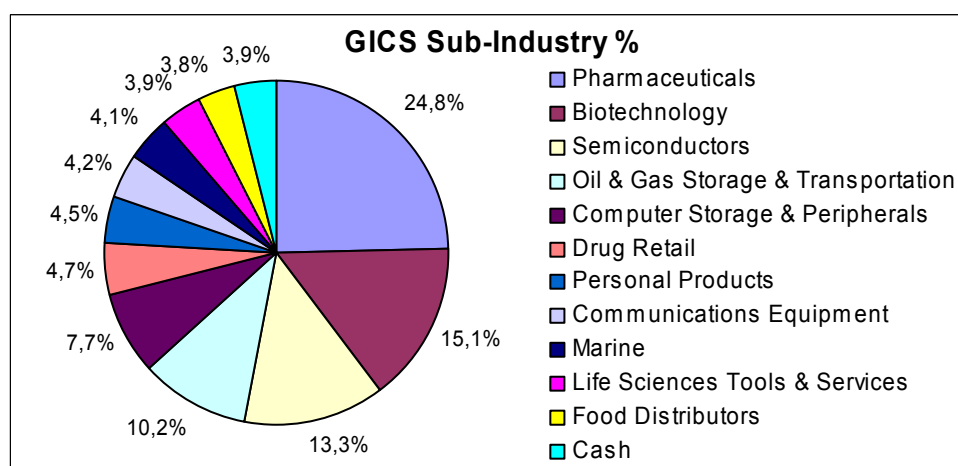


### Komentář k uplynulému měsíci:

V průběhu ledna přiteklo do fondu celkem 11,4 mil. Kč, ke konci měsíce byl objem prostředků ve fondu ve výši 180,5 mil. Kč. V tomto měsíci nedošlo k žádné významnější změně portfolia.

Ke dni psaní této zprávy portfolio fondu obsahovalo 22 různých investičních nápadů, aktuální sektorové členění fondu naleznete v následujícím grafu. Část portfolia fondu obsahující společnosti, které jsou pravidelně ziskové, se obchoduje s konsensuálním relativním oceněním P/E pro rok 2007 ve výši 15,8 a konsensem očekávaný růst EPS v roce 2007 je -0,9%. Očekávaný konsensuální dividendový výnos v roce 2007 je 2,09%.

### Sektorové členění fondu (podle metodiky GICS):



### Komentář ke společnosti Sandisk:

Protože tento měsíc nedošlo k žádné významné změně v struktuře portfolia fondu, budu se v této měsíční zprávě věnovat investici do akcí společnosti Sandisk. Tato pozice má aktuálně jako jediná dvojnásobné zastoupení oproti ostatním investicím, současně ale je to i nejztrátovější pozice z hlediska příspěvku k výkonnosti fondu od začátku jeho existence (výkonnost fondu je kvůli aktuální ztrátě s akciemi Sandisk nižší přibližně o 2,5%). I s ohledem na aktuální pokles o 30% od zařazení této akcie do portfolia jsem si v posledních dnech znovu prošel své poznámky a analýzy zpátky až do roku 2002, abych se spolu s opětovným současným hodnocením celého prostředí kolem výroby paměťových karet NAND-flash mohl ubezpečit, že je tento můj investiční nápad je stále platný a může zůstat zařazen v portfoliu fondu.

Přestože je trh vůči budoucí perspektivě této společnosti velmi pesimistický, já naopak i nadále zůstávám optimistou. Domnívám se, že trh příliš moc bere v úvahu současný aktuální pokles cen paměťových čipů (od začátku prosince 2006 poklesly ceny těchto polotovarů o více jak 50%) a minimálně oceňuje, jak dobrou výkonnost společnost v takto pro ni relativně negativním prostředí dosáhla (Sandisk i přes rekordní pokles průměrné ceny svých prodaných paměťových karet o 58% v roce 2006 dosáhl meziročního růstu tržeb bez započtení příspěvku od převzaté společnosti m-systems o 36% a růstu čistého zisku o 25%). Navíc trh podle mého názoru vůbec nebere v úvahu fakt, že současný prudký pokles cen je jednak z hlediska ziskovosti jednotlivých subjektů v tomto segmentu dlouhodobě neudržitelný (čímž časem dojde k omezení investic do výrobních kapacit a tím i snížení nabídky paměťových čipů), tak i, že vyvolá dodatečnou, v současnosti neočekávanou poptávku ze strany hardwarových výrobců, kteří budou tyto levnější paměti implementovat do nových produktů.

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.

Pohled na aktuální výsledky společnosti velmi dobře dokumentuje jednu z výhod jejího vertikálního modelu. V období, kdy dochází u výrobců paměťových čipů k masivním investicím do výrobních kapacit a následnému přebytku a poklesu cen těchto polotovarů na spotovém trhu, Sandisk těží ze skutečnosti, že přece jenom má větší kontrolu cen koncových paměťových karet díky své vedoucí pozici a veškerou svoji výrobu paměťových čipů plně využije pro vlastní produkty (tj. nemusí hledat kupce na spotovém trhu polotovarů, ve srovnatelném období od začátku prosince 2006 poklesla průměrná cena jeho produktů jenom o 19% ve srovnání s více než 50% poklesem polovodičových čipů). Ostatní konkurenti v segmentu paměťových karet v tomto období nemají zájem jít do tvrdého konkurenčního boje a využívají příznivého okamžiku cenové války mezi výrobcí polotovarů k tomu, aby díky vyšším aktuálním maržím alespoň částečně kompenzovaly své nižší zisky z období, kdy byl paměťových čipů nedostatek a ony musely nakupovat za vyšší ceny (viz např. výsledky společností SimpleTech za poslední půlrok, nebo rostoucí poptávku po kontrolerech od společnosti Silicon Motion). Situace v případě Sandisku hodně připomíná tzv. spojenou nádobu, kdy voda v ní obsažená reprezentuje ziskovost této společnosti. V časech, kdy dochází k tlaku v jednom hrdle spojené nádoby (nižší marže na straně výrobců polovodičových čipů) společnost realizuje vyšší marže na koncových produktech, a naopak v časech nedostaků čipů těží ze své pozice výrobce a vyšších marží v této části výrobního řetězce.

Samozřejmě může nastat i situace dlouhodobě trvajícího iracionálního konkurenčního boje na straně výroby, kdy ceny budou dlouhodobě klesat více než jsou společnosti schopny snižovat své náklady (asi 45-50% ročně). Při pohledu na poslední výsledky a budoucí výhled nejslabší společnosti v segmentu výroby paměťových čipů – společnosti Hynix – se však domnívám, že tempo růstu výrobních kapacit bude muset brzy polevit, protože kromě nerentability výroby za těchto cen např. právě Hynix nebude mít ani prostředky na investice do dalších výrobních linek. Hynix už v současnosti svým technologickým vybavením (maximální monolitický čip 4 gigabity vs. již existujících 8 gigabitů, resp. aktuálně nastupujících 16 gigabitů; relativně pomalý náběh technologie 2 bitů na buňku, rozbíhající se 70nm velikost buňky vůči lídru aktuálně zaváděným 55nm a zejména používání starých 200mm desek) zaostává za lídry tohoto segmentu (duopol Samsung a joint-venture Toshiba/Sandisk). Provozní zisk divize paměťových čipů typu NAND společnosti Hynix v loňském roce zůstal ve srovnání s rokem 2005 (poslední rok, kdy byl nedostatek polovodičových čipů) na stejné úrovni přibližně 800 mil. USD a letos se očekává pokles až k tzv. „černé nule“. Vzhledem k tomu, že po přechodu na 55nm velikost buňky už bude pro Hynix kvůli rostoucí nákladové nevýhodě nevyhnutné investovat do nových výrobních linek používajících 300mm desky (z plánovaných investic Toshiba a Sandisku je zřejmé, že při plánované kapacitě 100 tisíc desek za měsíc stojí takováto investice přibližně 3 mld. USD), není z výhledu budoucího hospodaření zřejmé, kde si chce společnost na tuto investici vydělat. Nespokojenost s posledním vývojem cen potvrzuje i snížení kapacity u Hynixu o 30 tisíc desek v 1. čtvrtletí v důsledku přesunu do výroby DRAM pamětí (podobný přesun uskutečnil i další výrobce Samsung), kde společnost teď dosahuje podstatně lepších provozních marží (díky očekávanému růstu poptávky v důsledku uvedení nového operačního systému Vista) a kde nejspíše doufá, že si na budoucí investice v obou segmentech také vydělá (jenom na okraj – i v tomto segmentu dochází k prudkému zvyšování výrobních kapacit a iracionálnímu chování, všech pět výrobců během nedávných prezentací výsledků oznámilo, že očekávají růst celého trhu pamětí DRAM o 50-60% a svůj růst o minimálně 70%... takže nejspíše všichni získají tržní podíl, ale na úkor koho??... takže bych to v tomto segmentu moc neviděl jako dobrou příležitost pro výdělek).

Poslední pokles cen vytváří také nové příležitosti pro využití těchto paměťových karet a zde vidím tři možné překvapení pro trh: rychlejší penetrace paměťových karet v mobilních telefonech, vytlačení 1,8" harddisků ze spotřebitelské elektroniky a počáteční rozšíření NAND-flash pamětí v přenosných počítačích. V případě využití v mobilní telefonii (což je aktuálně hlavní růstový segment v výsledcích Sandisku) vstup společnosti Apple do sektoru výroby mobilů naznačuje budoucí růstový potenciál tohoto výrobku (je vysoce pravděpodobné, že do mobilů bude postupně konvergovat většina spotřebitelské elektroniky, alespoň v té masové podobě – fotoaparát, mp3 přehrávač, navigační systémy). Přestože se domnívám, že plány Applu jsou příliš optimistické (společnost plánuje prodej 10 milionů kusů svých mobilů obshujících 4 a 8 GB NAND-falsh pamětí), domnívám se, že tento krok vyvolá u ostatních výrobců vysokou aktivitu a na trh bude v nejbližším roce uvedeno několik nových produktů jako odpověď na krok Applu. Sandisk je na případný konkurenční boj výrobců mobilů jedinečně připravený. I díky své poslední akvizici – společnosti msystems – může Sandisk nabídnout tři produktové řady – zabudované paměťové karty, kombinované SIM-karty (obsahují i paměť typu NAND, umožňuje prodej SIM-karet obsahujících software dodávaný mobilním operátorem) a vyměnitelné karty (zde si společnost stále udržuje slušný náskok před konkurencí, např. stále je jediným výrobcem největšího, 2GB formátu u nejpoužívanějšího typu microSD, nebo jedním ze dvou výrobců karet Memory Stick Pro Duo M2, což je formát používaný v posledních velmi úspěšných modelech Sony Ericsson). Management na poslední prezentaci zmínil, že očekává

---

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 směrných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

v příštích 4-6 čtvrtletích průměrnou kapacitu svých paměťových karet v mobilech na úrovni 4GB (pro srovnání současná průměrná kapacita všech prodaných karet je 1113 MB a tato průměrná kapacita se v minulosti každý rok přibližně zdvojnásobila), nicméně trh takto optimistické očekávání zjevně nebral vážně.

Současná cena paměťových čipů se dostala do podobné situaci, jak tomu bylo v první polovině roku 2005, kdy společnost Apple nahradila své mp3 přehrávače obsahující 1" harddisky paměťovými kartami typu NAND-flash a v průběhu jednoho roku v podstatě eliminovala praktické využití těchto harddisků (v roce 2005 prodeje těchto harddisků do produktů spotřebitelské elektroniky již nevzrostly a v roce 2006 došlo k jejich poklesu z 16,7 milionů na 4,1 milionů, bylo to první „vítězství“ nastupující paměťové technologie nad harddisky a také v roce 2005 došlo k poslednímu výraznému nedostatku paměťových čipů a relativní stabilitě jejich cen). Cenový poměr mezi nákladovou cenou 1,8" harddisku s 30GB pamětí používaného v produktu iPod Video a 16 GB NAND-flash pamětí je úplně stejný jako tomu bylo v 1. polovině roku 2005, takže se mohou do popředí zájmu dostat jiné, lepší vlastnosti pamětí NAND-flash. Sice na 16GB lze uložit jenom 20 hodin filmů, což je o polovinu méně, na druhé straně nižší energetická spotřeba umožní na jedno nabití baterií pouštět filmy 5,5 hodiny místo stávajících 3,5 hodiny. Spolu s lepší robustností a menšími rozměry těchto pamětí je to klíčová výhoda pamětí typu NAND-flash, která po dosažení patřičné cenové parity umožní rozšíření těchto pamětí do dalších nových aplikací. V letošním roce se očekává prodej 40 milionů 1,8" harddisků do těchto produktů spotřebitelské elektroniky, kromě videopřehrávačů jsou to také některé herní konzole a ultra-lehké notebooky. Přestože Sandisk nedodává paměťové čipy výrobcům spotřebitelské elektroniky, může z tohoto nástupu NAND-flash pamětí profitovat dvojím způsobem – díky svému již existujícímu videopřehrávači a příp. dalším verzím s větší pamětí a samozřejmě díky stažení nadbytečné nabídky paměťových čipů z trhu.

Třetím segmentem, kde se lze dočkat pozitivního překvapení v podobě dřívějšího rozšíření pamětí typu NAND-flash je podle mého názoru trh s notebooky. Paměti typu NAND-flash se s uvedením nového operačního systému Vista budou objevovat v počítačích díky kombinovaným pamětím harddisk + NAND-flash, umožňujícím rychlejší přístup k často používaným datům, resp. rychlejší nastartování počítače, velký potenciál však nabízí samostatné využití NAND-flash pamětí v přenosných počítačích. Sandisk nedávno prezentoval 32GB 1,8" disk na bázi NAND-flash v cenové relaci kolem 600 USD (také produkt získaný akvizicí společnosti msystems). Domnívám se, že do konce letošního roku může dojít k poklesu až na úroveň kolem 200 USD, jednak díky pravidelnému ročním snížení nákladů spojených s výrobou těchto pamětí a také s použitím existující technologie dvou bitů na buňku (MLC), díky které lze dosáhnout dalších úspor. Sandisk má navíc v záloze technologie tří bitů na buňku (3D, aktuálně používané u pouze jedinou zapisovatelných paměťových karet) a čtyř bitů na buňku (x4), jejichž budoucí přechod z technologických konceptů v realizovatelné technologie management naznačil na poslední prezentaci výsledků. Samozřejmě pokles nákladů spojený s využitím těchto dvou nových technologií v letošním roce by ještě více urychlil rozšíření těchto pamětí a umožnil rychlý útok na kategorii 2,5" harddisků (v roce 2006 se prodalo 120 milionů kusů těchto harddisků).

Jak jsem již výše avizoval, připomíná mi současná situace hodně situaci z přelomu let 2004/05, kdy naposledy výrazně klesaly ceny paměťových karet (během dvou čtvrtletí došlo k poklesu o 44%). Tenkrát také analytici výrazně redukovali své odhady pro rok 2005 a 2006 (v prosinci 2004 se očekával EPS04 ve výši 1,29 USD, EPS05 ve výši 1,32 USD a EPS06 ve výši 1,33 USD) a ani po dobrých výsledcích za rok 2004 (EPS byl nakonec 1,44 USD) nedošlo ke zvýšení odhadů pro rok 2005. S tím jak se situace začala pomalu obracet ve prospěch přebytku poptávky, Sandisk výrazně překonal všechny analytické odhady a dosáhl EPS v roce 2005 ve výši 2,00 USD (tj. o více než 50% výše než byly původní odhady) a akcie v 2. pololetí 2005 prudce vystoupala z hladiny 20-25 USD na konečných 65 USD. Také letos, přestože zisk za rok 2006 byl 2,50 USD (tj. skoro dvojnásobek původních odhadů z před více než dvou let), analytici v důsledku snížení přírůstku tržeb z akvizice msystems (v tomto případě oprávněně) a skutečnosti, že management konzervativně kvůli nejasnému cenovému výhledu nedal své odhady pro celý rok 2007, snížily výrazně své odhady ohledně budoucí ziskovosti společnosti. Aktuální konsensuální odhady pro rok 2007 jsou ve výši 1,93 USD a pro rok 2008 ve výši 2,48 USD (tj. žádný růst v dalších dvou letech). Domnívám se, že tento scénář je příliš pesimistický a v případě naplnění mnou výše popsaných vizí by mě nijak nepřekvapilo, kdyby společnost dosáhla EPS v roce 2007 v rozmezí 3 – 3,40 USD a v roce 2008 větší než 4 USD. Spekuluji na to, že v případě naplnění tohoto z mého pohledu nepravděpodobného scénáře by zareagoval i kurz akcie obdobným způsobem jako tomu bylo v roce 2005.

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 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.