

Filozofie fondu:

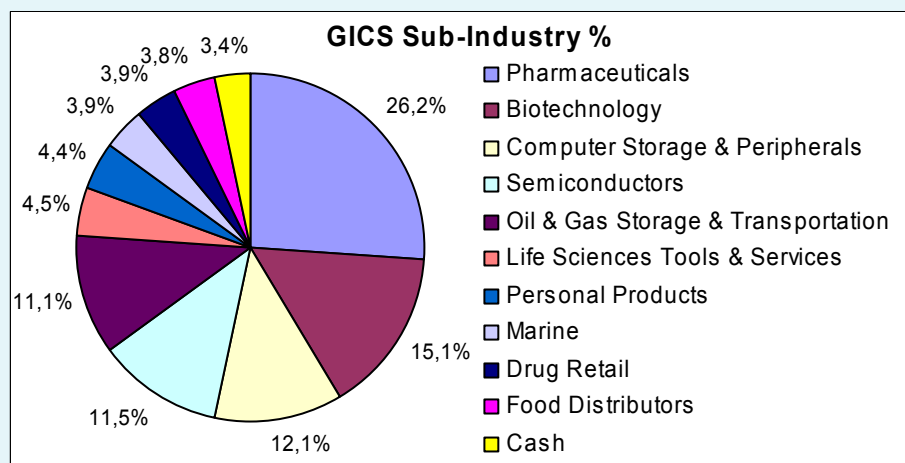
Za účelem naplnění svého cíle dosahovat pravidelného ročního kladného korunového zhodnocení, při zachování potenciálu dlouhodobého zhodnocování investic podílníků, manažer fondu aktivně vybírá akcie se specifickým příběhem fundamentálního růstu, který dle jeho názoru není trhem patřičně oceněn. Důraz je kladen zejména na schopnost jednotlivých společností dlouhodobě fundamentálně růst tak, aby i v případě zachování stejné úrovně relativního ocenění docházelo ke zhodnocení akcie.

Jednotlivé akcie obsažené v portfoliu fondu mají různý stupeň rizika naplnění manažerem předpokládaného budoucího vývoje. Přestože portfolio fondu nebude plně diverzifikované přes všechny sektory, manažer fondu věří, že díky důrazu na vysokou míru specifčnosti jednotlivých investičních příběhů dojde i v takto koncentrovaném portfoliu přibližně 25 investičních nápadů k dostatečnému rozložení existujícího rizika. Nicméně lze očekávat vyšší volatilitu kurzu podílového listu a díky investiční strategii i velkou míru odchýlení od vývoje hlavních akciových indexů.

Jednotlivé investiční nápady mají spíše dlouhodobý charakter, standardní investiční horizont představuje 12 – 18 měsíců. V případě dřívějšího naplnění očekávaného vývoje, resp. v případě opačném, kdy nedojde k naplnění tohoto scénáře, může být jednotlivá investice vyřazena z portfolia i dříve. Záměrem manažera fondu však stále zůstává udržování nízkého obratu aktiv ve fondu. Podíl jednotlivých investičních nápadů na portfoliu fondu bývá zpravidla stejný.

Protože fond při svých investicích vybírá z akcií obchodovaných na severoamerických a západoevropských trzích, je měnové riziko jednotlivých investic plně zajišťováno tak, aby se v co největší míře mohlo promítnout kurzové zhodnocení jednotlivých investic.

Sektorové členění fondu (podle metodiky GICS):



Komentář manažera fondu k jednotlivým investicím:

V průběhu září došlo k počátečnému zainvestování aktiv fondu do jednotlivých investičních nápadů. K datu sepisování tohoto komentáře portfolio fondu obsahovalo 23 investičních nápadů. Zdůvodnění jednotlivých investičních nápadů obsahují následující řádky.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradci České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

Anylam Pharmaceuticals: Vedoucí společnost ve vývoji léků na bázi technologie RNAi (ovlivnění RNA). Tato technologie umožňuje přirozenou cestou selektivní umlčení vadných specifických genů ve struktuře RNA, což by mohlo umožnit výrobu léků na dosud neléčitelné nemoci. Výroba nových léků na principu této technologie se tak může stát třetím významným způsobem výroby léků (po malých molekulách a proteinech). Potvrzení významnosti této technologie signalizují uzavřené dohody o spolupráci ve vývoji nových léků se společnostmi Novartis (také vlastní 19,9% společnosti), Merck a Medtronic. Vůdčí pozice společnosti v tomto segmentu analogicky připomíná vůdčí pozici společnosti Genentech v segmentu protilátek. Díky svému náskoku ve vývoji, širokému patentovému portfoliu může společnost stejným způsobem jako Genentech těžit z úspěchů ostatních firem (příjmy z licenčních poplatků, možnost prvního pohledu na nově vyvíjené léky a s tím spojená možnost nové spolupráce). I když je to stále ještě běh na hodně dlouhou trať (nepředpokládá se ziskovost společnosti v příštích třech letech), další uzavřené dohody o spolupráci a s tím spojené financování výzkumu může investorům lépe signalizovat hodnotu existující technologie.

Barr Pharmaceuticals: Přední výrobce generických léků. Specializuje se na ty kategorie léků, které díky určitým bariéram vstupu (těžko získatelné farmaceutické aktivní ingredience, toxicita látek, komplikovaná možnost vyhnout se patentové ochraně) mu umožňují vyhnout se silnému konkurenčnímu prostředí více generických výrobců a tím pádem si po delší dobu udržet výrazně vyšší marže (marže provozního zisku společnosti ve výši 36% je o více než 14 procentních bodů vyšší než průměr v sektoru). Kromě primárního zaměření na generické léky prodává společnost také několik originálních léků, které buď sama vyvinula, nebo koupila od jiné společnosti. U těchto léků využívá synergií vznikajících ve stejných terapeutických kategoriích. Společnost si během krátké doby vybudovala dominantní pozici v kategoriích hormonální antikoncepce, a to jak na generické úrovni, tak i na úrovni originálních léků, kde přišla s novým úspěšným typem produktu – antikoncepcí s 91 denním cyklem. Společnost má ve vývoji několik dalších léků v této kategorii a také další léky na léčení nemocí, kterými trpí ženy. Kromě této kategorie zvažuje vstup i do další terapeutické kategorie, kde by ráda replikovala předchozí úspěch. Plánovaná akvizice chorvatské společnosti Pliva by měla společnosti umožnit vybudovat technologickou platformu pro vývoj generických ekvivalentů k biotechnologickým lékům, které mají potenciál být díky vysokým bariéram vstupu dalším vysoce ziskovým segmentem. Kromě toho by společnost mohla geograficky expandovat se svým portfoliem originálních léků.

Bergessen: Norská společnost, největší provozovatel tankerů pro přepravu zkapalněných plynů (LPG - zejména propan a butan, čpavku a LNG - zkapalněný zemní plyn). Segment LNG představuje trh se silným růstovým potenciálem. Výstavba nových zkapalňovacích terminálů, která reaguje na rostoucí poptávku po zemním plynu a jeho geografické nerovnováze mezi nabídkou a poptávkou vyvolává také stále větší potřebu tankerů pro přepravu této komodity. Nové tankery jsou zpravidla dlouhodobě kontrahovány pro jednotlivé zkapalňovací terminály, což společnosti zabezpečuje stabilní cash-flow. Trh LPG je specifický tím, že poptávka je ovlivněna výrobou. LPG je vedlejší produkt zkapalnění zemního plynu nebo rafinace ropy. Současný očekávaný přísun nové kapacity tankerů pro roky 2006-2008 (kolem 3% ročně) výrazně zaostává za očekávaným růstem poptávky do roku 2010 (kolem 7,5% ročně), což by společnosti mělo pomoci realizovat vyšší ceny při přepravě. Vzhledem k dlouhým dodacím lhůtám nových tankerů by se vztah mezi nabídkou a poptávkou mohl začít vyrovnávat až koncem této dekády.

BioMarin Pharmaceuticals: Společnost se specializuje na vývoj léků na bázi výměny enzymů, které se používají proti vážným genetickým nemocem, na které dosud neexistují léky. Ve svém portfoliu má již dva schválené léky (Aldurazyme a Naglazyme), další lék Phenoptin ukončil nedávno testování ve fázi III. a očekává se jeho podání žádosti u FDA k registraci pro prodej. Další úspěšný prodej existujících léků a uvedení léku Phenoptin na trh v roce 2008 by mělo v tomto roce společnosti umožnit dosáhnout ziskovosti. Kromě těchto léků má společnost ve vývoji další lék na bázi 6R-BH4 (aktivní ingredience léku Phenoptin) proti kardiovaskulárnímu nemocem (testy ve fázi II. zahájené v 2. pololetí 2006 na několik indikací). Případný úspěch tohoto léku a velký potenciál tržeb v této terapeutické kategorii by mohl přinést výrazný růst tržeb a ziskovosti v dlouhodobém horizontu. Dále má společnost ve výzkumu další lék na stejnou nemoc jako je lék Phenoptin.

Central European Distribution Corp.: Americká společnost, která má vedoucí postavení na polském trhu s distribucí alkoholických nápojů. V segmentu distribuce vodky, která tvoří 40% trhu jí patří vedoucí 35% podíl. Společnost dále plánuje zvyšovat svůj podíl na polském trhu dalšími akvizicemi drobných distributorů (v letech 2006-2007 plánuje společnost koupit další společnosti s tržbami ve výši 100-120 milionů dolarů). Od začátku svého podnikání společnost již provedla 16 úspěšných

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

akvizic drobných distributorů. Pokaždé po ovládnutí těchto distributorů zvýšila tržby prodejem dalších importovaných značkových alkoholických nápojů v nově získané síti a také dosáhla úspor nákladů v důsledku restrukturalizace a centralizace jednotlivých procesů. V současnosti má společnost ve svém portfoliu 770 různých značkových výrobků, které distribuuje prostřednictvím 14 velkých distribučních center a 86 poboček. Kromě distribuce nápojů společnost také vstoupila na trh výroby alkoholických nápojů akvizicí dvou významných výrobců – společností Bols a Polmos Bialystok (dva ze tří největších polských výrobců vodky). Díky těmto akvizicím má společnost v současnosti 33% podíl na výrobě vodky. Spojením distribuce s výrobou na polském trhu lze v budoucnosti očekávat významné synergické efekty. Společnost také plánuje využít nově získané značkové produkty (např. vodky Absolut a Zubrowka, které zaujímají první dvě místa v prodeji na polském trhu) k plánované expanzi na sousední exportní trhy. Domnívám se, že díky investici do této společnosti lze participovat na agresivní konsolidaci v současnosti stále ještě relativně segmentovaného trhu distribuce alkoholických nápojů a také na rostoucí spotřebě alkoholických nápojů v důsledku bohatnutí polského obyvatelstva (konvergenční hra). Dále předpokládám, že se společnost bude snažit exportovat svůj úspěšný distribuční model také do ostatních východoevropských zemí prostřednictvím možných budoucích akvizic, což naznačila nedávnou akvizicí společnosti Bols Hungaria.

CVS: Druhý největší americký provozovatel lékáren. Tato společnost bude dle mého názoru v příštích několika letech těžit z dvou pozitivních trendů: ze stárnutí americké populace a s tím spojené vyšší spotřeby léků, a z vyšší spotřeby generických léků díky vlně vypršení patentů u stávajících léků (na generických lécích společnost dosahuje vyšších marží, díky snaze pojištění motivovat prodejce k substituci drahých originálních léků). Kromě těchto dvou faktorů společnost plánuje zvyšovat svůj tržní podíl konsolidací slabších řetězců. Vnitřní restrukturalizace jejich prodeje směrem k novému modelu lékáren s cílem dosahovat vyšších tržeb i z prodeje doplňkových produktů a medicínských služeb by měla také zvýšit tempo růstu tržeb. Domnívám se, že společnost bude schopna v příštích pěti letech dosahovat stejného tempa růstu jako současná vedoucí společnost trhu Walgreens, přičemž se její akcie obchodují s výrazným diskontem vůči této společnosti, takže kromě slušného potenciálu růstu ziskovosti zde vidím i potenciál pro expanzi relativního ocenění.

DryShips: Řecká společnost, jeden z největších provozovatelů tankerů na přepravu suchých komodit (zejména železné rudy, uhlí a obilí). Domnívám se, že současná vysoká poptávka Číny a Indie (tažena infrastrukturními investicemi) po importu těchto komodit (hlavně železná ruda a uhlí) bude i v dalších letech výrazně převyšovat mírně rostoucí nabídku tankerů na přepravu. Pozitivně také působí vysoké vytižení těžebních kapacit v blízkém okolí těchto dvou států (zejména Austrálie), čímž narůstá nutnost importovat stále větší množství těchto komodit ze vzdálenějších teritorií (např. Brazílie), což umožňuje provozovatelům tankerů dosahovat vyšších tržeb za přepravu. Společnost působí zejména na spotovém trhu, pouze část své přepravní kapacity pronajímá dlouhodobě (6-12 měsíční kontrakty). Vzhledem k tomu, že většina těchto kontraktů vyprší do konce roku a současné tržní sazby jsou výše než existující kontrahované sazby, lze očekávat zlepšení ziskovosti v příštím roce. Navíc pokračující nerovnováha bude pomáhat spotovému trhu a spolu s rostoucí flotilou nových lodí lze dlouhodobě očekávat pozitivní dopad do ziskovosti i díky těmto dvěma faktorům.

Endo Pharmaceuticals: Farmaceutická společnost, která se specializuje se na výrobu a prodej originálních a generických léků tisících bolest. Podstatnou část tržeb z prodeje originálních léků představují zejména tyto 4 léky – Lidoderm, Percocet, Frova a Depo-Dur. Kromě nich má společnost ve finální fázi výzkumu další 4 originální léky, pomocí kterých chce zaplnit existující mezery ve svém produktovém portfoliu v tomto segmentu léků. Mezi hlavní katalyzátory budoucího růstu akcií společnosti patří zejména nedávné uvedení nového originálního léku Opana ER/IR do prodeje. Potenciál maximálních tržeb tohoto léku může být mnohem vyšší než trh v současnosti očekává (300-600 mil. USD), vzhledem k tomu, že má tento lék o něco lepší vlastnosti než předchozí lék Oxycotin, který dosáhl maximálních tržeb ve výši 2 mld. USD. Z dalších léků, které jsou v současnosti ve finální fázi výzkumu, a které mohou výsledky společnosti v letech 2007 - 2009 pozitivně ovlivnit patří zejména lék Frova MAM, který by byl prvním lékem s indikací prevence bolestí spojených s menstruačním cyklem (nedávno podána žádost o registraci u FDA, schválení se očekává v 1. polovině 2007), lék Rapinyl na utišení prudkých bolestí vyvolaných rakovinou a náplast Ketoprofen, která by díky svým lepším vlastnostem mohla zaplnit existující díru v lécích proti chronickým bolestem, která vznikla poté, co byly z trhu kvůli nežádoucím vedlejším účinkům staženy léky na principu COX-2 (např. Vioxx od společnosti Merck). Současný stav peněžních prostředků v rozvaze společnosti a její velmi dobré renomé v této terapeutické kategorii by jí v budoucnu mělo umožnit získat do svého vývojového portfolia vývoje další zajímavé produkty.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradci České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

Frontline: Norská společnost, jeden z největších provozovatelů tankerů na přepravu ropy. Její flotila velkých tankerů je pronajímána zejména na spotovém trhu při přepravě ropy z nalezišť na Blízkém východě na velké vzdálenosti. Společnost současně vysoké volné cash-flow používá na snížení svého existujícího dluhu a také na výplatu dividendy akcionářům (dividendový výnos byl v posledních 12 měsících 16%). Tato investice je spekulací na zlepšení současného příliš pesimistického výhledu fixovaného na dodávku dalších přepravních kapacit v roce 2007, která převyšuje aktuální odhady poptávky. Domnívám se, že tak jako v roce 2006 dojde i v příštím roce k přehodnocení odhadů ziskovosti směrem nahoru, protože se ukáže, že trh podcení velikost růstu poptávky po přepravě. Kromě toho může pozitivně působit také dobrovolné vyřazení starších, resp. ekologicky nevyhovujících tankerů z provozu (jednotěnné tankery musí být do roku 2010 povinně staženy z oběhu, počet zlikvidovaných tankerů je funkcí poměrů přepravných kvót, nákladů na modernizaci a hodnoty železného šrotu).

Gilead Sciences: Biotechnologická společnost s vůdčím postavením v kategorii léků proti virovým nemocem. Společnost má výrazný podíl na trhu léků proti viru HIV díky svým úspěšným lékům Emtriva, Viread, Truvada a Atripla a lze předpokládat, že kromě samotného růstu této terapeutické kategorie bude společnost díky lepší účinnosti a bezpečnosti svých léků i nadále zvyšovat svůj tržní podíl na úkor ostatních konkurentů. Dalším významným lékem je Hespera proti hepatitidě typu B. Společnost očekává také rostoucí licenční poplatky z prodeje léku Tamiflu, který vyvinula. Domnívám se, že současné tržní odhady jsou příliš konzervativní a že společnost bude pokračovat ve vyšším růstu tržeb v těchto třech kategoriích. Přestože má společnost doložit tři léky (HIV a hepatitida B) v klinickém vývoji ve fázi III., jejich uvedení na trh se neočekává dříve než v letech 2008 – 2009. I z tohoto důvodu společnost uskutečnila nedávno dvě akvizice (Corus Pharmaceuticals a včera Myogen), díky kterým hodlá vstoupit do nové terapeutické kategorie léků proti plicním nemocem. Prémiové zaplacené ceny za tyto společnosti vedly ke snížení odhadů ziskovosti pro nejbližší dva roky, naopak přinesly dva léky ve velmi pozdním stádiu výzkumu (Cayston a ambrisentan), které by mohly být uvedeny na trh na přelomu 2007/08 a dále podpořit dlouhodobý růstový potenciál společnosti v letech na přelomu dekády. Kromě léku ambrisentan je ve vývoji společnosti Myogen další lék darusentan (očekávané uvedení na trh koncem roku 2009) a lze očekávat, že z existující technologické platformy budou do klinického vývoje zařazeny i další potenciální léky.

Logitech: Švýcarská společnost vyrábějící počítačové doplňky a doplňky k spotřebitelské elektronice. Díky svým inovacím a zaměřením na tento specifický trh je společnost schopna dosahovat růstu tržeb i v obdobích slabších prodejů počítačů. V průběhu několika let společnost vybudovala vedoucí značku v tomto segmentu a je schopna dosahovat prémiových cen a vyšších marží než „no-name“ výrobci. Investice je spekulací na postupnou přeměnu počítačů z pracovních nástrojů na centrum domácí zábavy, další integraci spotřebitelské elektroniky a s tím spojené větší využití různých doplňků. Síla společnosti je v její schopnosti předvídat směr vývoje trhu počítačů a spotřebitelské elektroniky, kapitálové schopnosti investovat do dalších inovací a vlastní značky. Díky nízkým výrobním nákladům (továrny v Číně) je společnost schopna dosahovat velmi nízkých nákladů. Ve většině segmentů má díky tomu společnost vedoucí pozici, resp. je mezi třemi největšími prodejci.

msystems: Izraelská společnost vyrábějící polovodičové paměťové karty typu NAND-Flash. Její čtyři hlavní produktové řady mDrive, mCard, mDOC a mSIM se uplatňují v následujících koncových produktech: USB-flash počítačové paměti, digitální fotoaparáty a mobilní telefony. Společnost neprodává svoje produkty přímo v maloobchodních řetězcích, spíše se zaměřila na prodej svých produktů originálním výrobcům spotřebitelské elektroniky, kteří je do svých výrobků buď pevně zabudovávají, nebo kteří koncové produkty prodávají pod svojí značkou (např. Verbatim, Kingston a PNY v případě USB-flash paměti). Zajímavou novou produktovou řadou společnosti je řada mSIM, která spojuje vlastnosti standardních mobilních SIM-karet s paměťovými kartami typu NAND-flash a umožní výrobcům mobilů a mobilním operátorům postupně vkládat do mobilů složitější softwarové aplikace a tím i vytvářet z mobilního telefonu v budoucnosti univerzálnější zařízení (další možné funkce v podobě MP3 přehrávače, PDA organizéru, kvalitního digitálního fotoaparátu, atd., vše podpořené příjemným uživatelským prostředím). Po oznámení plánovaného převzetí společností SanDisk je díky obchodování s diskontem vůči oznámenému výměnnému poměru 0,76368 akcie SanDisk za 1 akcii msystems levnější alternativou pro investici do společnosti SanDisk.

Nektar Pharmaceuticals: Farmaceutická společnost, která se soustředí na vývoj nových léků pomocí své inhalační technologie. Klíčovým lékem pro další budoucnost společnosti je lék Exubera pro diabetiky, na jehož prodej má společnost uzavřené marketingové partnerství se společností Pfizer. Nedávné oddálení a zpomalení uvedení tohoto nového léku na trh

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

vedlo k výraznému poklesu ceny akcie. Tento odklad je podle názoru společnosti způsoben vysokou důležitostí správného školení předepisujících lékařů, vzhledem k tomu, že se jedná o první lék, kdy bude docházet k dávkování inzulínu prostřednictvím inhalačního přístroje. Domnívám se, že nová forma dávkování inzulínu může být zajímavou alternativou pro diabetiky a že tento lék bude mít nakonec úspěch a umožní společnosti díky licenčním poplatkům a příjmům za výrobu tohoto léku dosáhnout ziskovosti v roce 2008. Kromě tohoto léku má společnost příjmy z licenčních poplatků z léků Macugen (oční degenerativní vada), Nuelasta, Pegasys, Somavert a DuraSeal na bázi další vlastní technologie „Advanced PEGylation“. Další tři léky, pro které má společnost partnery na prodej (tobramacyn, Cimzia a CERA) jsou v pozdním stádiu výzkumu, resp. již mají zažádáno o registraci u FDA. Kromě toho má společnost ve vlastním klinickém vývoji další dva léky s inhalační technologií, které se nacházejí ve fázích II., resp. III.

Novartis: Švýcarská společnost, jedna z největších světových farmaceutických společností. Jako jedna z mála velkých farmaceutických společností má široce diverzifikované portfolio léků, u kterých v dohledné době nehrozí žádné významné vypršení patentů a tím pádem i pokles tržeb. Na druhé straně portfolio vyvíjených léků je velmi nadějná a dle mého názoru současné ocenění společnosti nepředpokládá zachování vysoké úspěšnosti ve vývoji, které společnost dosahovala v předchozích letech. Společnost dále diverzifikuje své portfolio pomocí akvizic (generičtí výrobci Eon a Hexal byly začleněny do divize Sandoz, která je druhým největším světovým výrobcem generických léků a jedním z velkých kandidátů na úspěch v případě umožnění výroby generických ekvivalentů k biotechnologickým lékům, dále akvizice společnosti Chiron a vstup na oligopolní trh vakcín) a nových partnerství. Kromě růstu ziskovosti v důsledku růstu tržeb může také dojít k nárůstu ziskovosti i z jiného důvodu. Domnívám se, že velké farmaceutické společnosti stojí před nutností přehodnotit svůj dosavadní podnikatelský model založený na silné marketingové podpoře několika vysoce prodejných léků a v důsledku horších portfolií vyvíjených nových léků budou nuceny výrazně snížit svoje náklady na podporu prodeje léků, tak aby zachovali svojí úroveň rentability vynaložených investic po výpadku tržeb. Novartis tento problém sice nemá, ale rád je bude následovat ve snižování nákladů, protože se nebude muset obávat poklesu prodeje v důsledku silné konkurence ostatních prodejních sítí a zároveň mu to umožní být více flexibilní do budoucna.

OMI Corp.: Jeden z největších provozovatelů tankerů na přepravu ropných produktů. Její flotila tankerů je jednou z nejmladších a nejmodernějších v sektoru (průměrné staří 2,9 roku) a to společnosti umožňuje dosahovat nižších nákladů na provoz a současně i vyšších výnosů, protože její tankery splňují nové, přísnější předpisy. Zároveň společnost již není nucena investovat do obnovy své flotily, protože jednostěnné tankery, jejichž provozování musí skončit do roku 2010, společnost nevlastní. Společnost se snaží minimalizovat volatilitu svých výsledků tím, že většinu své flotily provozuje v systému dlouhodobých „time-sharing“ kontraktů, přesto jsou její výsledky citlivé i na pohyb denních sazeb za pronájem tankerů díky kontraktům s dělbou zisku u 13 tankerů z 37. Investice je spekulací na růst rafinérských kapacit ve světě, které jsou však koncentrovány na jiných místech než je aktuálně soustředěná poptávka, a tím pádem vzniká poptávka po nových přepravních kapacitách. Domnívám se, že tento růst poptávky bude schopen dlouhodobě zabezpečit dostatečné využití nových přepravních kapacit, které budou v příštích dvou letech přicházet na trh.

ON Semiconductors: Americký výrobce komoditních analogových polovodičů. Společnost v posledních třech letech úspěšně restrukturalizovala svůj obchodní model (díky snížení nákladů a úspěšnému uvedení nových produktů vzrostla hrubá marže z 28% na současných 38%), výrazně snížila své zadlužení (z 1,8 mld. USD na současnou 1 mld. USD), díky čemuž se očekává její letošní zisk ve výši 75 centů. Přes všechny tyto provozní úspěchy a očekávaný růst EPS pro rok 2007 na 85 centů se společnost obchoduje na relativním ocenění P/E 2007 ve výši 7,2. Ve srovnání s nejbližšími konkurenty Fairchild Semiconductors a International Rectifier (u nichž se očekává obdobný růst ziskovosti v roce 2007, které dosahují stejné úrovně hrubé marže a mají obdobné zadlužení) je zřejmý výrazný diskont v relativním ocenění vzhledem k tomu, že se tyto společnosti obchodují na relativním ocenění P/E 2007 ve výši 13,8 – 15,2. Domnívám se, že kromě plánovaného prodeje majoritního balíku investora, který před několika lety financoval management buy-out neexistuje žádný důvod pro tak velký diskont a s tím jak bude pokračovat úspěšná exekuce nového podnikatelského plánu současného managementu dojde i ke snížení tohoto diskontu v relativním ocenění.

Oriflame: Švédský výrobce a prodejce kosmetiky. Společnost pro prodej svých výrobků používá pouze přímého prodeje prostřednictvím sítě prodejců, kterým své výrobky prodává s 30% slevou oproti svým katalogovým cenám. Většinu svých tržeb

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

společnost realizuje ve východní Evropě (30% tržeb) a zemích bývalého Sovětského svazu (50% tržeb). Domnívám se, že tato akcie je vhodnou spekulací na vyšší růst životní úrovně obyvatelstva v těchto zemích a s tím spojenými rostoucími výdaji na spotřební zboží, v tomto případě kosmetiku. Obecný trend růstu životní úrovně je navíc umocněn dalšími dvěma faktory. V případě ženské části populace, která je hlavním klientem společnosti, bude docházet k ještě většímu růstu disponibilních příjmů (trend dvou kariér v rodině). Ekonomiky zemí bývalého Sovětského svazu těží ze současných vysokých cen komodit, zejména ropy a příjmy získané z jejich prodeje si postupně nacházejí svou cestu skrz domácí ekonomiku. Společnost nedávno také získala licenci na přímý prodej na čínském trhu.

„portfolio poručíka Dana“ – Biosante Pharmaceuticals, Depomed, Durect, Intercell, Isis Pharmaceuticals, Penwest, Pain Therapeutics, Palatin Tech, Vernalis, Vivus: Tento investiční nápad navazuje na můj, v červnu 2005 vydanou, analýzu doporučující investici do portfolia malých začínajících společností ze sektoru farmacie a biotechnologií. Hlavní myšlenkou tohoto portfolia byl výběr společností, které mají ve svém vývoji zajímavé léky, které by mohly zaplnit existující mezery v současných léčebných postupech, případně přinést zlepšení oproti existujícím lékům. Při svém výběru jsem záměrně vynechal společnostmi zabývající se primárně výzkumem léků proti rakovině a spíše se soustředil na jiné typy nemocí, např. nemoci centrální nervové soustavy, imunitního systému, infekce a zápaly, gynekologické nemoci, nemoci trávicího ústrojí, atd., kde je přece jenom „spočítatelné“ množství léků ve vývoji. Z porovnání tržních kapitalizací a potenciálních tržeb jsem došel k závěru, že přestože existuje vysoká pravděpodobnost, že většina léků může skončit neúspěchem, naplnění plánů u dvou, příp. tří společností a tomu odpovídající kurzový nárůst bude více než eliminovat kurzové ztráty u ostatních společností. Z původní analýzy to po roce a půl dle mého názoru dvě společnosti (Alnylam Pharmaceuticals a BioMarin Pharmaceuticals) dotáhly tak daleko, že mohou být ve fondu samostatnými investičními nápady, jedna společnost byla převzata a přestala být obchodována, dvě společnosti jsem z portfolia vyřadil a na aktuální počet 10 jsem nově zařadil akcie Intercell, Penwest a Palatin Tech. Vzhledem k rozsahu této měsíční zprávy se jednotlivým společnostem z „portfolia poručíka Dana“ bude podrobněji věnovat v některé z příštích zpráv, případní zájemci mohou obdržet mé předchozí analýzy popisující toto portfolio.

SanDisk: Společnost je jedním ze tří největších výrobců polovodičů pro paměti typu NAND-Flash a zároveň je největším prodejcem koncových výrobků používajících tento typ paměti. Paměti typu NAND-Flash byly původně využívány jako hlavní paměťové médium pro digitální fotoaparáty. S tím jak klesá jejich jednotková cena, roste paměťová kapacita a rychlost čtení a zápisu, začínají být tyto paměti používány jako hlavní interní paměťové médium v mobilních telefonech, MP3 přehrávačích, videokamerách, herních konzolách a organizérech. Přístup dat přes port USB umožní tomuto typu paměti i široké uplatnění jako externí paměťové médium. Společnost je díky svým inovacím a poklesu výrobních nákladů schopna eliminovat více než 50% roční pokles cen výrobků, udržovat si stabilní marže a díky tomuto poklesu cen (který sama aktivně iniciuje) rozšiřovat uplatnění svých produktů na nových trzích, resp. získávat vyšší tržní podíl na trzích stávajících. Navíc chystanou akvizicí společnosti msystems společnost upevní své dominantní postavení na trhu konečných produktů a také dále posílí své již teď dominantní patentové portfolio umožňující získávat pravidelné licenční poplatky od ostatních výrobců. Společnost je spekulací na trend postupného nahrazení stávajících paměťových médií (disketa, CD, DVD, HDD) tímto novým paměťovým médiem a jeho rozšířením do jiných oblastí mobilní spotřebitelské elektroniky. Navíc předpokládám, že stejně silné postavení jaké má společnost na domácím americkém trhu postupně získá i na ostatních zahraničních trzích.

Shire Pharmaceuticals: Britská farmaceutická společnost s vedoucí pozicí v segmentu léků proti ADHD (roztržitost a hyperaktivita). Poté, co společnost uzavřela mimosoudní dohodu se společností Barr Pharmaceuticals a oddálila uvedení generického ekvivalentu ke svému nejlépe prodávanému léku Adderall XR až na duben 2009, může se soustředit na další podporu růstu tohoto segmentu. Po nedávno uvedeném léku Daytrana (nová technologie dodání léku do organismu prostřednictvím náplasti) má společnost zažádáno o registraci dalších dvou nových léků v tomto segmentu NRP104 a SPD405. Zejména lék NRP104, jehož schválení se očekává schválení v příštích několika dnech má potenciál být díky své menší schopnosti být zneužíván významným novým lékem v této kategorii a po vstupu generického ekvivalentu Adderallu XR plně nahradit výpadek tržeb. Navíc čas získaný odkladem generické konkurence může společnost využít k soustředění se na uvedení dalších léků ze svého vývojového portfolia, zejména těch, které získala díky nedávné akvizici společnosti Transkaryotic Therapeutics. Tyto léky proti vzácným genetickým nemocem, proti kterým většinou v současnosti neexistuje lék, mohou mít díky kvalitní technologické platformě, nízkým nárokům ze strany regulátora (dostatečná účinnost je vzhledem k neexistenci jiných léků silným argumentem) a neexistující nutnosti budovat velkou síť prodejců velmi vysoký výnos z investovaného kapitálu.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

Domnívám se, že nově uváděné léky nejsou ještě plně zahrnuté v hodnotě akcie a že tato bude stoupat s každým dalším úspěšným uvedením nového léku na trh (společnost očekává schválení a uvedení 5 nových léků v příštích 18 měsících)

Silicon Motion: Tchajwanský návrhář polovodičových součástek používaných v digitálních spotřebičích. Mezi hlavní produkty společnosti patří paměťové řadiče pro paměti typu NAND-flash, multimediální čipové systémy pro MP3 přehrávače a displejové a obrazové procesory. Tyto produkty jsou součástí různých digitálních spotřebičů jako např. digitální kamery, MP3 přehrávače, mobilní telefony, PDA, navigační systémy v autech a prodejní terminály. Domnívám se, že tato společnost je vhodnou spekulací na rychlé rozšíření paměti typu NAND-flash v mobilních telefonech v příštích dvou letech. Společnost má vedoucí postavení mezi specializovanými polovodičovými firmami (kromě výrobců polovodičových pamětí NAND-flash) v tržním segmentu řadičů pro paměťové formáty typu SecureDisk (SD) a MultiMediaCard (MMC), které začínají být paměťovým standardem v mobilních telefonech. Domnívám se, že vzhledem k výrazně nižší prodejní ceně těchto komponentů, ve srovnání se samotnými polovodičovými pamětmi typu NAND-flash, bude postupně docházet k outsourcingu výroby těchto řadičů od výrobců polovodičových pamětí. Navíc bude s další miniaturizací docházet k vytváření nových komplexnějších platform polovodičové architektury, které budou kromě řadičů obsahovat stále více dalších součástek podporujících činnost pamětí typu NAND-flash. Společnost bude tím pádem moci ve svých novějších produktech využít svých zkušeností z návrhů multimediálních čipových systémů a displejových a obrazových procesorů a tím i získat pro sebe vyšší podíl z prodejní ceny digitálních spotřebičů. Vzhledem k nižší realizované ceně řadičů ve srovnání s polovodičovými pamětmi typu NAND-flash není společnost vystavena tak brutálním každoročním poklesům cen. Naopak růst jejich tržeb je zejména funkcí prodaného množství konečných produktů. Na druhé straně jsou vzhledem k nízké kapitálové náročnosti jejího podnikání relativně nízké bariéry vstupu konkurence na její trh a pro dlouhodobou úspěšnost společnosti bude nevyhnutné si udržovat určitou technologickou výhodu.

Teva Pharmaceuticals: Tato izraelská společnost je největším generickým výrobcem léků na světě. Její strategie v tomto komoditním typu podnikání je být vertikálně integrovaný výrobce schopný poskytovat největší nabídku generických léků a tímto způsobem eliminovat nutnost nabízet vždy nejnižší ceny v jednotlivých kategoriích. Kromě toho šíře záběru umožňuje společnosti přicházet každý rok na trh s širokou nabídkou nových léků a nebýt závislá na jednotlivých lécích, případně počtu vstupujících výrobců na nově generizovaný segment. Díky této strategii je společnost jednou z těch, která v daném segmentu zůstane i po poklesu cen na desetinu původní hodnoty dosahované originálními výrobci a odchodu většiny výrobců z něho, a po poklesu konkurence a stabilizaci tohoto segmentu je schopna tento generický lék dále dlouhodobě prodávat. Tím jí i v tomto cyklickém typu podnikání vzniká určitá stabilní část tržeb, se kterou může dlouhodobě počítat. Akvizice společnosti Ivax přinesla kromě rozšíření jejího globálního záběru (a tím pádem i možného dosažení vyššího výnosu z investice do vývoje nového generického léku) i portfolio nových originálních léků, a to jak v prodeji, tak i ve výzkumu. Společnost je spekulací na stále větší rozšíření generických léků (díky tlaku pojišťoven na snižování nákladů) a rostoucí globální tržní podíl v tomto segmentu.

Texas Instruments: Americká polovodičová společnost mající vedoucí postavení na trhu vysokovýkonných analogových polovodičů a polovodičů využívaných v mobilní telefonii. Společnost díky svým inovacím neustále zvyšuje podíl svých komponentů v nových produktových modelech a očekávám, že tento trend bude pokračovat i v průběhu přechodu mobilních technologií do třetí generace. S tím jak se bude zvyšovat počet dalších funkcí, které budou nové mobilní telefony nabízet bude mít dle mého názoru tato společnost další prostor pro výrazný růst tržeb. Přestože polovodičový sektor vykazuje výraznou cykličnost, tento sekulární trend v rámci mobilní telefonie může společnosti po dobu několika let pomoci z velké míry eliminovat volatilitu jejich výsledků a tím i dosahovat lepší rentability svých investic díky lepší schopnosti jejich plánování. Také větší rozšíření nových digitálních elektronických spotřebičů otevírá pro společnost další trhy pro uplatnění svých produktů.

Ján Hájek, CFA
Manažer fondu Top Stocks

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradci České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.