažené v tomto materiálu mohou obsahovat prohlášení, která tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených Společností na základě její zkušenosti a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považuje za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat očekávání Společnosti a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, Společnost nemá v úmyslu, ani se nezavazuje aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následné informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti. Společnost ani žádný z jejích vedoucích pracovníků, zaměstnanců, zástupců či poradců, ani žádná jiná osoba nečiní žádné výslovné ani implicitní prohlášení a neposkytuje žádnou výslovnou ani implicitní záruku ve vztahu k přesnosti či úplnosti obsahu tohoto materiálu. Neponese ani žádnou odpovědnost (vyplývající z nedbalosti či jiné skutečnosti) za žádnou ztrátu jakýmkoli způsobem vzniklou v důsledku použití tohoto materiálu.

Výše minimální investice do Fondu je 125 000 EUR resp. ekvivalent této částky v Kč dle aktuálního kurzu ČNB. Za předpokladu, že administrátor vydá písemné potvrzení o vhodnosti investice do podílových listů vzhledem k investorovu finančnímu zázemí, investičním cílům, odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investic, je minimální investice do Fondu ve výši 1 000 000 Kč.