

## Sport a investování

Mé poslední dopisy akcionářům byly spíše delší a teoretičtější, a tak si říkám, že bych pro změnu napsal jeden kratší a v lehčím tónu.

Tyto řádky píšu ve švýcarském St. Moritz. Každý rok druhou březnovou neděli se zde jede můj nejoblíbenější lyžařský závod Engadin Skimarathon. Letos se postavím na start po čtrnácté a stejně dlouhou dobu zde vždy trávím poslední týden před závodem. Dopoledne vždy trénuji a zbytek dne pracuji. Můžu tak skloubit a do každého dne sloučit svou nejmilejší pohybovou aktivitu (běh na lyžích) a svou nejmilejší duševní činnost (investování do akcií). Jak tělo, tak hlava si přijdou na své.

Když se tak průběžně přesouvám od lyží k akciím a zpátky, často mě napadají myšlenky na to, co mají běh na lyžích, či vytrvalostní sporty obecně a investování do akcií společného. Je toho poměrně dost.

Pokud chce někdo vyniknout ve sportu, kde na profesionální úrovni závody běžně trvají 2-8 hodin (cyklistika, běh na lyžích, triatlon), je potřeba ročně odtrénovat nějakých 800-1200 hodin. Na tuto úroveň se lze dopracovat jen postupně. V juniorském věku je možné zvládnout řádově 400 hodin ročně a teprve po několika letech tréninku a postupné adaptace organismu se některým podaří dosáhnout takových tréninkových objemů, které jim dávají šanci měřit se s nejlepšími. Tento postupný vývoj nelze přeskočit a je to také

důvod, proč ve vyloženě vytrvalostních sportech dosahují sportovci zřídka svého maxima před 26. rokem věku a často spíše po třicítce.

Když se tedy zamyslíme nad každodenní rutinou aspirujícího profesionálního sportovce, může vypadat přibližně takto. Většina dne a úsilí je věnována tréninku. Na konci dne může existovat dobrý pocit z dobře odvedené práce, nicméně hmatatelný a měřitelný výsledek v podstatě žádný není. Výkonnost sportovce se ze dne na den nezmění. Teprve tehdy, pokud roky trénuje den co den, a poté se ohlédne zpátky, může být překvapen, jak dlouhou cestu ušel a jaký pokrok udělal.

S investováním je to stejné. Profesionální investor stráví většinu času hledáním dobrých investic. To znamená čtením, analyzováním a přemýšlením. Na konci pracovního dne se většinou také nemůže prokázat žádným hmatatelným výsledkem. Dobrou investici se mu možná podaří najít třeba jen dvakrát ročně. Přesto však každý takový odpracovaný den znamená přírůstek do jeho vlastní investiční databanky znalostí, vědomostí a informací. Tak jako sportovec dennodenně podrobuje své tělo zátěži, investor krmí svůj vlastní mozek informacemi. Některé věci lze pít a vyšším úsilím urychlit, nelze je však přeskočit. Tělo sportovce potřebuje roky k tomu, aby se dostatečně projevily adaptační změny, které jsou reakcí organismu na zátěž.

Investor zase potřebuje zažít různé situace a děje na trzích, aby mohl nabýt potřebné zkušenosti. Ty ale nepoběží rychleji jen proto, že by si to přál.

Dlouhodobé uvažování, trpělivost a vytrvalost jsou vlastnosti, které by měly být vlastní jak investorům, tak vytrvalostním sportovcům. Dalším společným rysem obou aktivit je určitá forma samotářství. Investování není kolektivní sport. Většina investičních legend jsou silné a samostatně uvažující osobnosti, kterým nevdí existovat, myslet a jednat samostatně. Stejně tak jak trénuje většina vytrvalostních sportovců. To, co se mi na investování nejvíce líbí, je svoboda v myšlení a jednání a možnost projevit vlastní názory a myšlenky v praxi. Nikdy mi nevdilo mít investiční názor, který je výrazně menšinový (ať už se později ukázalo, že byl správný či nikoliv). V tomto myšlenkovém samotářství se cítím stejně pohodlně, jako když jsem sám na tréninku. Když to spočítám, tak během roku nebude více než 15 tréninků, které absolvuji společně s někým. To není ani 5 %. Někdy je to příjemná změna, většinou se však buď musím přizpůsobit tempem a délkou ostatním nebo naopak ostatní se musí přizpůsobit mně. Velmi často tím některý z účastníků trpí. Proto raději absolvuji více než 95 % tréninků sám.

Další oblastí, která je společná pro sport i investování, je role náhody. Náhoda nebo, chcete-li, smůla či štěstí hraje v obou činnostech velkou roli. Případů ze světa sportu, kdy nevyhraje ten, kdo je lépe připraven, který se zdá být lepší a který vítězství obětuje více, známe všichni spousta. V investování je to podobné. Náhoda dokáže, především v krátkodobém období, vyprodukovat téměř jakékoliv výsledky. Ze svého okolí znám případy, kdy si investoři

lámou hlavu nad tím, proč oni samotní mají horší výsledky než někdo jiný, kdo je po všech stránkách méně sofistikovaný, méně vzdělaný, zkušený a méně pracovitý. Tak to prostě někdy bývá. V investování, stejně jako ve sportu, nezaručí vyšší kvalifikace a vyšší úsilí vždy lepší výsledek. K oběma činnostem je proto potřeba přistupovat s určitou pokorou. Na druhé straně je pravda, že evidence ve sportu i v investování jasně ukazuje na to, že vyšší úsilí, vyšší disciplína, trpělivost a vytrvalost v průměru přinášejí lepší výsledky a vyplatí se.

Vždy jsem zastával názor, že proto, aby byl člověk úspěšný v nějakém oboru, musí být v kladném slova smyslu fanatikem. Ve sportu i v investování to platí dvojnásob. Profesionální sportovec musí být stejně jako profesionální investor soutěživý a musí pohnout po dobrém výsledku. Měřitelnost investičních výnosů a obrovská konkurence, která v odvětví pracuje, dává výbornou možnost pro kompetitivní povahy, aby se plně realizovaly. Když člověk dělá aktivně nějaký sport, potom bez ohledu na to, o jaký sport jde a na jaké úrovni ho provozuje, vždy musí počítat s tím, že zažije spousta proher. V investování je to úplně totéž. Umění vypořádat se s prohrami, anebo je dokonce použít k cestě vzhůru, je velmi cenné a lze ho do velké míry přesunout z jedné činnosti do druhé.

Když tedy stojím každou druhou březnovou neděli na startu Engadin Skimarathonu, prožívám směs velkých emocí. Až budu o hodinu a tři čtvrtě později projíždět cílem, chci vědět, že jsem nedělal chyby, držel se plánu, a hlavně že jsem ze sebe vydal maximum. Je to závod, pro mě vrchol zimní sezóny a nikomu nedám svou kůži lacino. Kromě těchto adrenalinovo testosteronových pocitů však



zažívám ještě jiné. Musím přiznat, že od doby, co se můj věk začal psát číslicí pět, tyto jiné, novější pocity ve mně postupně zesilují. Uvědomuji si, že se velmi pravděpodobně nacházím ve druhé polovině svého života a že jsem tak říkajíc překročil poločas svého rozpadu.

Když se na startovní čáře na zamrzlém jezeře v Maloji mezi dalšími 14 000 účastníky rozhlédnu po nádherných zasněžených vrcholcích hor nad engadinským údolím a za zvuků hudby odpočítávám poslední vteřiny do startu, cítím velký pocit vděčnosti. Vděčnosti za to, že můžu zase po roce stát na tomto místě a vychutnat si radost z pohybu v tak překrásném prostředí. Závody jsou nádherná věc, která přináší neopakovatelné zážitky a emoce. Kdo to máte stejně, tak dobře víte, o čem mluvím. Přesto si tak nějak čím dál více

### Změny v portfoliu

Proдали jsme poslední zbyteček akcií Pandory. Akcie tohoto dánského výrobce šperků nás poprvé zaujaly někdy v roce 2011. Společnost měla velmi solidní a rychle rostoucí business a procházela si zrovna interními manažerskými problémy. Díky nim se cena akcií delší dobu pohybovala kolem 50 dánských korun. Několikrát jsme se k její analýze tenkrát vraceli, ale vždy jsme ji jako investici zavrhlí. V dalších letech jsme jen sledovali, jak Pandora roste a cena akcie stoupá až na 1000 korun v roce 2016. To všechno, aniž bychom vlastnili jedinou akcii. Celou tu dobu jsme společnost pečlivě sledovali, ale akcie se nám vždy zdály příliš drahé.

Potom se trend otočil a akcie započaly větší sestup. Když už jejich cena začínala šestkou, znovu jsme zpozorněli a domnívali jsme se, že přišel náš čas. Zdálo se, že business Pandory

uvědomuji, že třeba jen možnost zúčastnit se, je něco, co není garantováno, a je nám spíše jen dočasně propůjčeno.

Se stejnou širší perspektivou vnímám i naše investice. Chci být nejlepší a dělám pro to maximum. Úspěchy a neúspěchy také přinášejí podobné emoce jako ve sportu. Přesto se však snažím mít vždy na paměti i to, že vše není jen o okamžitém úspěchu, ale i tom moci se dále zúčastňovat. V investicích se tato širší perspektiva projevuje v pohledu na riziko. Mnohem vyrovnaněji než dříve nechávám kolem plynout investiční příležitosti, které jsou sice potenciálně velmi výnosné, ale vyžadují podstoupit příliš vysoké riziko. Nežene mě totiž jen snaha o dobrý výsledek, ale také starost o to, abychom mohli s portfoliem fondu stát na startovní čáře ještě dlouhou řadu let.

dobře šlape a gratulovali jsme si k tomu, jak jsme byli trpěliví, a počkali jsme si na dobrou cenu. Pandoru jsme začali postupně nakupovat. Když jsme v té době na našem semináři poprvé zveřejnili, že držíme akcie Pandory, někteří z vás se ptali, zda je to opravdu moudrá investice. My jsme tvrdili, že ano, a opírali jsme se především o sílu značky, jedinečný business model a velmi vysoké výnosy investovaného kapitálu. Dnes víme, že jste měli pravdu.

Jak se později ukázalo, business Pandory se už tenkrát postupně zhoršoval. To se dodnes nezměnilo a v nejbližší době zřejmě ani nezmění. Z původně růstové akcie, která se dříve obchodovala za více než 20násobek zisků, se stala hodnotová past, kdy ani PE 6 není dostatečně nízké. Nějaký čas trvalo, než jsme rozpoznali svou chybu a potom jsme



začali pozici likvidovat. Naše investice do Pandory nás nakonec stála asi 2 % NAV rozprostřeno do let 2017 a 2018. Na konci loňského roku nám ještě zbylo pár akcií. Využili jsme toho, že letos od začátku roku poskočily asi o 30 % nahoru a prodali jsme je. Zajímavé je, že v době, kdy jsme je drželi, měli jsme v portfoliu asi 20 různých akcií, z nichž jediná Pandora byla ve větší ztrátě. Přitom na ni téměř pokaždé přišla řeč.

Chybu v investici do Pandory řadíme do kategorie base rate vs. case rate. Vždy, když hledáme dobrou investici, ideální je, když společnost má nějakou trvale udržitelnou výhodu. Domnívali jsme se, že Pandora ji má. Z následujících důvodů: mezi výrobci šperků je Pandora nejrozpoznávanější světová značka a v tomto směru předčí i značky jako jsou Tiffany, Cartier nebo Swarovski. Má ojedinělý business model s centralizovanou výrobou, který jí dává výhodu ve výrobních nákladech a výrazně zkracuje cestu od designu na pulty. To vše se projevovalo i v číslech. Výnosy vlastního jmění a výnosy investovaného kapitálu měla Pandora tak vysoké, že jen těžko nacházely srovnání, a to potvrzovalo nepřímo existenci konkurenční výhody. To vše bylo podepřeno nízkým dluhem a silným volným cash flow. O to se opírala naše investiční teze (case rate).

Proti tomu stála naše opakovaná zkušenost z analýzy a sledování jiných společností, které mají co do činění s módou. Velice často se totiž stává, že ačkoliv se třeba často těmto společnostem dlouho daří dobře, najednou se jim dařit přestane, nikdo přesně neví proč a ani neví, co s tím dělat. Tato situace se opakuje v módních businesssech znovu a znovu. To by naznačovalo, že dlouhodobá udržitelnost konkurenční výhody v tomto odvětví je velice vzácná (base rate). V našich úvahách jsme dali v případě Pandory přednost case rate před base rate a to se ukázalo jako chyba.

Za uvolněné peníze jsme o jeden kus rozšířili naše britské portfolio. Britský trh patří díky brexitu stále mezi ty nejméně oblíbené a je aktuálně možná (řeceno slangem Wall Streetu) „the most undercrowded trade“. To ho dělá levným a hojným na atraktivní investice. Podařilo se nám zde najít společnost, která je globálním lídrem v poměrně neznámém oboru, který není korelován s celkovým ekonomickým cyklem, ba naopak má tendenci spíše těžit z ekonomického poklesu. A nemá nic společného s módou!

Daniel Gladiš, duben 2019

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište nám [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte nás na [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund)

Disclaimer :

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovídám, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme

v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

**Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.**

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Fond je zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2019 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

**Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**