13. ledna 2019

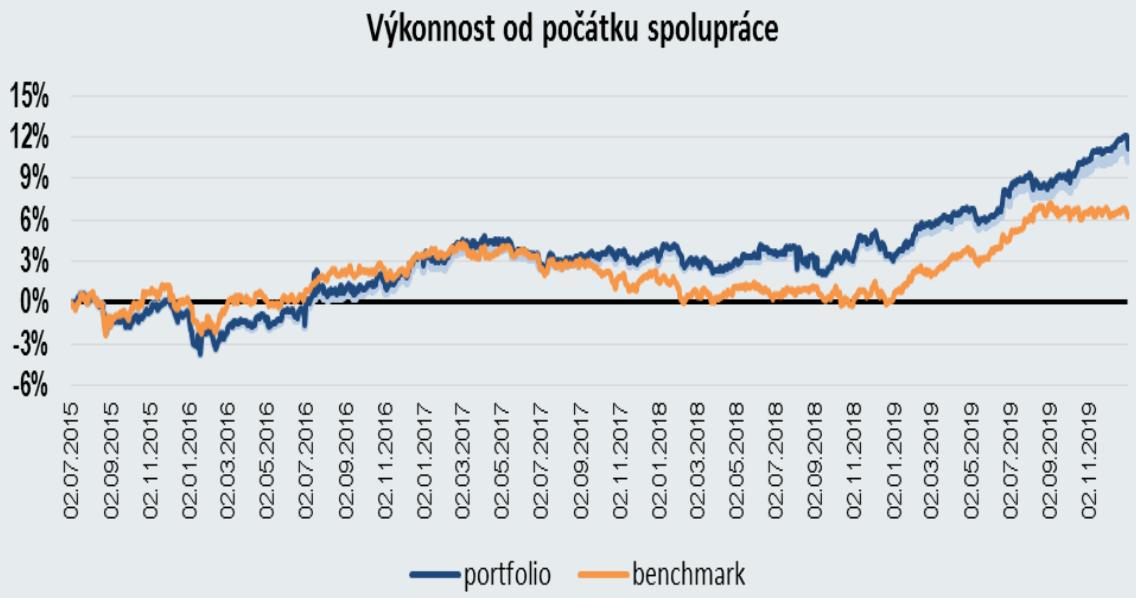
CONSEQ™

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNNÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM, A.S.

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 4. ČTVRTLETÍ 2019

VÝVOJ NA TRZÍCH 2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA 5
LIKVIDITA PORTFOLIA 11
OČEKÁVANÝ VÝVOJ 11
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE 14

Hodnota aktiv k 31. prosince 2019	
Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	**161 494 220 Kč**
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	**146 444 391 Kč**
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	**131 573 413 Kč**
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	**15 049 829 Kč**
Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 30.9. 2019 - 31. 12. 2019) - objemově váženo	
Portfolio	**1,66 %**
Benchmark	**-0,51 %**
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2019 - 31. 12. 2019) - objemově váženo	
Portfolio	**7,39 %**
Benchmark	**6,06 %**
Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 31. 12. 2019) - objemově váženo	
Portfolio	**11,44 %** (2,43 % p.a.)
Benchmark	**6,26 %** (1,36 % p.a.)



VÝVOJ NA TRZÍCH

EMU, US, CZ

Hlavní zprávy posledního čtvrtletí se i nadále koncentrovaly na témata obchodních válek mezi USA a Čínou, parlamentní volby v UK, které měly přinést ostrý start vystoupení Británie z EU, rozbíhající se kampaň před prezidentskými volbami v USA a to vše na pozadí zpomalující ekonomické aktivity v Evropě, USA i Číně.

Eurozóna i ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla v nejlepším případě jen tempem shodným s tím, které jsme viděli ve čtvrtletí třetím. Průmysl je stále v bídném stavu, zejména v Německu.

Finální data potvrdila, že tempo růstu Eurozóny bylo ve třetím čtvrtletí právě skončeného roku 2019 jen velmi slabé. Mezičtvrtletně totiž dosáhlo, stejně jako ve druhém čtvrtletí, jen 0,2 %, což znamená, že meziroční tempo se jen o málo (o 0,2 p.b.) dostalo přes jedno procento. To není vzhledem k tomu, že třeba před dvěma lety růst atakoval hranici tří procent, jistě nic ke chlubení. Jedinou pozitivní zprávou tak byla struktura růstu. Fakt, že příspěvek čistého exportu byl z posledních sedmi čtvrtletí záporný šestkrát (a bylo tomu tak i ve třetím čtvrtletí 2019) pozitivní zprávou jistě není, ale skutečnost, že příspěvek zásob byl negativní počtvrté v řadě už ano. Pokud je totiž důvodem takového opakovaného poklesu zásob to, že skutečná poptávka byla větší, než jakou firmy předpokládaly (a tudíž než co skutečnou produkci mohly v daném čtvrtletí uspokojit), pak by toto „odbourání“ zásob v roce 2019 mělo v roce 2020 vést k jejich opětovnému dobudování, samozřejmě s pozitivním efektem na růst.

Měsíční data, která byla ke konci roku zveřejněná, ukazují, že situace je stabilizována (tj., že recese v EMU vypadá pro nejbližší 2 čtvrtletí nepravděpodobně), ale že čekat rychlejší růst, než jaký jsme viděli ve 3Q19, není namístě. Maloobchodní tržby dle očekávání počátkem 4. čtvrtletí po 4 měsících růstu meziročním tempem převyšujícím 2,5 % opět zamířily pod 2 %. V říjnu tempo jejich růstu dosáhlo pouze 1,4% r/r a lehký optimismus, který v minulých měsících mohla budit meziroční čísla, narušují i čísla meziměsíční – maloobchodní tržby totiž z posledních 4 měsíců (červenec 2019 až říjen 2019) třikrát meziměsíčně poklesly, v říjnu pak dokonce o 0,6% m/m, což bylo nejvíce od konce roku 2018. Vzhledem k dalším datům, jakými jsou nezaměstnanost nebo důvěra domácností, je to však vcelku pochopitelné. Sezonně očištěná nezaměstnanost totiž jen stagnuje a v posledním půlroce se tedy prakticky nezměnila (duben 2019: 7,6%, říjen 2019: 7,5%); meziroční zlepšení míry nezaměstnanost tak je sotva poloviční (-0,5 p. b.) ve srovnání s tím, co jsme viděli ještě počátkem roku. Důvěra domácností také v posledním půlroce jen stagnuje (v listopadu -7,2 bodu, v lednu 2019 – 7,4 bodu), byť na hodnotách převyšujících historické průměry.

Průmyslová produkce v Evropě pokračovala v poklesu, který byl rozprostřen napříč celým regionem. Hlavní roli nicméně hrál pokles průmyslového sektoru v Německu, zejména v automobilovém sektoru. Vzhledem k vývoji předstihových indikátorů i německých průmyslových objednávek nelze očekávat, že se tento (pro Německo nelichotivý) stav rychle zlepší. Jediné, v co věřit lze, je, že se situace dále nezhorší. Německé průmyslové objednávky sice v říjnu poklesly (o 0,4% m/m) a meziročně jsou nižší o 5,7%, měkké indikátory však přece jenom jistých změn k lepšímu doznaly. Složka očekávání u indexu IFO se v listopadu podruhé za sebou lehce zvedla, byť její listopadová hodnota 92,1 bodu je stále jen o 1,2 bodu vyšší než pokrizové dno zaznamenané v září minulého roku. Je to jak důsledek situace ve zpracovatelském průmyslu, kde stále vládne pesimismus, tak důsledek situace v sektoru služeb. I v něm je totiž důvěra stále velmi nízko, byť poslední tři měsíce již roste.

Index nákupních manažerů (PMI) za celou Eurozónu se dle prvních dat v prosinci udržel na úrovni z listopadu (50,6 bodu). Ve zpracovatelském sektoru však došlo k poklesu na 45,9 bodu (v listopadu 46,9 bodu), který byl kompenzován čtyřměsíčním maximem v sektoru služeb (52,4 bodu vs. listopad 51,9 bodu). Z tohoto směru tedy výrazný impuls nepřijde, nicméně na akceleraci poklesu to také nevypadá.

Celková evropská inflace zůstává nadále nízká, v listopadu se však její jádrová složka zvedla na nejvyšší úroveň (1,3%) od dubna 2019. Předtím byla na stejné hodnotě opět v dubnu (roku 2017), takže skutečnost, že se na úroveň 1,3% dostala i v jiném měsíci než v dubnu (kdy je inflace obvykle pod vlivem Velikonoc), dává malou naději, že se inflační vývoj možná přece o něco zlepšuje.

ECB na svém zasedání v prosinci samozřejmě žádnou změnu v nastavení měnové politiky neudělala. Nová prezidentka Lagardová dle očekávání potvrdila kontinuitu měnové politiky, když zopakovala, že bude pokračovat v ultra uvolněné měnové politice Draghiho. Drobným

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

překvapením tak mohl být pouze fakt, že vcelku jasně vyloučila další uvolnění politiky, když interpretovala některá aktuální data (třeba růst tempa úvěrů firmám i domácnostem) jako důkaz, že měnová politika dělá, co se od ní čeká, a že je pouze potřeba dát jí více času. Nová prognóza však na horizontu prognózy (v roce 2022) nadále ukazuje inflaci pouze na 1,6%, což je i dle slov Lagardové stále pod cílem ECB („poblíž, ale pod 2%“). Další uvolnění politiky tak zcela vyloučit nelze, byť je v dohledné době nepravděpodobné.

Americká data naznačují, že tamní ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dále zpomalila. Inflace naopak urychlila na anualizované tempo blízké cíli americké centrální banky.

Tempo růstu americké ekonomiky je sice vzdáleno tomu, co by nejraději viděl americký prezident (poblíž 3 procent), ale žádná ostuda to určitě není: dle finálního odhadu totiž americký HDP vzrostl ve 3. čtvrtletí tempem o něco lepším (2,1 % q/q anualizovaně) než ve čtvrtletí druhém (kdy to byla rovná dvě procenta). Největším přispěvatelem k růstu byla samozřejmě poptávka domácností, následována s velkým odstupem poptávkou vlády. Příspěvek zbylých složek agregátní poptávky byl negativní, ale jenom mírně. Data zveřejněná během závěrečného kvartálu nás pak nevedou k tomu, že bychom pro poslední čtvrtletí roku 2019 čekali výrazně jiné tempo růstu než to, které jsme viděli ve třetím čtvrtletí.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby bez letadel a vojenské techniky, což je proxy pro fixní investice, rostly v listopadu i prosinci. Průmyslová produkce po říjnovém dolů revidovaném poklesu v listopadu přidala skoro 1,1 %, oproti počátku roku i oproti listopadu 2018 je tak nižší jen o 0,8%. Obchodní válka tak sice i na americký průmysl doléhá, ale evidentně neporovnatelně mírněji, než je tomu v případě německého průmyslu. Maloobchodní tržby bez aut a paliv ve čtvrtém čtvrtletí znatelně zpomalily. Vzhledem k dalším datům je takové zpomalení proti 3. čtvrtletí překvapivé, ale nejspíš jen přechodné. Trh práce totiž po silném prvním a druhém čtvrtletí, kdy vytvořil 496 tis. resp. 437 tis. soukromých pracovních míst, pokračoval v silném růstu i ve třetím čtvrtletí, v němž vzniklo v soukromém sektoru dohromady 452 tis. míst. A i ve 4. čtvrtletí se trhu práce daří – v říjnu vytvořil 163 tis. míst, v listopadu dokonce 254 tis., takže i ve 4. čtvrtletí bude s jistotou překonána hranice 450 tis. To na slabost poptávky domácností neukazuje. A neukazuje na ní ani oficiální míra nezaměstnanosti. Ta v listopadu 2019 dosáhla 3,5 % (tj., společně se zářím roku 2019 roku nejnižší úrovně od roku 1994), její alternativní míra, zahrnující kromě nezaměstnaných i lidi, kteří pracují méně, než by chtěli, dosáhla 7%, což je stejně nízko jako v prosinci 2000. Dobrý vývoj trhu práce se projevuje ve mzdách. Ty sice nerostou raketovým tempem, ale jejich růst dosahuje zhruba desetiletého maxima.

Meziroční inflace sice zůstává jen na úrovni 1,6 %, ale v anualizovaném vyjádření je meziměsíční tempo nyní opět na úrovni dvou procent. Uvidíme, zda toto tempo v dalších měsících vydrží – pokud ano, uvidíme již koncem 1. čtvrtletí letošního roku meziroční hodnoty jádrové PCE inflace na úrovni dvou procent.

Americký Fed snížil na konci října hlavní sazbu o dalších 25 b.b. (na 1,50-1,75%) a upozornil, že laťka pro další pokles sazeb se posunula výš. Trojí snížení sazeb v minulém roce tak nebylo jen pojistkou (tj., že to nebylo snížení, které, pokud se nevyplní rizika, se rychle zase odmaže), ale spíše novým normálem. Další růst sazeb je na straně Fedu totiž podmíněn výrazným a trvalým zvýšením inflace. Čeká nás tedy nyní pravděpodobně delší období stability sazeb.

Růst české ekonomiky pokračuje, ale temp růstu Polska nebo Maďarska nedosahuje. Inflace poprvé od roku 2012 překonala tři procenta.

Česká ekonomika vzrostla ve 3. čtvrtletí dle zpřesněných údajů o 0,4% mezičtvrtletně a o 2,5% meziročně. Jednalo se tak o nejslabší tempo v rámci regionu a také o nejslabší růstové tempo od 2. čtvrtletí 2016. Ve struktuře mezičtvrtletního růstu je navíc vidět, že nebýt vlády (jejíž poptávka po růstu o 1,3% q/q ve druhém čtvrtletí přidala ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně další procento), ekonomika by bývala poklesla. Poptávka domácností totiž mezičtvrtletně pouze stagnovala (což je její nejslabší výsledek od konce roku 2013) a meziročně přidala jen 2,3% (v roce 2017 to pro ilustraci bylo jednou tolik), a to i navzdory tomu, že nominální průměrná mzda dle v prosinci zveřejněných dat vzrostla ve 3Q19 meziročně o bezmála 7%. K tomu musíme připočítat, že pokračovala také slabost fixních investic, které na mezičtvrtletní bázi poklesly potřetí v řadě (ve 3Q19 o 0,3% q/q, stejně jako v prvním čtvrtletí). Finální růstová data, která budou zveřejněna v lednu 2020, na těchto výsledcích s pravděpodobností hraničící s jistotou nic

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

nezmění. Jedinou novou informací tak bude, jak se vyvíjela míra ziskovosti nefinančních firem a jak míra úspor domácností (a čekáme, že obě tyto míry zůstaly nízké).

Inflace se poprvé od října 2012 přehoupla přes tři procenta, když v listopadu dosáhla 3,1 % a v prosinci 3,2 %. Jenže zatímco na podzim 2012 byla inflace způsobená regulovanými cenami a nepřímými daněmi (jejichž kumulativní příspěvek k celkovému cenovému růstu činil v té době 2,6 p.b.) a příspěvek poptávkové inflace byl záporný, dnes je tomu přesně naopak. Poptávková inflace přispívá k meziroční celkové inflaci bezmála jeden a půl procentním bodem, daně pak vůbec a regulované ceny jen v rozsahu 0,8 p.b. Struktura inflace z pohledu účelu individuální spotřeby (tj., dle tzv. ECOICOP) ale ukazuje, že to s poptávkovou inflací není tak horké. Primárním vlivem je totiž nadále cenový okruh bydlení (+1,2 p.b.) a ceny potravin (vč. nápojů a tabáku), jejichž příspěvek je také 1,2 p.b.

ČNB zasedala 18.12., nastavení měnové politiky zůstalo neměnné. Bankovní rada jako celek vyhodnotila rizika poslední prognózy, která „požaduje“ mírný nárůst sazeb v posledním čtvrtletí 2019 a prvním čtvrtletí 2020 a jejich následní pokles ve čtvrtletích následujících, jako vychýlená směrem dolů. Rychlejší oproti prognóze z listopadu 2019 je skutečná inflace, opačným směrem naopak působí růst mezd i růst HDP – obě kategorie totiž rostou pomaleji, než v prognóze (což neznamená, že rostou pomalu). BR ČNB se tak pod vlivem těchto protichůdných faktorů rozhodla k nečinnosti. Základní měnově politická sazba tak od května zůstává na 2 %.

Dluhopisové trhy

Německá výnosová křivka od září zvýšila svůj sklon. Na krátkém konci zůstaly výnosy výrazně negativní na úrovni cca -60 b.b. Na dlouhém konci došlo vlivem lehce optimistického zasedání ECB a vlivem nadějí na urovnání konfliktu mezi Čínou a USA k růstu výnosů v rozsahu do 20 b.b. Desetileté výnosy se tak dostaly na úroveň -25 b.b.

Americká výnosová křivka prošla podobným vývojem, tj. zaznamenala růst svého sklonu. Na krátkém konci zůstaly výnosy na 1,6 %, na dlouhém konci došlo k mírnému růstu, rozsahově lehce méně proti EUR křivce, cca do 15 b.b., na zhruba 1,9 %.

Česká výnosová křivka se v posledním kvartálu posunula paralelně nahoru. Výnosy delších splatností následovaly německou křivku a, vyjma krátké epizody začátkem října, po celou dobu rostly. Konečný pohyb činil cca 30 b.b. 1,6 % v případě desetileté splatnosti. Na krátkém konci také došlo k růstu výnosů (k mírně většímu, než v případě dlouhodobých obligací) na 1,75 %, což je hodnota naposledy zaznamenaná koncem května minulého roku. Důvodem byl fakt, že inflace poprvé od roku 2012 vzrostla přes tři procenta a také fakt, že na posledním zasedání ČNB opět dvojice členů hlasovala za růst sazeb.

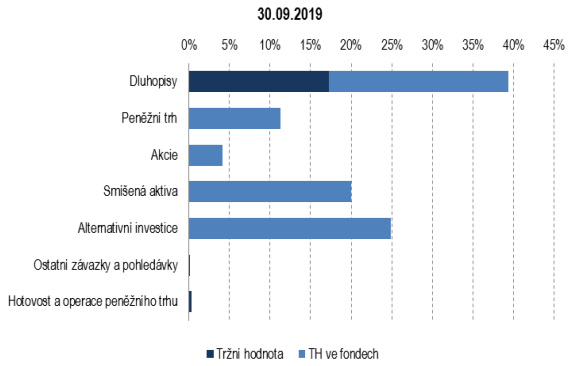
Akcie

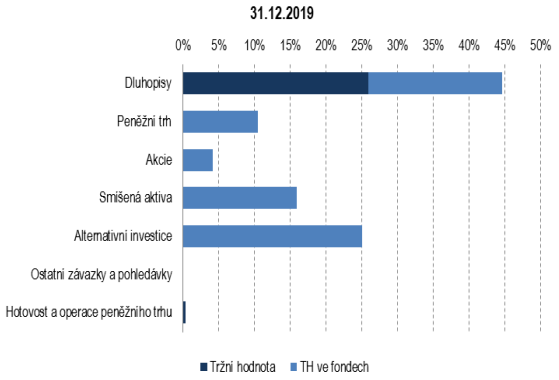
Akciové trhy zakončily poslední měsíce v pozitivním duchu a celý rok tak i přes zpomalující dynamiku globálního hospodářského růstu vyzněl pro akcie velmi pozitivně. Stále uvolněné měnové politiky centrálních bank ECB, FED, BoJ a PBOC, nízké požadované výnosy dluhopisů, umírnění na poli obchodních válek v závěru roku, rozumné hospodářské výsledky firem a relativně optimistický výhled pro rok 2020 táhl mnoho akciových indexů k novým maximům. Americký akciový index S&P 500 si připsal výrazných +28,9 % a evropský index DJ STOXX 600 +23,2 %. Hůře se vedlo indexu středoevropských akcií (index CECEEUR +2,7 %), který byl brzděn polskými akciemi. Důvody propadů polské burzy musíme hledat ve státních zásazích ve firmách se státní účastí, jako výměně managementu, akvizice nebo neefektivní strategie, a pokračujících problémech bankovního sektoru s půjčkami denominovaných ve švýcarských francích.

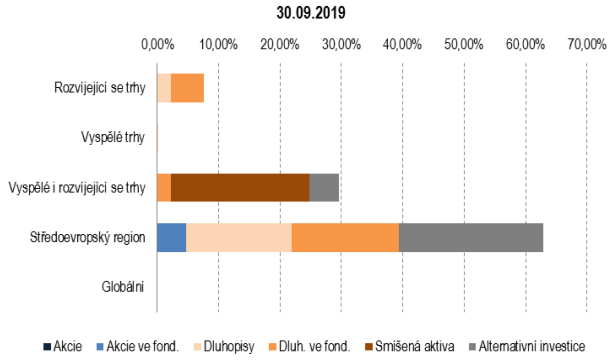
Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

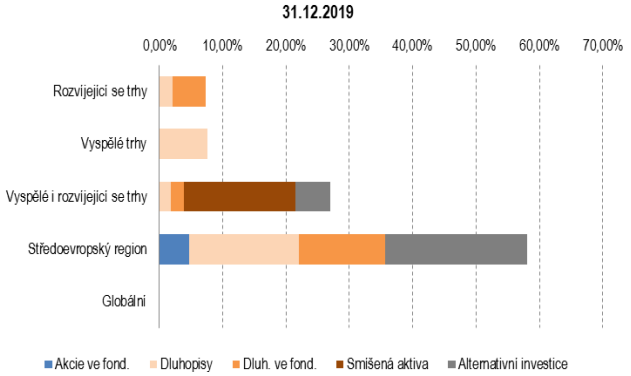
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

❑ *ALOKACE AKTIV*









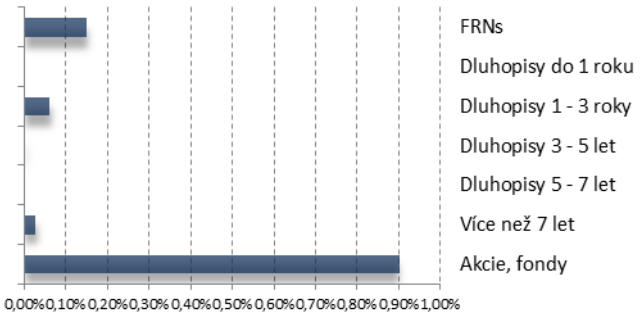
V průběhu kvartálu jsme portfolio fondu rozšířili o několik nových korporátních emisí (*detaily na další straně*). V rámci asset alokace jsme se pak v průběhu listopadu po silném růstu rozhodli realizovat část akciových zisků a to snížením pozice ve fondu fondů Conseq Private Dynamický. Ve srovnání se srovnávacím indexem se tak tímto krokem dostáváme z mírného nadvážení na mírné podvážení (váha akcií a akciových fondů v portfoliu 19,3%; neutrál benchmarku 20 %).

Portfolio za uplynulý kvartál připsalo **zhodnocení 1,66 %**, srovnávací **index klesl o 0,51 %**. **Od počátku spolupráce** dosáhla výkonnost úrovně **11,44 %**, benchmark od července 2015 přidal cca polovinu této hodnoty (6,3 %).

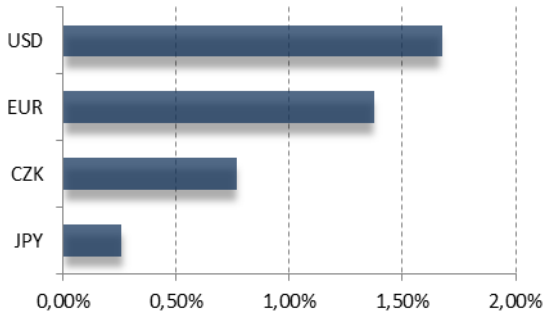
❑ *KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC*

V uplynulém čtvrtletí

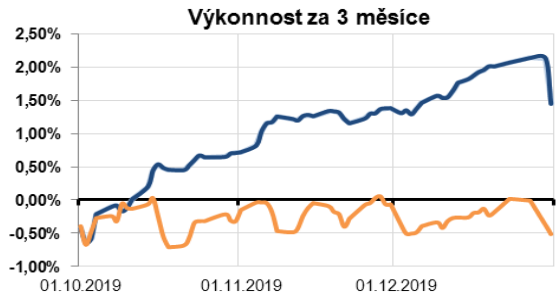
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv

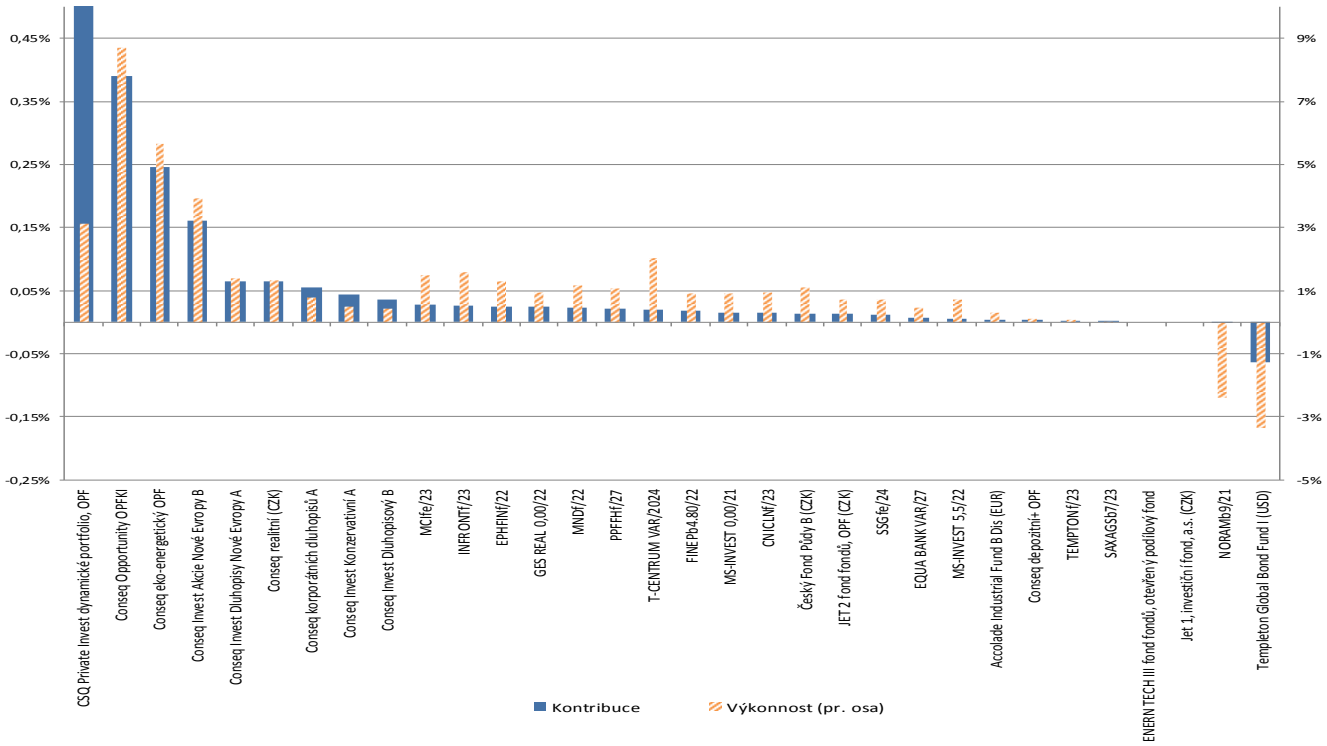


Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz





Portfolio v uplynulém čtvrtletí přidalo 1,66 % a výrazně tak překonalo **srovnávací index (-0,51 %)**. Relativně lepší výkonnost šla na vrub nižší úrokové citlivosti dluhopisových fondů při silném propadu cen českých dluhopisů, výkonnosti vybraných korporátních emisí a výborné výkonnosti akciových fondů, doplněných segmentem alternativních investic. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu Conseq Private Dynamický, Conseq Opportunity, následovaný fondem Conseq Eko-energetickým a fondem Conseq Invest Akcie nové Evropy.

Korporátní dluhopisy

Z konkrétních dluhopisových titulů jsme do portfolia zařadili primární emisi společnosti Saxa Gres. Saxa Gres S.p.a. je průmyslovým podnikem, založeným v roce 2015 v italském Angani (cca 70 km východně od Říma) jako výsledek restrukturalizačního procesu jednoho z největších italských výrobců keramiky (Marazzi, zal. 1935, součást skupiny Mohawk Industries, obchodované na NYSE).

Z pohledu finančních ukazatelů vygenerovala společnost za loňský rok výnosy 28 mio €, EBITDA 3,7 mio € při marži 13 %. Dluh společnosti činil 40 mio €, nicméně pro rok 2019 by net debt/EBITDA mělo již dosáhnout úrovně kolem 5x, při pozitivním a silně rostoucím CF. Vzhledem k postupnému rozbíhání výroby je klíčový výhled a očekávaná výroba do roku 2023.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Ten počítá pro letošní rok s výnosy 54 mio € a EBITDA cca 14 mio €. Zásadním je také silný růst celého odvětví a plánovaná zahraniční expanze společnosti při velmi silné poptávce z Asie (roční růst trhu cca 10 %).

Dále o primární emisi jedné z předních německých pracovních agentur Tempton, poskytujících služby pro malé a střední podniky, zejména na krátkodobé bázi. Roku 2014 byla převzata rodinou Tischendorf, která ji restrukturalizovala, stabilizovala její provoz a dále úspěšně rozvíjí. Přes 400 zaměstnanců nabízí zprostředkování práce přes 5,6 tis. agenturních pracovníků, pro více, než 10 tis. koncových zákazníků. Růst probíhá přes akvizice (úspěšně proběhly tři, v bezprostřední budoucnosti se plánuje další).

Výhodou společnosti je vysoká diverzifikace napříč obory, silná regionální přítomnost, nízká zákaznická koncentrace a omezená expozice na automobilový sektor. Společnost je tak lépe nastavena na případné cyklické zpomalení evropské ekonomiky, které by na Německo bezprostředně dopadlo přímo i přes subdodavatelské řetězce.

Fragmentovaný německý trh krátkodobých pracovních agentur pak poskytuje dostatek prostoru po akviziční růst při přijatelném ocenění. Zaměření na malé podniky pak přináší menší závislost na celkovém vývoji ekonomického cyklu a dovoluje dosahování vyšších marží. Z povahy obchodního modelu nedisponuje společnost vysokým podílem hmotných aktiv ani nároky na výši pracovního kapitálu. To jí umožňuje dosahovat vyšší míry cash conversion. Výhodou je také vysoký podíl variabilních nákladů, umožňující flexibilnější reakci na vývoj ekonomického cyklu.

Za první pololetí dosáhla společnost 5% EBITDA marže, při tržbách přes 200 mio EUR. Nízké zadlužení (NIBD/EBITDA 0,5x) poskytuje do budoucna dostatečnou kapacitu pro akviziční růst a obsluhu dluhu. Společnost také přikládá velkou váhu elektronizace celého procesu a investicím do rozvoje IT zázemí.

Nově zařazeným titulem byly také dluhopisy společnosti Infront. Společnost vznikla v roce 1998 a je poskytovatelem tržních dat, analytických nástrojů, zpravodajství a obchodních terminálů pro finanční sektor. Aktuálně je listována na hlavním norském burzovním trhu v Oslu (OSE, tickr INFRNT) s tržní kapitalizací 517 mio NOK. Regionální rozložení tržeb pokrývá Norsko, Švédsko, Itálii se sporadickým působením ve Franci, Jižní Africe, Finsku, Dánsku a UK.

Největšími vlastníky a zároveň výkonnými pracovníky jsou zakladatelé Kristian Nesbak a Morten Lindeman (16,3 % a 16,8 %). Dalšími akcionáři jsou severští institucionální investoři.

Společnost od svého založení stabilně roste, především formou akvizic. Aktuálně má přes 40 tis. aktivních uživatelů. Účelem dluhopisového financování je akvizice společnosti vwd group, která přinese vítané geografické rozšíření, doplní portfolio produktů a povede k nárůstu počtu zákazníků přes 90 tis. Vwd group je německým poskytovatelem finančních dat, zpráv a nástrojů pro správu aktiv a regulatorních povinností, založená v roce 1949. Společnost se soustředí na německy mluvící země a hlavní báze zákazníků se skládá z malých a středních bank, správců aktiv, family offices a malých společností.

Hodnota společnosti po dokončení transakce by se pohybovala kolem 1,7 mld NOK (184m EUR; 54m EUR před transakcí), tzn. LTV cca 60 %. Díky silnému potenciálu synergií a deleveraging efektu je poměrně realistický předpoklad ke snížení LTV na hranici 40 % a NIBD/EBITDA k úrovni 3-3,5x.

Z pojišťovacího sektoru jsme zařadili dluhopisy společnosti SSG, která patří k předním firmám v regionu severní Evropy, poskytujících služby v oblasti prevence a následného řešení pojistných událostí po požárech, záplavách a dalších škodních událostech. Založena byla roku 1993. Z dánského trhu postupně organicky či akvizicemi expandovala do Švédska a Norska. Zákazníky jsou z většiny pojišťovny, které ač negarantují žádný minimální počet řešených událostí během roku, pracují na bázi rámcových smluv s SSG a dlouhodobé spolupráce. SSG za rok řeší přes 30 tis. projektů z různých oborů. Zaměstnává přes 900 pracovníků na 55 lokacích v Dánsku,

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Norsku a Švédsku. Na všech trzích patří do top 4 největších poskytovatelů těchto druhů služeb (DEN 1#, SWE #3, NOR #4). 75% výnosů tvoří smluvní či ad-hoc řešení nenadálých pojistných událostí, 25 % preventivní a udržovací služby, snižující riziko vzniku pojistné události. Nejziskovějším trhem z pohledu dosažené marže je Dánsko. Cílem je implementace způsobu fungování na dánském trhu i do zbývajících regionů. Kromě pojišťoven tvoří zákaznickou bázi korporace, municipality a správci nemovitostí. U většiny panuje relativně vysoká míra predikovatelnosti výnosů a odolnost proti ekonomickému cyklu. Očekává se silné free cash flow a postupné snížení počátečního zadlužení až na 1,8x Net debt/EBITDA při splatnosti v roce 2024. Pozitivem je i kovenant, omezující výplatu dividend.

Posledním titulem je IT společnost CentralNic, založená roku 1996. Od roku 2013 je listována v Londýně (AIM London Stock Exchange, tržní kapitalizace 143 mio USD). Je poskytovatelem a správcem webových domén s celosvětovým působením. Zákaznický kmen tvoří přes 255 tis. klientů a společnost obhospodařuje přes 14 mio doménových adres.

Celosvětový trh s doménami roste od roku 2010 průměrným tempem 7 % ročně a v dalších třech letech by měl pokračovat zhruba polovičním tempem, přičemž společnost má v nejrychleji rostoucích segmentech cca 15% tržní podíl. Vzhledem k vysoké fragmentaci trhu a rigiditě předplatitelských služeb rostla společnost v minulosti zejména prostřednictvím M&A, v čemž plánuje pokračovat i nadále (budou pravděpodobně financovat dluhem, mají na to incurrence test 4,5x v prvním roce a pak 4,0x a 3,5x).

Společnost operuje ve třech segmentech, přičemž v případě přeprodeje domén (registrovaných u CN, ale prodávaných třetími protistranami) má navázáno partnerství s Googlem a Amazonem. V segmentu malých společností je CN menším hráčem, ale soustředí se na dosažení vyšších marží nabízením nadstandardních služeb. V segmentu korporací těží společnost z automatizované platformy, díky čemuž se jí daří získávat nové zákazníky na úkor konkurence.

Výtěžek z emise bude použit na akvizici australské společnosti TPP Wholesale se 14 tis. zákazníků, výnosy 12,7 mio USD, EBITDA 4mio a tedy EBITDA marží necelých 32 % (CN 14 %). TPP provozuje obchodní model na stejné předplatitelské bázi, jako CN. Očekávaná synergie z transakce se pohybuje okolo 1 mio USD, v důsledku úspor z rozsahu, optimalizace procesů v back-office a corss-sellingu.

Dluhopisové fondy

Poslední kvartál roku 2019 pokračoval v pozitivní výkonnosti také u dluhopisových fondů Conseq. **Conseq Invest dluhopisový a přidal 0,44 %,** když **tržní index odepsal výrazných 1,85 %**. Šlo tak o pátý kvartál s pozitivní výkonností, přičemž **za celý rok 2019 přidal fond 3,7 %**. V průběhu čtvrtletí jsme se nadále soustředili na vybrané emise korporátních emitentů, vesměs s variabilním úročením a silným cash flow. Z pohledu sektorů se jednalo o širokou diverzifikaci od maloobchodního prodeje kosmetiky, pojišťovnictví, IT, chemického průmyslu, až po těžební sektor. Úrokovou citlivost fondu udržujeme i nadále na zhruba poloviční hodnotě ve srovnání s tržním indexem.

V případě **Conseq Invest konzervativního dluhopisového** fondu jsme v uplynulém roce mohli zaznamenat pouze jeden výkonnostně záporný měsíc. **Za celý rok 2019 přidal fond 2,37 %, když v posledním čtvrtletí získal 0,48 %**. V hojné míře jsme využívali repo operací České národní banky a doplňovali jsme je vhodnými korporátními emisemi. Namátkou šlo i o zajímavé CZK emise – český průmyslový výrobce dveřních klik a zárubní M&T, dluhopisy skupiny DEK se splatností do jednoho roku, či cenné papíry emitenta Škofin s garancí mateřského koncernu VW.

Fond **Conseq Korporátních dluhopisů** uzavřel rok čtvrtletním ziskem necelého 1 %. Fond dokázal při zachování průměrného ratingového stupně na úrovni BBB a nízké úrokové citlivosti (durace 1,3) přidat za rok velmi solidních 4,9 %. V závěru roku jsme portfolio fondu rozšířili o dvě českokorunové emise korporátních emitentů. Jmenovitě šlo o šestiměsíční emisi nemovitostního fondu ZDR Investment, který se zaměřuje na investování do komerčních nemovitostí, retailových nemovitostí diskontního typu i do administrativních a výrobních objektů

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

a logistických parků. Emise je při své velmi krátké splatnosti zajištěna velice kvalitními nemovitostmi. Ve druhém případě se jednalo o průmyslovou společnost vyrábějící designové dveřní a okenní kliky a dveřní zárubně M&T. Společnost byla založena v roce 1997 a z původní čistě obchodní činnosti firma postupem času přešla na vlastní výrobu a dnes je čistě výrobním podnikem. Tržby společnosti narostly z 53 mio CZK v roce 2010 na loňských 132 mio CZK, při 124 tis. prodaných kusech klik a marži na úrovni 20 %. Zadluženost po emisi by měla dosáhnout maxima letos na úrovni 3,2x a postupně klesat. Při splatnosti za pět let by měla být přibližně nulová. Velkým pozitivem je maintenance kovenant na zadluženost s limitem 4,0x a solidní kapitalizace firmy (50 %). Z dalších investičních akcí jsme zařadili zajímavou emisi norské IT/těžební firmy Cegal. Ta je předním poskytovatelem nezbytných služeb pro ropný a těžební sektor. Základem obchodního modelu jsou tři segmenty – cloudové služby, vývoj softwaru a odborné konzultace (geologická expertíza v souvislosti s průzkumy ložisek a těžbou). Aktuálně zaměstnává přes 400 lidí a operuje kromě Norska i v UK, US, Dubaji a Malajsii. Svoje služby poskytuje největším subjektům v oboru ve 40 zemích světa. V případě norského kontinentálního šelfu ovládá přes 60 % trhu cloudových služeb. Silnou stránkou je solidní kapitalizace, růst tržeb a stabilní marže. Unikátní kombinace řešení – hardware/software/industry expertise/technical excellence s velmi vysokými náklady na změnu dodavatele, poskytuje téměř 100% poměr obnovování kontraktů. Vzhledem k přednasmlouvaným zakázkám (2,5 bn NOK) a vysokému podílu obnovujících se kontraktů by očekávaná nově generovaná EBITDA měla pokrýt přes 60 % získaného dluhového financování. Firemní fundamenty prozatím zůstávají v prostředí globálního ekonomického růstu, byť zpomalujícího, příznivé. Náznaky zhoršení se ale objevují. Celkově je situace na trhu korporátních dluhopisů nyní velice silně ovlivněna opětovným přechodem k uvolněné měnové politice a spekulacím o dalším kole nákupů aktiv ze strany ECB. Ceny dluhopisů tak zůstávají vysoko, resp. výnosy jsou tlačeny dolů. To lehce zakrývá fakt, že firemní fundamenty se s dlouhým obdobím nízkých úrokových sazeb pozvolna zhoršily. Celkový objem dluhu je nejvyšší v historii, ukazatel čistého dluhu relativně k provoznímu výsledku stejně tak. Ve fázi pokročilého ekonomického cyklu a snižujících se marží bude firemní dluh náchylný ke zhoršení.

Fond **Conseq Opportunity** přidal **druhý rok v řadě téměř 20 %**, přičemž **kvartální výkonnost se zastavila na úrovni 8,7 %**. Kromě růstu sazeb čekských úrokových swapů, které od září vzrostly o 40 bb, těžil fond z posílení norské koruny a ruského rublu. Nízké sazby a silná poptávka investorů pak podporovaly i růst cen dluhopisů korporátních emitentů.

Fond **Conseq Invest dluhopisů nové Evropy** zakončil rok 2019 **kvartálním ziskem 1,4 %**, což ve dvanáctiměsíčním účtování znamenalo konečných **13,6 %**. Hlavní měrou se na tomto výsledku podílely ukrajinské státní dluhopisy a posilující Hřivna v kombinaci s aktivním obchodováním v rámci segmentu tureckých státních a korporátních obligací. Zejména ve druhém případě se pozitivně projevilo využití stresových období k navýšení pozic a následné snížení po růstu cen. Aktuální podíl tureckých aktiv činil ke konci roku mírně přes 8 %. Zatímco v případě Turecka se pozitivně projevilo opětovné zvýšení ekonomické aktivity, pokles inflace a, na turecké poměry, relativně rozumné chování centrání banky, ukrajinská aktiva těžila hlavně z reformní nálady a volebních výsledků nového prezidenta a jeho strany. Aktivní spolpráce s Mezinárodním měnovým fondem, nad očekávání rostoucí ekonomika a klesající inflace v kombinaci s vysokými reálnými výnosy tak přilákaly silný zájem zahraničních investorů. I přes všechna pozitiva má ukrajinská vláda před sebou stále dlouhou cestu a ta nejdůležitejší rozhodnutí.

Dynamická složka – akciové fondy

Většina hlavních akciových trhů v průběhu čtvrtletí připsala slušné zisky. Pozitivně působily zprávy o dobrém vývoji obchodní dohody mezi USA a Čínou. Spojené státy sníží cla na čínské zboží. Peking za to má nakoupit víc zemědělských produktů. V Evropě naopak rezonovaly parlamentní volby ve Velké Británii, v nichž drtivě zvítězila Johnsonova konzervativní strana. Britský premiér tak má volnou ruku vyvést zemi z EU dle svých představ. Zasedání centrálních

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

bank nepřinesla žádné překvapení v podobě změn základních úrokových sazeb, stávající nastavení bude nadále uvolněné, resp. ekonomicky povzbuzující. Na druhou stranu nová přicházející makrodata opět potvrdila, že světová ekonomika pokračuje v mírném zpomalování. Recese z globálního pohledu nicméně rozhodně není na pořadu dne. Akcie na rozvíjejících se trzích zakončily rok výborně. Dařilo se hlavně čínským akciím, které reflektovaly očekávané dokončení první fáze obchodní dohody s USA, a akciím v Latinské Americe, kde pro změnu investoři ocenili plánované reformy v Brazílii a dojednání (zřejmě) finální obchodní dohody mezi Mexikem, Kanadou a USA. Zbytek roku se nesl v poklidné sváteční náladě a trhy si na optimistické vlně dokázaly udržet zisky. Neopakovala se tak dramatická situace ze závěru loňského roku. Středoevropské trhy následovaly dění na globálních trzích a při pozitivním sentimentu všechny skončily s meziměsíčními zisky.

V říjnu jsme se rozhodli do portfolia Private Invest dynamického fondu přidat fond zaměřený pouze na čínské domácí akcie (onshore, A-Shares), a to na úkor ostatních asijských fondů rozvíjejících se ekonomik. Čínské akciový trh je již druhý největší na světě (dle tržní kapitalizace), zastoupení těchto akcií v indexech a pozice investorů tomu však neodpovídají. Považujeme tak tyto akcie za atraktivní, aktivní management je navíc na tomto zatím relativně málo efektivním trhu dobrou příležitostí.

V průběhu prosince jsme pak přistoupili ke změně v měnovém zajištění. Rozhodli jsme se pokračovat i nadále v zajišťování 75 % z celkové dolarové expozice, nyní však budeme zajišťovat tuto měnu vůči koruně (prozatím jsme zajišťovali pár EURUSD), což provedeme z důvodu minimalizace špatného načasování ve dvou krocích. K tomuto kroku nás vedla především úspora nákladů, zajišťování eurodolaru je vlivem velkého úrokového diferenciálu totiž výrazně dražší. Druhým důvodem je naše menší obava, že by koruna mohla dramaticky oslabit. Ačkoliv pozice zahraničních investorů zůstávají v koruně veliké, velký úrokový diferenciál a přeci jen optimističtější vyhlídky na vývoj ekonomik eurozóny tolik nemotivují investory k tomu, aby své pozice začali ve velké míře opouštět. V prosinci oslabil dolar jak vůči euru, tak vůči koruně. Měnové zajištění proto mělo pozitivní vliv na výkonnost portfolia.

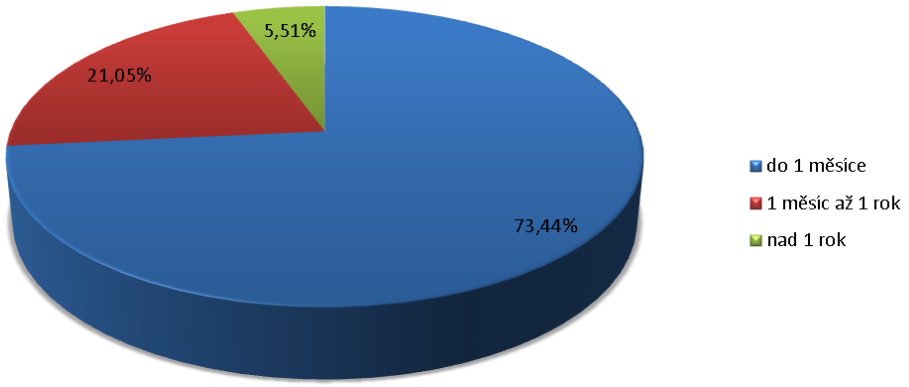
Výhled na globální akciové trhy pro rok 2020 máme regionálně selektivní. Pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Významným negativním faktorem je také dynamika mezinárodního obchodu. Začátkem příštího roku však můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiky ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází na svých historických maximech a v současné době budou obtížně hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám.

Fond **Private Invest Dynamický** uzavřel rok zhodnocením **13,68 %, když v posledním kvartále přidal 3,59 %**.

Fond Conseq Invest Akcie nové Evropy si připsal **roční výkonnost 9,87 %**, **za poslední tři měsíce pak 3,85 %**. Pozitivně se projevilo podvážení fondu na polském trhu a výběr jednotlivých titulů v rámci regionu CEE.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Dluhopisové trhy - ČR

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v Eurozóně a absenci vyhlídky na další utažení měnové politiky ČNB.

Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je evidentně s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc, faktorem, jež bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí Eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo).

ČNB sice na posledním zasedání opět ponechala sazby bez změny, ale ponechala otevřenou možnost jejich růstu tím, že za růst hlasovala opět dvojice členů BR. Pravděpodobnost, že k němu skutečně dojde, je sice v tuto chvíli nižší (s ohledem na zatím pokračující slabost ekonomik Eurozóny a posílení koruny z posledních týdnů), nicméně i střednědobá stabilita sazeb není konsistentní s úrovní výnosů českých státních dluhopisů z konce roku. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (1,3 – 1,5%; versus repo sazba 2%), a implikovala tak výraznější očekávané snižování sazeb.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů/poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu, ergo přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – v polovině 4. čtvrtletí drželi nerezidenti 36,8 % všech a 40,7 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové prémie.

Dluhopisové trhy - Polsko

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti nepolevuje a zdá se, že vláda chce zaručit, že se tak ani v roce 2020 nestane). Z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v Eurozóně a holubičí nastavení polské centrální banky toto očekávání částečně nabourávají. Našim základním scénářem pro nejbližší čtvrtletí je zvyšování sklonu křivky (růst výnosů delších splatností), zhruba v souladu s pohybem křivky v Eurozóně.

Dluhopisové trhy - Turecko

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku se však nad tuto hranici vrátila a dle našeho a tržního odhadu zakončila rok 2019 poblíž hladiny 12%. Citelný pokles inflace

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

umožnil centrální bance výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu o 12 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) na 12%. V nadcházejícím roce bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů tak v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru na dolní hranici námi dlouho predikovaného pásma 1,12-1,14. Měnová politika ECB i FED-u totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit nejspíš dopadne relativně civilizovaně. Největší riziko pro tento měnový pár je vývoj čínsko-amerického obchodního konfliktu, zejména s blížícími se prezidentskými volbami. Jakékoliv vyostření povede nejspíš k oslabení eura (ostatně, je to německá ekonomika, která zhoršením čínsko-amerických vztahů trpí nejvíce). V delším horizontu však očekáváme, že euro začne postupně vůči dolaru sílit a to vlivem nadále se prohlubující zejména fiskální nerovnováhy USA, fundamentální nadhodnocení dolaru a vedle toho postupné sbližování měnověpolitického nastavení Fedu a ECB.

Vývoj z posledních týdnů ukázal schopnost koruny posílit pod hranici 25,50, posun kurzu k úrovni 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co od ní léta čekala ČNB – však nebude pro korunu jednoduchý. Jejímu výraznějšímu posílení bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů a zpomalováním průmyslu. Nakonec, pro letošek nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna v letošním roce nad 25 korun za euro, přičemž zpětné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU a poměrně atraktivnímu úrokovému diferenciálu nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 2% ročně.

U polského zlotého došlo prosinci k námi očekávánému posílení k úrovni 4,25. Ačkoliv z fundamentálního hlediska by zlotému svědčily i hodnoty znatelně silnější, nečekáme, že se na tyto úrovně zlotý hned tak dostane. K nastartování posilování k hranici 4,10 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst ekonomiky doposud na nastartování posilování evidentně nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji, snad, pod touto hranicí.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k – či dokonce pod – hranici 300. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utažení politiky slyšet, naopak, dle posledních zasedání stále kouká holubičím směrem. Našim scénářem pro nejbližší rok tak je forint mezi 325 a 330 forinty za euro.

Akciový trh

Výhled na globální akciové trhy pro rok 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky jednoznačně pokračuje. Slabost začala v průmyslovém sektoru, nicméně nyní se již zdá, že i spotřebitelský sektor bude negativně přispívat k dalšímu zpomalování světové ekonomiky v následujících měsících. Skutečně to vypadá tak, že je odolnost spotřebitelů, z globálního hlediska, minulostí. Významným negativním faktorem je také dynamika mezinárodního obchodu. Co se týče klíčových centrálních bank, ECB a Fed v prosinci nastavení velice uvolněné měnové politiky nezměnily. Také u japonské centrální banky jsme se v posledním období žádné změny nedočkali. Bank of Japan bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.

Začátkem příštího roku však můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiky ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází na svých historických maximech a v současné době budou obtížně hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Mírně pozitivním stimulem by mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekáváné a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávaní výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních státu eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní na akcie producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech Republic, na IT společnost AVAST a producenta nealkoholických nápojů Kofola. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále spekuluje. Sektoru pojišťoven, tabákových firem a alkoholu se již určitá forma daně dotkla. Ze segmentu START, části pražské burzy pro malé firmy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo oděvní skupinu Vistula. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie sít zdravotnických zařízení MedLife a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE

V souladu s investičním kodexem nejsou v portfoliu fondu přímo zastoupeny žádné investiční nástroje, které by kolidovaly s filozofií ESG. Nepřímá expozice skrz fondy dosahuje v součtu necelého 1,5 %.

Přímá expozice v dluhopisech

EPH Zařazeno po konzultaci- viz. mail 01.10.2018 10:53, návrh nákupu nových dluhopisů pro fond ČCE (B)

MND Prodáno

NORAM Prodáno. Velice malá zbytková pozice 0,01 % portfolia (pozůstatek korporátní akce, vypořádané po prodeji).

Saxa Gres Společnost se zabývá výrobou dlaždic a dlažebních kamenů pro vnitřní i venkovní účely, městské povrchy i individuální využití. Podstatou výroby je patentovaná technologie Grestone, která při výrobním procesu keramických dlaždic a kamenů využívá jako příměsi (až ze 30 %) popela ze spaloven. Tento přístup je základem projektu tzv. „circular economy“ – druhotného využití průmyslových odpadů, snížení nákladů výroby a znovuotevření jinak utlumených výrobních kapacit, pro které původní vlastníci již neměli využití. V tomto případě to vedlo k oživení továren a lokalit, zasažených poklesem poptávky a útlumem výroby, obnovení 500 pracovních míst a využití odpadů z lokálních spaloven. Celé fungování společnosti má tak také nezanedbatelný ESG rozměr.

Nepřímá expozice skrze fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol a cigarety	Sázky	Celkem fondy	Váha v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	1,00%	2,10%	0,00%	2,00%	5,10%	5,98%	0,30%
ConseqCorpBondA	2,50%	1,90%	0,00%	1,60%	6,00%	6,19%	0,37%
ConseqOpportunity	1,90%	0,00%	0,00%	1,30%	3,20%	4,83%	0,15%
ConservativeBFA	0,00%	0,90%	0,00%	0,00%	0,90%	10,47%	0,09%
EquityFundB	7,70%	0,50%	2,90%	0,00%	11,10%	4,20%	0,47%
NewEuropeBF_A	1,30%	0,00%	0,00%	0,00%	1,30%	4,71%	0,06%
						Celkem	1,45%

Jan Schiller
Senior Portfolio Manager

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz