

Proti proudu

Nový hedgeový fond Sanning Capital vydělává díky nezávislému úsudku

Sanning švédsky znamená pravda. A Jan Pravda, zakladatel fondu Sanning Capital, si tento název vybral, protože respektuje skandinávskou podnikatelskou kulturu, která spočívá v partnerské důvěře, píli a transparentnosti. Tyto, dnes již vzácné hodnoty sdílí i jeho spolkečnice, bankéřka Kateřina Zychová. Oba mají desetileté zkušenosti s investováním. „Chceme se stát nejlepším hedgeovým fondem ve střední Evropě,“ říká sebevědomě Jan Pravda. Spolu se Zychovou investují vlastní kapitál a peníze investorů, přičemž používají rozhodovací metody, které jsou postavené na jiných a hlubších principech, než jsou běžné zejména v regionu střední Evropy.

EURO: Fondů na trhu je přece dost. Čím se lišíte od ostatních?

PRAVDA: Nikoli. Partnersky řízených fondů je v regionu jen několik. Náš se liší následujícím. Za prvé jsme na stejné lodi jako investoři. To znamená, že s našimi penězi děláme totéž co s investorskými. Fondy bankovních skupin mají na rozdíl od nás jen málo manažerů, kteří peníze investují

Pracujeme tam, kde investujeme, a proto vidíme více než bankéři, kteří investují z Londýna či z Hongkongu poté, co několikrát přehlédli mapu východní Evropy

do fondu, v němž pracují. Jsou na jiné lodi než jejich klienti. Toto odtržení má ve finančním světě dokonce vlastní terminus technicus – „other people's money“ neboli OPM. To znamená, že „s penězi klienta si mohou dělat, co chci“.

Za druhé – a to bych měl zdůraznit – tento fond je formalizován tak, aby nemohl být nabízen české veřejnosti. Proto do něj investují jen lidé, kteří nás osobně znají. Za třetí pracujeme tam, kde investujeme, a proto vidíme více než bankéři, kteří investují z Londýna či z Hongkongu poté, co několikrát přehlédli mapu východní Evropy. A za čtvrté se nespolehneme (až na naprosté výjimky) na doporučení bank. Někteří jejich analytici jsou pro nás inspirací a zdrojem dat, ale často i karikaturou renomovanosti nebo, jak se u nás říká, serióznosti.

EURO: Můžete být konkrétní?

PRAVDA: Mohu. Některé případy bijí do očí. Budu o nich mluvit bez obalu, doufaje, že se jim jejich akteři dnes již zasmějí nebo je využijí k sebereflexi. To by prospělo nejen řešení krize, ale i nám všem.

EURO: Například IPO firmy AAA Auto...

PRAVDA: Na českém trhu je takový nedostatek zajímavých titulů, že může nastat i následující fraška. Je rok před krizí, místní investiční banka konečně vyhrabe potenciálního klienta, který by se možná dal někomu takzvaně „narvat“. Věřte nebo ne, je to síť autobazarů v zemi, která vyrábí nejvíce nových aut na hlavu. A o onom autobazaru se traduje, že v něm takřka nelze koupit vůz, aniž byste později nezjistil, že mu třeba chybí airbagy nebo něco podobného. Finanční situace firmy tomu odpovídá natolik, že po lehkém proklepání – například zvednutí kapoty kvůli omrknutí motoru – je zjevné, že netáhne ani motor podniku – cash flow kolísá na hraně ztráty. Karikatura spočívá v tom, že ona banka svého klienta prezentuje trhu také ve stylu autobazaru – přestříkne plechy, navoní sedačky a jde s ním na trh za 55 korun na akcii. Abych nevypadal jako generál po bitvě, dodávám, že když se mě tenkrát známí ptali, řekl jsem, že bych do toho možná investoval – ale bez hlubší analýzy, mimochodem srovnatelné s tím, co děláte, kupujete-li ojetinu – deset až patnáct korun na akcii, ale v žádném případě oněch pětapadesát. Dnes se AAA Auto obchoduje za nějakých patnáct korun a mnoho důvěřivých lidí přišlo nejen o peníze, ale i o iluze. Tady se stačilo řídit heslem „nekupuj nic čerstvě přestříknutého od dealera, který nedávno napálil známého“.

EURO: Co další titul? Třeba developerská firma Orco?

PRAVDA: Zajímavá příhoda. Přiznávám se, že jsem v roce 2003 pro firmu Orco jako investiční poradce pomohl koupit IPB Real, tenkrát však její akcie přišly asi na sedmnáct eur, a dva zakladatele, J. F. Otta a Silvana Pedrettiho, jsem ještě o dva roky později dával za příklad leadershipu. Několik let nato se však věci začaly točit příliš rychle. A teď k oně karikatuře.

V létě 2007, kdy akcie přišly asi na 120 eur, byli mnozí analytici optimističtí. Jedna nejmenovaná banka dokonce půjčovala kapitál na u ní uschované akcie firmy Orco. Pak přišla krize a na přelomu let 2008 a 2009 akcie spadly asi na čtyři eura! To bylo v době, kdy Orco vyhlásilo, že se schová za sukni francouzského soudu, aby nemuselo uspokojovat věřitele. Odborně se tomu říká safeguard režim. Safeguard sám o sobě je mírně dobrá správa. Pacient je, řečeno zdravotnickou hantýrkou, konečně na JIP, parte se zatím netiskne. Karikatura spočívá v tom, že banky, které nedávno hýřily optimismem, nás po vyhlášení safeguardu v novinách s vážnou tváří varovaly, abychom neinvestovali, neboť budoucnost firmy Orco je nejistá. Tady stačilo si včas říci, že developer není nemovitost, ale parta kluků s pěknými kravaty, kteří si s nemovitostmi odvážně hrají.





JAN PRAVDA (47)

Původním vzděláním geofyzik. Studoval finance na Cornell University v USA, kde získal MBA. Pracoval v investičních bankách Credit Suisse First Boston a Merrill Lynch v Londýně a v New Yorku. Poté byl jedním z výkonných ředitelů Patria Finance. V roce 2003 založil firmu Pravda Capital. O dva roky později pak společnost Carbon Warehouse, která dnes globálně obchoduje s emisními povolenkami.

EURO: Co třeba NWR? Toto IPO dokonce dostalo od časopisu The Banker cenu Evropský akciový obchod roku 2008...

PRAVDA: Ano, dostalo. NWR je také nádherná anekdota. Je léto 2008, krize doutná, ví se, že nemovitosti v USA a EU jsou problémem v bilionech dolarů. Lišák Zdeněk Bakala a jeho parta sežene několik místních – i globálních – bank toužících po dalších miliardách bonusů a dají dohromady story, že komodity půjdou pořad nahoru. Vždyť ropa přece šla posledních několik let jen nahoru a uhlí také, takže je to jasné. Model se vytvoří v Londýně, logo se přestříká na zeleno (jako že to je i trochu ekologické), a na světě je největší IPO v kotlině za 425 korun za akcii. Jenže ceny ropy i uhlí jsou cyklické a dalo se očekávat, že brzy půjdou dolů. V případě NWR si stačilo říct: pokud Zdeněk prodává, nekupuj. Počkej, až začne nakupovat. Anebo pro uhlí použít anglické investorské přísloví „what goes up, goes down“. K témuž závěru se mohl člověk dopracovat o něco složitěji následovně. Použij forwardové křivky na uhlí, které publikují banky pracující pro Zdeňka jako manažeři emise (a to je na tom groteskní), a vyjde cena na nějakých 250 až 300, ale v žádném případě 425 korun. V době hluboké krize to bylo za 60 a dnes se to obchoduje za 160 korun. A pořád je to dobré. Navíc Zdeňkovi kluci kupují obligace, tedy dluh NWR. To znamená, že Zdeněk ví, že NWR má na víc, než co vidí trh.

EURO: Ve vašem podání to vypadá jako groteska o manipulaci a nesolidnosti. Proč to nevykládáte v televizi? Co však z toho vyplývá pro investory?

PRAVDA: Je to džungle, v níž člověk musí našlapovat velmi opatrně, a především dát si pozor, s kým má tu čest. Nejdůležitější je však znát – v pořadí důležitosti – kdo je protistrana, jaký motiv má říkat to, co říká, a až nakonec to, co říká. Dnes to dospělo s důvěrou natolik daleko, že to, co protistrana, například banka prodávající akcie NWR, říká, přestává být tím nejdůležitějším. Každý papouškuje, že je nejlepší, jak ho to naučili na ekonomce nebo v kurzu asertivity.

Krize však s onou džunglí trochu zametla. Strhla z firem, jako jsou NWR a Orco navoněnou fasádu. A to, co přežije, si můžete koupit bez bankovních obalů za lepších podmínek. NWR byla jednou z našich nejlepších investic, ale za 80, nikoli 425 korun. Z geopolitického hlediska jsme svědky toho, že se kapitalismus ocitl v bouři. A otázkou je, zda bouře bude očištná, nebo ničivá. Věřím, že to první. Nejsm si tím však jistý. Nevidím dostatek vůle problémy řešit, spíše zaznamenávám snahu je maskovat.

EURO: Jak souvisí vaše rozhodnutí pustit se do fondu v době finanční krize?

PRAVDA: Taková bouře je příležitostí pro ty, kdo se v ní aspoň trochu orientují. Je to jako obnova kalifornského pralesa po požáru. I v něm to sice ještě doutná, ale již se objevují nové výhonky. Krize naše rozhodnutí urychlila, protože jsme mohli koupit akcie například NWR za 80 korun.

EURO: Z jakého důvodu jste věřili v to, že se krize neprohloubí?

PRAVDA: Letos v únoru to na trhu vypadalo dost špatně, a proto jsme váhali, zda jít dál. Nemohli jsme nikde sehnat analýzu, která by jasně řekla, zda krize bude jako velká deprese z roku 1929, nebo spíše jako krize z roku 2000. Nezbylo nám nic jiného, než si srovnání udělat sami. A dospěli jsme k prostému a jasnému závěru. Rozbuška, která vyvolala velkou depresi, byla ve srovnání s celým trhem pětkrát až desetkrát větší než americký „subprime“. Dow Jones ztratil při velké depresi 85 procent hodnoty a letos poklesl asi o 65 procent od začátku krize. Pokud uvěříte, že zvýšení „money supply“ je nejméně špatné řešení – to znamená, že dnešní reakce Fed je mnohem správnější než ta prezidenta Herberta Clarka Hoovera v roce 1930 – musíte dospět k závěru, že minus 65 procent je důsledkem hysterie. A trh by se měl vzpamatovat.

EURO: Je fond, jako je Sanning Capital, prospěšný i k něčemu jinému než k vydělávání peněz?

PRAVDA: Budete se divit, ale jsme přesvědčeni, že přítomnost takových investorů je klíčová. Tím, že odhlujeme zrno od plev, dáváme firmám, do kterých investujeme, příležitost k sebereflexi. Tím se ekonomie



J. F. Ott (Orco)

Zdeněk Bakala (NWR)

James Danny (AAA Auto)

ka pozvolna obnovuje – stejně jako si živý organismus udržuje kondici a imunitu proti nemocím. Takový dialog s firmami se většinou odehrává na telekonferencích. Na nich klademe ostřejší otázky než bankovní analytici, kteří na analyzovaných firmách kvůli svým chlebovárcům do určité míry závisejí.

Přece si nemyslíte, že třeba Zentivě, která dávala zakázky bankám v regionu, analytici kladli nepřijemné otázky na tělo a pak o ní psali zprávy. A pokud se nikdo veřejně neptá a o problémech nic nepíše, vznikají potíže, které nikdo dlouho neřeší a jež se poté vyřeší šokem ve stylu překvapivého pádu akcií.

EURO: Co máte u Zentivy konkrétně na mysli?

ZYCHOVÁ: Například špatně provedené akvizice v Rumunsku a Turecku, v jejichž důsledku Zentiva nakonec přišla o nezávislost. Nikdo z řad středoevropských analytiků se neptal, jak je možné, že se tato rizika neukázala v due diligence před akvizicí, a co firma dělá, aby se to neopakovalo. Náprava se neuskutečnila, a proto akcie klesly natolik, že se odehrálo násilné převzetí se všemi důsledky.

EURO: Jaké jsou výnosy vašeho fondu?

ZYCHOVÁ: Od doby jeho vzniku, tedy od letošního června, je na plus 32 procentech a překonává výkonnost všech hlavních indexů. Například EU Enlarged 15 vykázal jen 18,5, DAX 11 a S&P 13,5 procenta. Je však nutné podotknout, že tento dobrý výkon je měřen relativně krátce – čtyři měsíce – a není jisté, že se udrží delší dobu. Oněch 32 procent však bylo dosaženo zcela bez dlužního financování – tedy pouhou dobrou volbou titulů. Kdyby si fond půjčil třeba dalších sto procent, tak by dnes byl na plus 64 procentech, ale za cenu dvojnásobného rizika ztráty. Na to jsme příliš konzervativní.

EURO: Jaké jsou vaše úspěšné akcie a obligace?

ZYCHOVÁ: Jedním ze zajímavých titulů je CETV, firma, jíž patří i televize Nova. Na něm jsme vydělali 75 procent. Dále polský Amrest, který má franšizové licence na Burger King, KFC, Starbucks a Piza Hut ve středoevropském regionu, s výkonností 42 procent. Zajímavé jsou i akcie firmy Turkish Airlines. Ty patří k nákladově nejkonkurenčnějším v regionu a dosáhly 37 procent během posledních dvou týdnů. Investovali jsme i do již zmiňované NWR

a některých bank, jako je Erste a maďarská OTP. Ve všech jsme udělali nad 40 procent.

O aerolijních Warren Buffett nedávno prohlásil, že by do nich v žádném případě neinvestoval.

V případě amerických i většiny ostatních aerolinek má zřejmě pravdu. Ale pokud se člověk dobře dívá, najde výjimky – například Turkish Airlines, které ani v době nehlubší krize příliš neutrpěly. Když se to definitivně prokázalo ve čtvrtletních a pololetních výsledcích, reagovala na to i prudkým růstem cena akcie. Důvod, proč jsou právě tyto aerolinie ziskové, je třeba hledat v poloze Istanbulu, odkud létají po většině Evropy a Blízkého východu. V Turecku má letecká doprava před sebou velký růst, protože země je rozlehlá a hornatá a bohatne. Kvalitní servis, průběžná modernizace letky, která postupně snižuje průměrnou spotřebu paliva, a nízké náklady na personál jsou další důvody. V tomto případě jsme porušili investorské dogma a inspiroval nás analytik Osgur Goker z UniCredit Bank v Istanbulu.

Co se týká obligací, je zajímavým titulem například MHP, jedna z největších drůbežáren ve střední a východní Evropě. Její bond vydělal okolo dvaceti procent. Koupili jsme ji, protože firma má silné cash flow a cena obligace utrpěla tím, že investoři nevěřili ukrajinskému státnímu kreditnímu riziku.

EURO: Které investice se vám nepovedly?

ZYCHOVÁ: Dost jsme investovali do OMV. Považujeme ji za nejsilnější naftařskou firmu v regionu. Její akcie šly nahoru jen zhruba o procento, protože ropa zůstává relativně nízko. Jsme však trpěliví a věříme, že se situace do několika měsíců obrátí. Dalším zklamáním je naše pozice v ukrajinském výrobci slunečnicového oleje Kernel. Ztratili jsme v něm asi tři procenta, ale doufáme v jeho dlouhodobý potenciál. Vzdali jsme to naopak s ČEZ, jehož akcie jsme prodali se ziskem pouhých patnácti procent, protože situace okolo firmy začíná být nepřehledná. Energetika obecně zůstává v této fázi cyklu pozadu.

EURO: Co plánujete do budoucna?

Pokud se naše investiční strategie osvědčí delší dobu, otevřeme fond veřejnosti formou instrumentu registrovaného a regulovaného v Evropské unii. To, co nyní děláme, je příprava na tento krok.

ISTVÁN LÉKÓ (istvan.leko@euro.cz)



**KATEŘINA
ZYCHOVÁ**

Odborník na kapitálové trhy. Titul MBA získala na Rochester Institute of Technology. Posledních čtrnáct let pracovala v investičních bankách Credit Suisse a Goldman Sachs v New Yorku a v Londýně, kde dodnes žije.

Rizika zmenšit neumíme,
jejich dopady však ano...

www.amcico.cz