

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

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH .....       | 2  |
| STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY ..... | 5  |
| KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 3Q 2021 .....    | 11 |
| LIKVIDITA PORTFOLIA .....              | 12 |
| PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....              | 13 |
| SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE ..... | 17 |

## Hodnota aktiv k 30. září 2021

|                                                                          |                |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Tržní hodnota aktiv ke dni valuace                                       | 190 693 487 Kč |
| Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)        | 159 444 390 Kč |
| Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce) | 137 837 344 Kč |
| Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení                                           | 31 249 097 Kč  |

## Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 30.6.2021 – 30.9.2021

|                                |          |
|--------------------------------|----------|
| Portfolio – (časová výkonnost) | 2,86 %   |
| Benchmark                      | - 0,26 % |

## Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 31.12.2020 – 30.9.2021

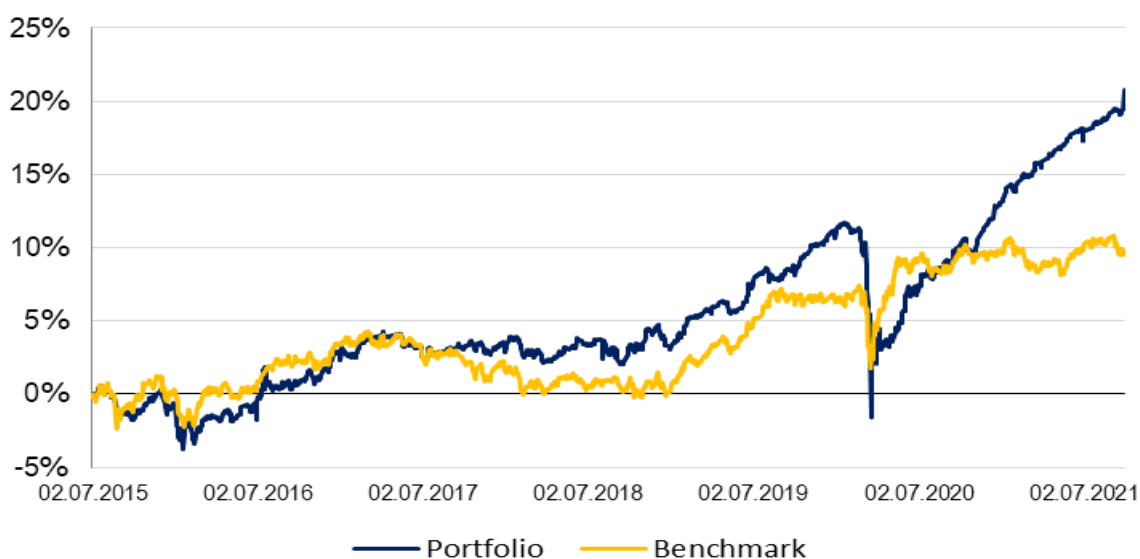
|                                      |          |
|--------------------------------------|----------|
| Portfolio (časově váženo, v periodě) | 6,76 %   |
| Benchmark                            | - 0,16 % |

## Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 30.9.2021

|                                                  |                       |
|--------------------------------------------------|-----------------------|
| Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce) | 20,74 % (3,06 % p.a.) |
| Benchmark (od počátku spolupráce)                | 9,52 % (1,46 % p.a.)  |

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| Cena investiční akcie k 30.9.2021 | 1,2054 |
|-----------------------------------|--------|

Výkonnost od počátku spolupráce



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

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### EUROZÓNA, USA, ČR

Uplynulý kvartál se nesl v relativně klidném duchu. Jeho závěr byl ale ve znamení zvýšené nejistoty. Investoři postupně přestávali ignorovat rostoucí inflační čísla a předchozí vyjádření centrálních bankéřů o dočasnosti inflace. A není se čemu divit - kombinace pokračujícího růstu cen komodit, výpadků dodavatelských řetězců, naakumulovaných úspor, blížícího se taperingu americké centrální banky (snížení objemu nákupu aktiv, který přijde spíše dříve, než později) a stejné debatě na straně ECB o budoucnosti jejího PEPP programu (Pandemic emergency purchase programme) zvedala inflační očekávání, výhled na budoucí sazby a tím pádem i požadované dluhopisové výnosy (implikující pokles dluhopisových cen).

Z velkých evropských zemí je nejvyšší inflace v Německu (4,1 %) a ve Španělsku (4 %), ve Francii a v Itálii je pak jen o něco nižší (2,7 % resp. 3,0 %). Ve středoevropském regionu je pak ještě výše – ČR celková inflace 4,1 %, poplávková skoro 5 %; Polsko 5,5 %, což je nejvíce za 20 let; Maďarsko 4,9 %. V Americe dosáhla meziroční jádrová PCE inflace 3,6 %, celková inflace pak dokonce 4,3 %.

Růst cen komodit a výrobních vstupů s očekávaným zesílením pandemie vlivem zimního období a s tím spojených dopadů do ekonomické výkonnosti a koupě schopné poptávky, pak kromě inflace posiloval i obavy ze scénáře stagflace.

Dluhopisové výnosy tak pokračovaly v pozvolném růstu. Americké se dostaly na 1,5 %, německé desetileté v návaznosti na růst amerických výnosů, „až“ na -20 b.b. Ztrácely i akciové trhy. Zářijové poklesy S&P 500 o 4.8 %, Nasdaq o -5.3 % a Euro Stoxx 50 o -5.3 % znamenaly nesilnější propady od března 2020. Celkově skončily evropské trhy v mínusu i za celé třetí čtvrtletí. Americké korigovaly zářijovým poklesem na qoq zisk kolem 3 %.

Veškeré dění na českém peněžním trhu se ve třetím kvartále odvíjelo od očekávané změny sazeb ČNB. Česká výnosová křivka se vlivem překvapivého zářijového zvýšení posunula na výrazně vyšší úroveň. Na krátkém konci vzrostly oproti konci června výnosy o bezmála 90 b.b. (na 2,1 %), na dlouhém konci pak o cca 40 b.b. (na identických 2,1 %).

Dle finálních dat o růstu přidala totiž česká ekonomika ve druhém čtvrtletí rovné 1 procento. Meziroční tempo tedy dosáhlo 8,1 %. Tahounem byla domácí poptávka a investice. A právě silný růst poptávky a vysokou dováženou inflaci reflektuje pak inflace česká. Ta měnově-politická přidala v srpnu 0,7 % m/m, což znamená, že na meziročním základě vzrostla ze srpnových 3,2 % na zářijových 3,9 %, tj. na nejvyšší hodnotu od října 2008. Ještě hůř však na tom je jádrová inflace, která se zářijovým meziměsíčním růstem o procento (po srpnovém růstu dokonce o 1,5 %) dostala dokonce na dohled hranice 5 %. To už bylo pro ČNB příliš. Na svém zasedání v samém

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

závěru září přistoupila k historicky téměř bezprecedentnímu kroku, když svou základní repo sazbu zvýšila o tři čtvrtě procentního bodu na 1,5 %. Vládním politikům se to sice nelíbilo (svou nelibost dali najevo jak premiér, tak ministryně financí), ale centrální banka se zastražit nenechala a přidala varování, že ve zpřísňování měnové politiky bude na dalších zasedáních pokračovat. Guvernér Rusnok navzdory nelibosti politiků jasně říká, že sazby budou růst rychle i v dalších měsících, a to až k neutrální úrovni 2,5-3 %.

V září došlo po delší době (v podstatě od prosince 2020) k růstu vnímání rizika i na trhu korporátních dluhopisů, i když také lehce paradoxním způsobem. Zatímco rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euru vzrostly o 11,9 %, u spekulativního stupně byl růst menší.

## AKCIE

Akciové trhy ve třetím čtvrtletí neměly žádný silný trend, kdy výkonnost jednotlivých regionů byla z různých důvodů rozdílná. Nejlépe se vedlo, v portfoliu GLAKu, akciím ze středoevropského regionu. Charakteristický výrazný podíl bankovních titulů obchodovaných na místních burzách měl zásadní roli v kladné výkonnosti. Očekávané zlepšující se ekonomické prostředí, nízké odpisy nesplacených úvěrů, silná kapitálová vybavenost bank a hlavně zvyšované úrokové sazby centrálními bankami vedly k dobrým výkonnostem akcií bank (Erste Bank za čtvrtletí +24,4 %, Komerční banka +17,1 %, Nova Ljublanska Banka +14,2 %, Raiffeisen Bank +18,7 %). Na českém parketu byla zajímavou událostí nabídka lucemburského fondu Sunray Investments na odkup všech akcií Stock Spirits Group. Akcie si tak za čtvrtletí připsaly krásné +38 % zhodnocení, přičemž trhu se nabízená cena zdá, ve srovnání s globální konkurencí, stále nízká. Tato událost měla pozitivní vliv také na akcie Kofola (+14 %), které se obchodují s výrazným diskontem vůči ostatním světovým hráčům. Přes 11 % si připsaly také akcie ČEZ, a to z důvodu vysokých cen silové elektřiny. Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích měsíců znamenal vynikající meziměsíční zhodnocení pro akcie Česká Zbrojovka (+39 %). Také dobré čtvrtletní výsledky hospodaření byly za silným +16 % růstem akcií rumunské skupiny zdravotních zařízení Medlife.

Vyspělé akciové trhy si připsaly nízké zisky. Mezi hlavní události patřila řeč šéfa amerického Fedu Jeroma Powella, zveřejněné hospodářské výsledky společností a obavy ze sílící inflace. Důležité zasedání rady americké centrální banky v Jackson Hole přinesla většině investorů uklidnění, když předseda Jerome Powell oznámil budoucí opatrnost FEDu v zpřísňování měnově politických podmínek. Tohle zastínilo i obavy z hurikánu Ida nebo Covid19 Delta varianty. Americké ekonomice se daří dobře, zvláště pak pracovnímu trhu. Americký senát navíc schválil infrastrukturní balíček ve výši 1000 mld USD. Probíhající výsledková sezóna za 2. čtvrtletí letošního roku opět vyzněla pozitivně jak pro US tak evropské společnosti. Došlo k výraznému překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků. Po silných růstech akciových trhů v letošním roce začala v září část investorů před koncem roku uzavírat solidní zisky. K opatrnosti a prodeji akcií vedly také obavy z rostoucího tempa inflace a

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

možných reakcí centrálních bank. Celkově tak vyspělé trhy skončily z mírnými zisky: americký index S&P 500 +0,2 % a evropský index DJ STOXX 600 +0,4 %.

Rozvíjející se trhy prošly silnou korekcí, taženou především čínskými akciemi. Za propadem tamních akcií byly obavy ohledně jednoho z největších čínských developerů Evergrande, který nebyl schopen dostát svým závazkům. Investoři se samozřejmě báli negativního rozšíření na další společnosti a do ekonomiky.

K dobré výkonnosti portfolia přispěla hlavně vyšší váha středoevropských akcií, resp především vyšší podíl hodnotových levných akcií z regionu západní a střední Evropy. V průběhu tří měsíců jsme prodejem realizovali část zisků po růstech cen akcií českého výrobce ručních zbraní Česká zbrojovka.

V horizontu následujících měsíců očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například průmyslu, bankovního nebo spotřebitelského sektoru. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a nižší výkonnost amerických akcií. Rizika vidíme v možném zvyšování korporátních daní, geopolitických rizicích, výrazném růstu inflace nebo zhoršení pandemické situace. Pozitivně nadále vnímáme vládní a monetární podpory, očekávané hospodářské oživení, růst korporátních zisků, zadržanou spotřebu nebo nadále zajímavé ocenění některých sektorů.

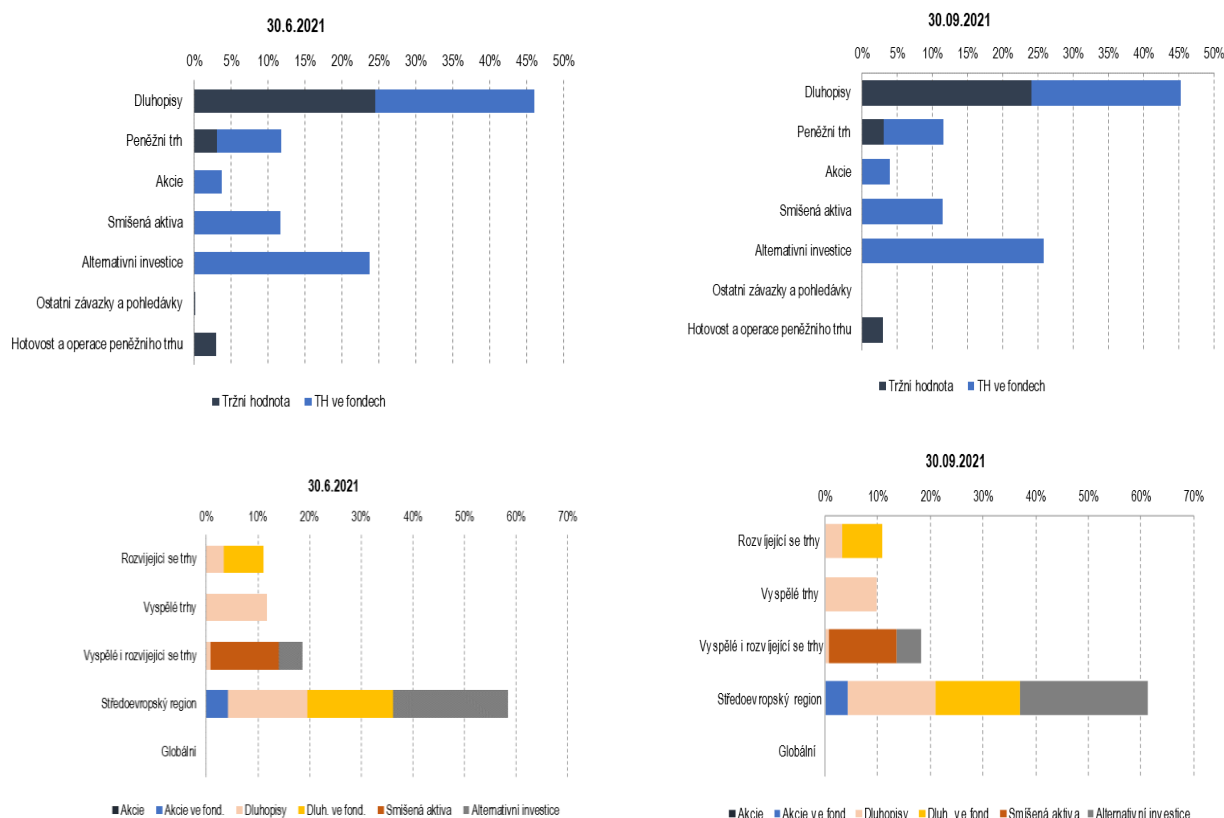
| Rok           | Fond Výkonnost* | Benchmark | TER** |
|---------------|-----------------|-----------|-------|
| <b>2020</b>   | 2,24%           | 3,24%     | 1,35% |
| 2019          | 7,39%           | 6,06%     | 1,3%  |
| 2018          | 0,13%           | -1,40%    | 1,48% |
| <b>Průměr</b> | 3,25%           | 2,63%     | 1,38% |

\* časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta, udávaná výkonnost je již očištěná o poplatky fondu (TER).

\* \* TER obsahuje zejména fixní manažerské poplatky, vratky z fondů do portfolia (trailer fee), poplatek za depozitáře, custody a audit, bankovní poplatky

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

## STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY



\*Celková váha dynamické složky: 15,4 %

Celková váha dynamické složky: 15,4 %

\* Conseq invest akcie nové Evropy + Conseq Private Dynamický

Investiční akce v uplynulém kvartálu se koncentrovaly toliko do lehké změny dluhopisového segmentu (viz dále). Jiné změny jsme v rámci asset alokace neprováděli. Celkové nastavení tedy i nadále zůstává výsledkem rozhodnutí Investičního výboru z 5. května, kdy jsme se rozhodli realizovat další část akciových zisků a zvýšit podvážení globální akciové složky z -37,5 % na -50 % mezi neutrálem a minimem. Akcie jsme prodali napříč celým světem s výjimkou středoevropského regionu, který momentálně považujeme z valuačního hlediska za nejatraktivnější a zároveň s obrovským výnosovým potenciálem. Polovinu získané hotovosti z akciových prodejů jsme se zatím rozhodli ponechat a druhou polovinu získané hotovosti jsme alokovali do alternativních investic, především realit.

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

Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále podvážení v akciích (-50 % mezi neutrálem a minimem) a naopak nadvážení v dluhopisech a alternativních investicích.

V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele se střední a východní Evropou a rozvíjející se Asíí.

U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme úrokovou citlivost tohoto subportfolia oproti benchmarkům nižší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného pokračování nárůstu požadovaných výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

## KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl ve třetím čtvrtletí, stejně jako v předcházejícím půlroce, vývoj vcelku poklidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru se téměř celý kvartál nezměnily, u jejich spekulativních protějšků jsme zaznamenaly také jen minimální pokles tzv. total return indexu (TRI). Změna nastala v září, kdy došlo po delší době k růstu vnímání rizika na trhu, i když také lehce paradoxním způsobem. Zatímco rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euru vzrostly meziměsíčně o 11,9 %, u spekulativního stupně byl růst mnohem menší, skoro nezatelný (0,3 %). Navíc, zatímco oproti konci minulého roku jsou rizikové prémie u investičních instrumentů vyšší o 4,5 %, u spekulativních jsou o 31,1 % (!) nižší.

ECB během července, srpna a září na sekundárním trhu v rámci svého CSPP programu (Corporate sector purchase programme) nakoupila zatím největší objem korporátních dluhopisů od konce prvního kvartálu (cca 5-7 mld EUR měsíčně). Ani ve zbytku by nemělo dojít k poklesu aktivity a měsíční nákupy se budou pohybovat blíže horní hranici stanoveného objemu (8 mld EUR/měs). Celková výše nákupů dosáhla téměř 300 mld. EUR.

Do portfolia jsme zařadili dluhopisy českého korporátního emitenta CONTEG Group, což je ryze česká průmyslová skupina. Během více než 20 let své existence se dostala od výroby rozvaděčů, přes chladicí systémy, systémy chytrého napájení a datová centra, až k dodávkám komplexních technologických celků. Produkty CONTEG GROUP jsou dodávány jak malým firmám, tak i velkým korporacím a průmyslovým podnikům. Působí v 60 zemích světa na 3 kontinentech. Centrála skupiny je v Praze, dále má skupina v České republice 3 výrobní závody v Pelhřimově, Příbrami a Měšicích. V zahraničí má skupina prodejní místa včetně skladů v Nizozemí pro země Beneluxu a ve Francii. Obchodní zastoupení jsou také v Rusku, Finsku nebo SAE. Je jedním z vedoucích výrobců IT a průmyslových rozvaděčů a systémových řešení pro datová centra v Evropě a na Středním východě. Skupina realizuje téměř polovinu své produkce a prodeje výrobků do ostatních zemí Evropské unie a více než 40 %

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

produkce v rámci České republiky. Dle vlastního odhadu se skupina považuje za jednoho z pěti největších hráčů na hlavních trzích (primárně Česká republika, Francie / BENELUX, Střední východ a Rusko).

Mezi jeden z hlavních trendů, který podporuje oblast datových center patří tzv. vysokovýkonná výpočetní technika cílící na vývoj superpočítačů zpracujících velké objemy dat. V dnešní době se objem zpracovávaných dat čím dál více zvyšuje a výhledově skupina neočekává zpomalení. Pozitivní výhled v této oblasti má za následek zvyšování poptávky po budování datových center. Zavádění inovací a rychlý růst v oblasti cloudových úložišť, strojového učení, umělé inteligence a postupně se rozšiřující oblast virtuální reality podporuje vývoj samotných datových center. Podle dat společnosti Cisco (za období 2012 – 2018) činilo průměrné roční tempo růstu (CAGR) zhruba 30 %. Datová kapacita není využívána pouze k ukládání objemu dat, ale také ke cloudovým výpočetním technologiím, které jsou právě podpořeny modulárními datovými centry a konkrétně tzv. edge datovými centry, které mají být nejbližší koncovému zákazníkovi a nabídnout mu rychlou a latentní komunikaci dnes především pomocí sítě 5G. Díky globální přítomnosti skupiny (EU, Střední východ, Rusko apod.) je možné očekávat využití celosvětových příležitostí.

Během své existence se skupina CONTEG dostala od výroby rozvaděčů, přes chladicí systémy, vitríny a vinotéky a datová centra, až k dodávkám komplexních technologických celků. Emitent dodává jak malým firmám, tak i velkým korporacím a průmyslovým podnikům. Velkou část ročních tržeb tvoří opakující se obchod se stálými zákazníky, ale i společnosti zaměřující se na malou i velkou projektovou činnost. Díky tomu vykazuje skupina CONTEG stabilní hospodářské výsledky i v této nepříznivé pandemické době.

Dle poslední dostupné konsolidované účetní závěrky k 30. září 2020 činila zadluženost dle ukazatele Čistý dluh/EBITDA snesitelné úrovně 2,7. Kapitalizace dle ukazatele Vlastní kapitál/Celková aktiva byla nadprůměrná na úrovni 55 %. Emitent také vykazuje nadstandardní úroveň úrokového krytí, ale ukazatelů EBITDA/Úroky i EBIT/Úroky. V neposlední řadě emitent generuje kladné free cash flow (FCF).

Cílem jsou tržby skupiny v horizontu následujících pěti let zhruba na úrovni 2 až 2,5 miliardy Kč.

Mezi jeden z hlavních trendů, který podporuje oblast datových center patří tzv. vysokovýkonná výpočetní technika cílící na vývoj superpočítačů zpracujících velké objemy dat. V dnešní době se objem zpracovávaných dat čím dál více zvyšuje a výhledově neočekáváme zpomalení. Pozitivní výhled v této oblasti má za následek zvyšování poptávky po budování datových center.

Zavádění inovací a rychlý růst v oblasti cloudových úložišť, strojového učení, umělé inteligence a postupně se rozšiřující oblast virtuální reality podporuje vývoj samotných datových center. Podle dat společnosti Cisco (za období 2012 – 2018) činilo průměrné roční tempo růstu zhruba 30 %.

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

Datová kapacita není využívána pouze k ukládání objemu dat, ale také ke cloudovým výpočetním technologiím, které jsou právě podpořeny modulárními datovými centry a konkrétně tzv. edge datovými centry, které mají být neblíže koncovému zákazníkovi a nabídnout mu rychlou a latentní komunikaci dnes především pomocí sítě 5G. Díky globální přítomnosti Emitenta (EU, Střední východ, Rusko apod.) je možné očekávat využití celosvětových příležitostí.

Ziskovost na úrovni EBITDA výrazně posiluje. Ve 3Q/2020 činila marže 11,3%, což je o 3,1% více než na konci roku 2019. Návrstnost investovaného kapitálu měřená ROIC vzrostla z 0,2% ke konci roku 2019 na 2,8% k 30.09.2020. Stejně tak ROE vykazuje výrazný nárůst z 0,4% na 4,9%.

Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu vzrostl k 09/2020 o více než 44 MCZK na celkových 99,4 MCZK. Čistý peněžní tok z provozní činnosti byl ke konci roku 2019 záporný a činil -43,7 MCZK, zatímco k 30.09.2020 vykazuje skupina +31,9 MCZK.

Běžná likvidita vzrostla o 0,25 na 1,50 k 30.09.2020 vůči konci roku 2019. Celková zadluženost (cizí zdroje/aktiva) se vylepšila z 52,5% na 44,3%, stejně tak míra zadluženosti (cizí zdroje/VK) ze 113,8% klesla k 30.09.2020 na 80,5%.

## DLUHOPISOVÉ FONDY

Z konkrétních fondů zakončil fond **Conseq Invest Dluhopisový** třetí kvartál ztrátou -0,11 %, celkově 3Q 2021 - 0,21 %, benchmark poklesl od konce června o 1,54 %. Na pětileté periodě je pak relativní výkonnost fondu lepší o téměř devět procentních bodů (+6,53 % vs -2,37 %). Portfolio fondu jsme udržovali při nízké úrokové citlivosti se zaměřením zajímavé korporátní emise.

Fond **Conseq Invest Konzervativní** si ve třetím kvartálu připsal 0,04 % (od počátku roku +0,74 %). Od května 2020 zaznamenal pouze dva tři měsíce. Srovnávací index přidal od června 0,19 %, od začátku roku 0,25 %.

Dobře se dařilo nadále fondu **korporátních dluhopisů** a to i přes růst bezrizikových výnosů v závěru kvartálu. Fond přidal v úvodním kvartálu 1,5 %, ve druhém pak 0,63 % a ve třetím 0,43 %. Celková letošní výkonnost se dostala na 2,59 % a fond výrazně překonal tržní index, který rostl pouze o 0,29 %. Dobře se vedlo i nově zařazenému fondu dluhopisů bez investičního stupně – fond **Conseq fond vysoce úročených dluhopisů**, který přidal od června 1,78 % a kumulativně za letošní rok 2,78 %. U obou fondů se soustředíme na vybrané korporátní emise s převážně variabilním úročením.

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

## ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Fond **Conseq Invest dluhopisy Nové Evropy** ve třetím čtvrtletí pokračoval v mírném růstu a kvartálně připsal zhodnocení 0,64 %. Výrazně performoval fond **Conseq Opportunity**, který těžil z rapidního růstu úrokových swapů v důsledku přehodnocení inflačního vývoje a očekávané rychlosti reakce české a polské centrální banky. Zejména v případě ČNB šlo v samém závěru září o historicky téměř bezprecedentní krok, když svou základní repo sazbu zvýšila o tři čtvrtě procentního bodu na 1,5 %. Fond tak za třetí kvartál připsal zisk 6,2 %, od počátku roku 28,3 %.

Rozmach průmyslových nemovitostí a růst jejich cen se velmi pozitivně projevil i na výkonnosti fondu **Accolade**, který si za poslední čtvrtletí připsal 9,95 %. Od počátku roku tak fond investorům vydělal 13,12 %. S ohledem na strategický význam průmyslových nemovitostí lze i v následujících obdobích očekávat zajímavá zhodnocení, za kterými nestojí pouze obecný růst tržních cen, ale i know-how a zkušenosti Accolade, které se projevují v realizaci smysluplných projektů na lukrativních místech.

Ze stejného trendu těžil i fond **Conseq Realitní**. Fond dokončil několik akvizic a aktuálně tak kromě klasických průmyslových nemovitostí vlastní i klasické obchodní centrum (Korso Karviná). Další výraznou novinkou v portfoliu je nová nemovitost v Polsku. Jedná se výrobní halu v centrálním Polsku, nedaleko města Lodž. Nájemcem je renomovaný italský výrobce izolačních materiálů společnost K-Flex. Důvodem expanze fondu do zahraničí a zde konkrétně do Polska je zejména, vzhledem k rostoucí velikosti fondu, požadavek na větší, již i geografickou diverzifikaci portfolia. Dalšími důvody jsou vyšší dosažitelné yieldy u srovnatelných nemovitostí v ČR a v Polsku a v neposlední řadě i větší oblíbenost investorů a nájemců polského trhu, kdy tato situace reflektuje velikost polského trhu a výrazně snazší povolovací řízení u staveb.

## DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy ve třetím čtvrtletí neměly žádný silný trend, kdy výkonnost jednotlivých regionů byla z různých důvodů rozdílná. Nejlépe se vedlo akciím ze středoevropského regionu. Charakteristický výrazný podíl bankovních titulů obchodovaných na místních burzách měl zásadní roli v kladné výkonnosti. Očekávané zlepšující se ekonomické prostředí, nízké odpisy nesplacených úvěrů, silná kapitálová vybavenost bank a hlavně zvyšované úrokové sazby centrálními bankami vedly k dobrým výkonnostem akcií bank (Erste Bank za čtvrtletí +24,4 %, Komerční banka +17,1 %, Nova Ljublanska Banka +14,2 %, Raiffeisen Bank +18,7 %). Na českém parketu byla zajímavou událostí nabídka lucemburského fondu Sunray Investments na odkup všech akcií Stock Spirits Group. Akcie si tak za čtvrtletí připsaly krásné +38 % zhodnocení, přičemž trhu se nabízená cena zda, ve srovnání s globální konkurencí, stále nízká. Tato událost měla pozitivní vliv také na akcie Kofola (+14 %), které se obchodují s výrazným diskontem vůči ostatním světovým hráčům. Přes 11% si připsaly také akcie ČEZ, to z důvodu vysokých cen silové elektřiny. Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích

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

měsíců znamenalo vynikající meziměsíční zhodnocení pro akcie Česká Zbrojovka (+39 %). Také dobré čtvrtletní výsledky hospodaření byly za silným +16 % růstem akcií rumunské skupiny zdravotních zařízení Medlife.

Vyspělé akciové trhy si připsaly nízké zisky. Mezi hlavní události patřila řeč šéfa amerického Fedu Jeromy Powella, zveřejněné hospodářské výsledky společností a obavy ze silící inflace. Důležité zasedání rady americké centrální banky v Jackson Hole přinesla většině investorů uklidnění, když předseda Jeromy Powell oznámil budoucí opatrnost FEDu v zpřísňování měnově politických podmínek. Tohle zastínilo i obavy z hurikánu Ida nebo Covid19 Delta varianty. Americké ekonomice se daří dobře, zvláště pak pracovnímu trhu. Americký senát navíc schválil infrastrukturní balíček ve výši 1000 mld USD. Probíhající výsledková sezóna za 2. čtvrtletí letošního roku opět vyzněla pozitivně jak pro US tak evropské společnosti. Došlo k výraznému překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků. Po silných růstech akciových trhů v letošním roce začala v září část investorů před koncem roku uzavírat solidní zisky. K opatrnosti a prodeji akcií vedly také obavy z rostoucího tempa inflace a možných reakcí centrálních bank. Celkově tak vyspělé trhy skončily z mírnými zisky: americký index S&P 500 +0,2 % a evropský index DJ STOXX 600 +0,4 %.

Rozvíjející se trhy prošly silnou korekcí, taženou především čínskými akciemi. Za propadem tamních akcií byly obavy ohledně jednoho z největších čínských developerů Evergrande, který nebyl schopen dostát svým závazkům. Investoři se samozřejmě báli negativního rozšíření na další společnosti a do ekonomiky.

K dobré výkonnosti portfolia přispěla hlavně vyšší váha středoevropských akcií, resp především vyšší podíl hodnotových levných akcií z regionu západní a střední Evropy. V průběhu tří měsíců jsme prodejem realizovali část zisků po růstech cen akcií českého výrobce ručních zbraní Česká zbrojovka.

V horizontu následujících měsíců očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například průmyslu, bankovního nebo spotřebitelského sektoru. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a nižší výkonnost amerických akcií. Rizika vidíme v možném zvyšování korporátních daní, geopolitických rizicích, výrazném růstu inflace nebo zhoršení pandemické situace. Pozitivně nadále vnímáme vládní a monetární podpory, očekávané hospodářské oživení, růst korporátních zisků, zadržanou spotřebu nebo nadále zajímavé ocenění některých sektorů.

Fond fondů **Conseq Private Dynamický** si za kvartál připsal 0,39 % a po silném prvním kvartálu 2021 (+5,7 %) a růstovém druhém kvartálu 2021 (+3,6 %) tak nadále lehce rostl. Fond **Conseq Akciový** si za kvartál připsal 8,9 % a od začátku roku přidává přes 30 %.

Proti měnovému riziku jsme téměř plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR (99 %).** Souhrnná **efektivní cizoměnová expozice** činila **0,3 %.** **Durace dluhopisové složky** činila **0,12.**

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

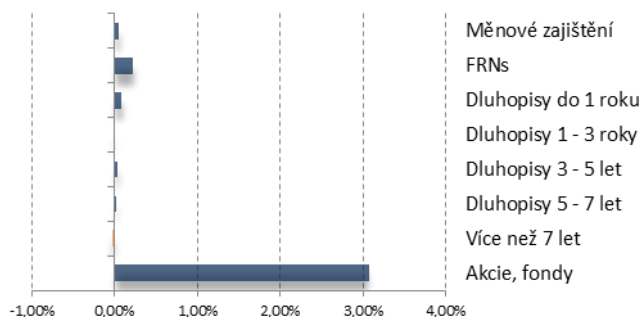
## Durace a měnové zajištění

| Měnové zajištění (celé portfolio) |      | Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický) |        |
|-----------------------------------|------|---------------------------------------------|--------|
| Podíl portfolia v %               |      | Podíl portfolia v %                         |        |
| EUR                               | 99 % | EUR                                         | 12,5 % |
| USD                               | -- % | USD                                         | 75,0 % |
| jiné                              | -- % | JPY                                         | -- %   |

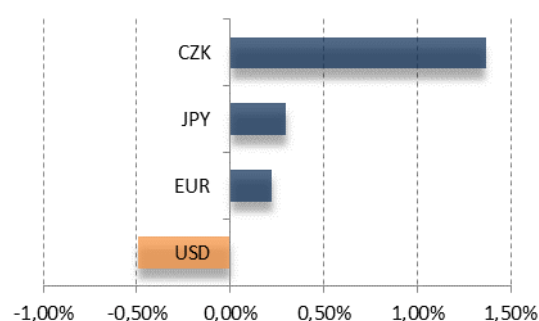
## KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 3Q 2021

### V uplynulém čtvrtletí

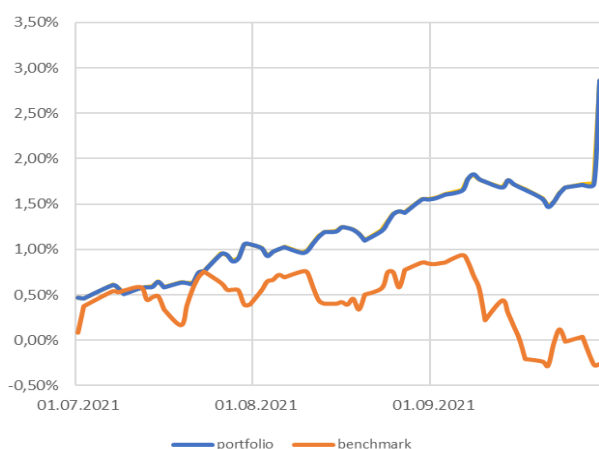
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



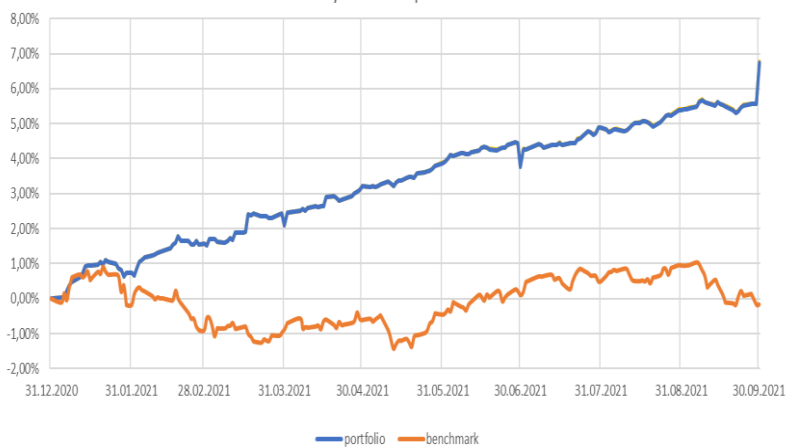
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



Výkonnost za 3 měsíce

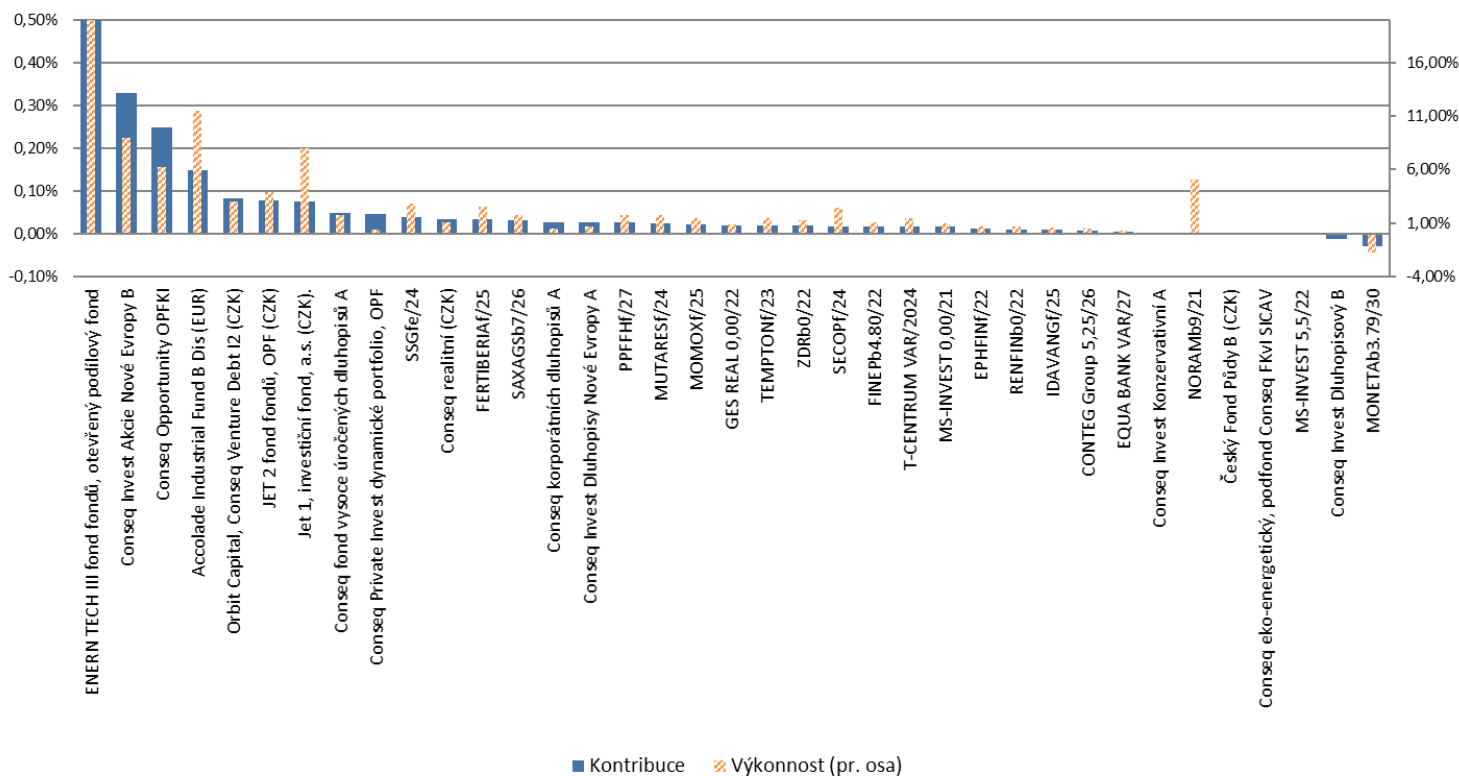


Výkonnost v periodě

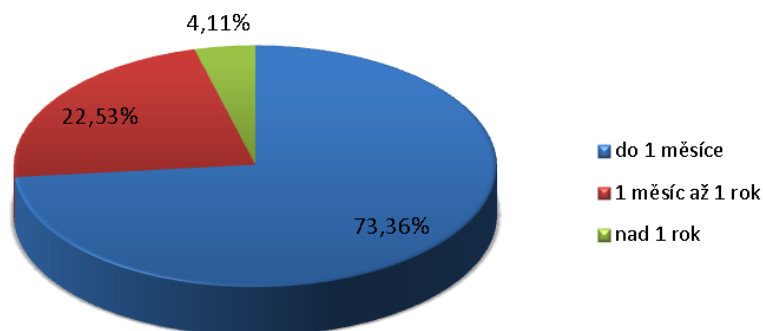


# ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

## Kontribuce jednotlivých pozic



## LIKVIDITA PORTFOLIA



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

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za prvních 6 měsíců je 265 mld., s přehledem největší v historii) a v příštím roce se dle návrhu ministryně Schillerové (390 mld.) také o zásobu dluhopisů trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již rok na(d) 3%. Zatřetí, sazby ČNB začaly již růst a zdá se, že budou růst vcelku rychle. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší požadované obligační výnosy v USA), což by se nemohlo neprojevit na české výnosové křivce.

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude zřejmě trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Domníváme se nicméně, že první množina faktorů v dalších čtvrtletích bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu výnosů českých státních dluhopisů (poklesu jejich cen), zejména v případě delších splatností.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je relativně málo zadlužená ekonomika s poměrně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila minulý rok v reakci na pandemii sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť (a to ani když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci nad 3 % v nejbližších třech letech), spíše naopak. Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí jinak a centrální bance její holubičí přístup nevěří. A vzhledem k nově schválenému fiskálnímu impulsu polské vlády („Polská dohoda“) má dobrý důvod obávat se rychlejší inflace, a tudíž rychlejší reakce polské centrální banky. Další faktory zmíněné u České republiky platí i u Polska: velké fiskální stimuly v USA jsou hrozbou i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v Eurozóně zase pro ně pozitivem. V konečném důsledku tak očekáváme růst výnosů polských vládních dluhopisů.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Mezinárodní investoři stále vstřebávají otřes důvěry z konce prvního kvartálu v podobě odvolání guvernéra centrální banky Agbala. To zcela vymazalo veškerou vybudovanou kredibilitu centrální banky a opětovně přineslo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůči prezidenta v rozhodování o měnové politice. Z pohledu pandemických

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

opatření je důraz směřován na to, aby relativně dobře proběhla letní turistická sezóna. Stejně jako v našem regionu, došlo vlivem pandemických omezení k vybudování vysoké úrovně zadržené poptávky, která bude ovšem i nadále živit inflační tlaky. Inflační výhled je tak nadále nepříznivý. Slabý kurz liry, rostoucí ceny vstupů na straně výrobců a k tomu centrální banka, která rezignovala na možný růst sazeb i rétoricky. Inflation tak poroste dále a až s blížícím se třetím kvartálem by se měl více projevit bazický efekt, přející jejímu poklesu. Přetrvává také vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a nízké devizové rezervy brání centrální bance v eventuální přímé podpoře měny. Rizikem pro kurz je vysoký dolarový dluh turecké ekonomiky a potřeba jeho postupného refinancování. Proti tomu jde naopak hluboké fundamentální podhodnocení kurzu TRY a historicky výrazně podprůměrná participace zahraničních investorů v tureckých aktivech.

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementaci nezbytných reforem. A ačkoliv i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, pomalý progres plnění požadavků MMF a slabé institucionální uspořádání základních státních institucí jsou faktory, které atraktivitu tamních aktiv limitují. V úhrnu nicméně vnímáme výnosy lokálních vládních dluhopisů, na úrovni 12 – 13 % jako poměrně zajímavé s ohledem na výnosové úrovně v globálním měřítku a s poukazem na nezávislou politiku Ukrajinské centrální banky.

## KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Firemním dluhopisům by se mohlo dařit v úhrnu o něco lépe, nicméně zejména v segmentu investičního stupně vnímáme aktuální kreditní marže jako již hodně utažené. Vývoj hospodaření emitentů sice bude v dalším období pozitivně reflektovat probíhající ekonomické oživení, postupný růst bezrizikových sazeb a neutralizace (byť velmi pozvolná) měnových politik centrálních bank ale budou působit proti. Korunovým firemním dluhopisům by se mělo dařit podobně či lépe, s ohledem na solidní ekonomický vývoj a stále spíše omezenou nabídku emisí proti silné poptávce domácích investorů.

## MĚNOVÉ KURZY

U kurzu eura proti dolaru se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnán inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v USA trochu překvapivé, ale je to tak. I když v červnu díky jestrábí otočce FED-u posílil, domníváme se, že FED zůstane za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci a taktéž dramaticky rozvolněné fiskální politice bude dle nás dolar trpět, respektive slábnout.

Koruna svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další posílení již letos v zásadě vyčerpala, což ostatně vývoj v červnu potvrdil. Zlepšení epidemiologické situace, postupný návrat k normálu i relativně rychlý růst sazeb ČNB již trh reflektuje. Ano, bilionový deficit za minulý, letošní i příští rok je strašidelný, ale že by devizový trh českou

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

korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. V letošním roce tak čekáme oscilaci kolem 25,50, v příštím pak posílení mírně pod 25 korun.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Postupný návrat ekonomiky do normálu zlotý na silnější úroveň než 4,40 - 4,45 asi nedostane, ale centrální banka by v případě, že se trh nemýlí a že bude nucena k utažení měnové politiky přistoupit dříve, než co dnes říká, už mohla. V hlavním scénáři tak čekáme hodnoty v letošním roce kolem 4,45, v případě, že se centrální banka rozhoupe k akci, pak další posílení pod hranici 4,40.

Maďarskému forintu doposud škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolnější. Obrat v červnu a začátek utahování zatím nebyly takovou vzpruhou pro forint, jak jsme čekali, ale protože si myslíme, že maďarská centrální banka bude v utahování pokračovat, očekáváme, že nakonec forintu pomůže. Pro letošek čekáme posílení k hranici 330 forintů za euro.

## AKCIOVÝ TRH

S blížícími se nejistými podzimními měsíci, v případě nízké proočkovánosti populace, se může dostavit další vlna růstu počtu nakažených nemocí COVID19. To by znamenalo další možné restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy opatrní. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně akciových indexů, některé akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je v případě amerického trhu na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, nebo kvůli obavám z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů, nebo v geopolitických rizicích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především nadhodnoceností amerických akcií. Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání, budou americké akcie v následujících měsících za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (oček P/E 12; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,8). Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu ve střednědobém

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

horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží.

Dalším regionem, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (oček P/E 17,5; P/S 1,8; EV/EBITDA 17,6). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

**Jan Schiller**

*Senior portfolio manager*

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

## 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 mírně přes 2,2 %.

### PŘÍMÁ EXPOZICE V DLUHOPISECH

|                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EPH            | Zařazeno po konzultaci- viz. mail 01.10.2018 10:53, návrh nákupu nových dluhopisů pro fond ČCE (B).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Fertiberia     | Specializuje se na výrobu hnojiv s nízkou uhlíkovou stopou, využití nízko emisních energetických zdrojů a ve srovnání s konkurencí má dlouhodobě podporovaný program na druhotné využití surovin pro další výrobu, dekarbonizaci průmyslové výroby a v rámci evropských snah o snížení emisí skleníkových plynů spolupracuje v konsorciu evropských společností na konceptu cirkulární ekonomiky a podpoře obnovitelných zdrojů.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 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. |
| Renfin         | Renfin je investiční holding, založený v roce 2012, se základnou v Praze. Holding se orientuje na akvizice, development a provoz malých a středních vodních elektráren. Je postaven tak aby měl regulatorně a geograficky diversifikované portfolio aktiv v zemích se stabilními hydrologickými podmínkami, rostoucí potřebu elektrické energie a v neposlední řadě dostatečnou státní podporou obnovitelných zdrojů energie.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Øyfjellet Wind | stavitel a provozovatel největší a nejefektivnější větrné elektrárny v Norsku, nacházející se ve střední části Norska u města Mosjøen. Jde o soubor 72 větrných turbín, na ploše cca 40 km2, s instalovanou kapacitou 400MW a očekávanou roční produkcí přes 1300 GWh. Při výšce stožáru 105m, rotačního průměru lopatek přes 149m, schopnosti provozu při rychlosti větru od 3 do 26m/s a životnosti 30 let, jde o nejmodernější větrné turbíny. Aktuálně probíhají dokončovací práce u posledních stožárů, plný náběh je očekáván v prosinci 2021.                                                                                                                                                                                                                          |

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

## Nepřímá expozice skrze fondy

| Fond               | Energetický sektor, | Těžba a hutnictví | Alkohol a cigarety | Sázky | Total fondy | Váha fondu v portfoliu ČCE | Expozice |
|--------------------|---------------------|-------------------|--------------------|-------|-------------|----------------------------|----------|
| BondFundB          | 2,26%               | 1,70%             | 0,00%              | 0,69% | 4,65%       | 8,20%                      | 0,4%     |
| ConseqCorpBondA    | 4,44%               | 1,21%             | 0,00%              | 0,26% | 5,91%       | 6,18%                      | 0,4%     |
| ConseqOpportunity  | 1,63%               | 7,54%             | 0,00%              | 0,00% | 9,17%       | 4,19%                      | 0,4%     |
| ConservativeBFA    | 4,48%               | 1,79%             | 0,00%              | 0,00% | 6,27%       | 8,47%                      | 0,5%     |
| EquityFundB        | 9,72%               | 0,00%             | 1,26%              | 0,00% | 10,99%      | 3,94%                      | 0,4%     |
| NewEuropeBF_A      | 1,79%               | 0,00%             | 0,00%              | 0,00% | 1,79%       | 4,07%                      | 0,1%     |
| ConseqHighYieldBoA | 1,63%               | 7,49%             | 0,00%              | 0,00% | 9,12%       | 2,70%                      | 0,2%     |

Celkem

2,4%