

## CENA A HODNOTA (NÁVOD K POUŽITÍ)

Rok 2019 pro nás skončil s výnosem +25,4 %. Nejlépe si vedly naše akcie ve Velké Británii a v Rusku a ruku k dílu přiložily výrazným způsobem i naše investice v Jižní Koreji, Kanadě, USA a Japonsku. K výnosům se ještě vrátíme později, nejdříve se však chci věnovat jinému tématu.

V říjnu jsme pořádali náš pravidelný podzimní seminář pro akcionáře. Během odpovědí na otázky jsme se dotkli i tématu cena a hodnota. V této debatě jsem po skončení semináře pokračoval s jedním z našich akcionářů. Byla velmi poučná pro obě strany a myslím, že stojí za to ji tady shrnout pro všechny ostatní akcionáře.

Vltava Fund byl založen 1. září 2004 a od té doby pravidelně v měsíčních intervalech publikujeme NAV fondu. Vychází z aktuálních cen našich akcií vždy ke konci měsíce. Zhruba před rokem a půl jsme se odhodlali k poměrně málo vídanému kroku, a sice spolu s NAV pravidelně publikovat i náš odhad hodnoty portfolia. Ten nevychází z aktuálních cen, ale z našich aktuálních odhadů fundamentálních hodnot akcií, které v portfoliu držíme.

Naše investiční filozofie je, vždy byla a i v budoucnosti bude založena na jednoduché myšlence, že inteligentní investice je taková investice, kdy to, co platíme (cena), je nižší než to, co za to dostáváme zpátky (hodnota). Není to samozřejmě žádný náš vynález, je to běžný přístup hodnotových investorů celého světa. Odhadem vnitřní hodnoty investice se zabývají nejen investoři, ale i analytici. Když otevřete jakoukoliv slušnou investiční analýzu, bude

obsahovat nějakou úvahu o vnitřní hodnotě investice a velice často také její vyčíslení.

Vždy, když uvažujeme o nějaké investici, děláme si představu o její možné hodnotě a tu potom porovnáváme s aktuální cenou. Tak tomu u nás bylo u jednotlivých investic vždy. Někdy na jaře roku 2012 jsme si interně začali z jednotlivých pozic ve fondu a jejich hodnot dávat dohromady i odhad hodnoty celého portfolia. Toto číslo od roku 2018 pravidelně na měsíční bázi publikujeme ve Fact sheetu.

Dlouho jsme uvažovali o tom, zda odhad hodnoty publikovat nebo ne. Byli jsme si vědomi toho, že pokud ho začneme publikovat, budeme běžně muset čelit otázkám typu: Jak víte, že hodnota je právě taková? Proč v poslední době klesá NAV, když odhad hodnoty roste? Kdy dožene NAV hodnotu? A podobně. Snaha o poskytnutí více informací akcionářům nám pravděpodobně bude spíše komplikovat život.

Není totiž náhoda, že většina fondů a investičních manažerů údaje o hodnotě fondu neuvádí. Raději si je nechávají pro sebe (pokud se jí vůbec zabývají), především zřejmě proto, aby měli život jednodušší a aby nebyli občas takříkajíc nachytáni na hruškách. I přesto však existují vzácné výjimky, které jdou se svou kůží na trh a údaje o hodnotě fondu pravidelně publikují. V Evropě je to například legendární investor Francisco García Paramés, který ve své současné firmě Cobas Asset Management i ve své předchozí firmě Bestinver Asset Management po dlouhá léta údaje o hodnotě portfolia fondu uvádí.

V naší interní debatě nakonec rozhodl tento argument: Údaje o hodnotě považuji za velmi důležité a taky se jimi řídím. Jak bych jako akcionář fondu odůvodnil, že si je nechávám pro sebe a ostatním akcionářům je neposkytnu? Na tuto otázku jsme uspokojivé vysvětlení nenašli a údaje o hodnotě portfolia jsme začali publikovat.

### Co s nimi?

Každý akcionář má v zásadě dvě možnosti, jak s údaji o hodnotě naložit. Může je zcela ignorovat, anebo je může zasadit do mozaiky informací o Vltava Fund, kterou má, a snažit se je využít ke svému prospěchu. Jak je může využít? Pokusím se teď formulovat několik základních pravidel a pomůcek.

#### 1) Je hodnota opravdu dlouhodobým ukazatelem pro vývoj cen? Jinými slovy, následuje cena v dlouhodobém horizontu hodnotu?

Myslím, že na trzích je téměř nekonečné množství evidence, která to potvrzuje. Tím vás zde nechci zatěžovat. Místo toho se podíváme, jak je to ve Vltava Fund. Hodnotu celého portfolia jsme začali agregovat v červnu 2012 a její vývoj od té doby společně s vývojem NAV ukazujeme na našich seminářích a výročních setkáních. Ten graf si určitě pamatujete. Z Fact sheetu také víte, o kolik za tu dobu vyrostlo NAV fondu. Důležité je, že hodnota za toto období vyrostla přibližně stejně jako NAV. Rozdíl mezi jejich nárůsty činí jen 3 % a to ještě ve prospěch NAV. I přesto, že jde o období jen necelých sedmi let, dá se to považovat za velmi jasné potvrzení teze, že cena dlouhodobě následuje vývoj hodnoty.

#### 2) Dožene někdy NAV fondu hodnotu celého portfolia? Budou se někdy tyto dva údaje shodovat?

To není pravděpodobné, a protože vás tato odpověď možná překvapila, vysvětlím proč. Naše největší pozice je Berkshire Hathaway. Cena akcie A na konci roku činila 340 000 USD a náš odhad hodnoty se pohybuje kolem 420 000 USD. Hodnota tedy převyšuje cenu o 23 %. To nám připadá dost na to, abychom akcie dále drželi. Představme si, že cena akcií vyskočí na 500 000 USD a akcie se budou tedy obchodovat výrazně nad svou hodnotou. Tento pohyb posune NAV fondu nahoru, ale na hodnotě portfolia se nijak neprojeví. Jelikož jsou akcie Berkshire nyní výrazně nadhodnocené, prodáme je a místo nich koupíme jiné akcie, ideálně takové, které se obchodují výrazně pod svou vnitřní hodnotou. Tato transakce se neprojeví na NAV fondu, ale posune nahoru hodnotu portfolia. Výsledkem je, že vzrostlo NAV i hodnota, ale rozdíl mezi nimi se změnit nemusel.

NAV fondu by tedy nemělo nikdy dohnat hodnotu portfolia, protože akcie, které v portfoliu držíme, by se měly obchodovat o něco pod svými hodnotami. Kdyby se náhodou někdy stalo, že by NAV vyrostlo až na úroveň hodnoty portfolia, nebyl by to moc dobrý signál. V podstatě by to znamenalo, že nejsme schopni nalézt žádné podhodnocené akcie. Když to shrnu, tak NAV by mělo být vždy o něco nižší než hodnota portfolia fondu.



### 3) Jak velký rozdíl mezi NAV a hodnotou portfolia je typický nebo průměrný?

Když se podíváme na těch minulých necelých sedm let, potom čísla ukazují, že hodnota portfolia byla vždy vyšší než NAV. Nejvíce o 66 % v prosinci 2018 a nejméně o 7 % v lednu 2015. Průměrný rozdíl je 25 %. Zajímavé také je, že vývoj hodnoty je mnohem méně volatilní než vývoj NAV. To se ostatně dalo čekat. Je to logické a pro zájemce o toto téma můžu doporučit výbornou studii Roberta Shillera z roku 1980 „Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?“

Změna hodnoty portfolia fondu byla kladná ve všech letech 2012-2019. Její roční přírůstek se pohyboval v rozmezí 1-15 %. NAV fondu je oproti tomu mnohem volatilnější. Má v jednotlivých letech vyšší maxima a nižší minima.

### 4) Jak lze toho všeho tedy využít?

Z výše uvedeného vyplývá, že z dlouhodobého pohledu bude růst NAV a růst hodnoty téměř stejný. Dále, že existuje něco jako průměrný rozdíl mezi NAV a hodnotou a že NAV kolísá mnohem více než hodnota. Využít toho lze dvěma způsoby. Za prvé, vývoj hodnoty je dobrým indikátorem budoucích výnosů. V naší práci se soustředíme více na budování hodnoty než na pohyby cen a NAV. To první totiž můžeme ovlivnit a je také z dlouhodobého pohledu rozhodující pro vývoj NAV.

Za druhé, pokud uvidíte, že rozdíl mezi hodnotou a NAV se dostává do extrémů, můžete toho využít pro plánování svých vlastních investic. Pokud je rozdíl mezi hodnotou a NAV nebývale nízký, je lepší být s dalšími investicemi opatrný. V opačném případě, pokud je rozdíl mezi hodnotou a NAV příliš velký, může to značit nadprůměrné budoucí výnosy a do těchto okamžiků by měly směřovat vaše další investice.

Přesně tento typ úvah používáme, pokud vybíráme jednotlivé investice do portfolia fondu. Pro akcionáře fondu je analogicky použitelný na úrovni celého fondu. Aktuální čísla jsou následující. Ke konci roku 2019 převyšovala hodnota portfolia NAV o 30 % a očekáváme, že v letošním roce poroste rychleji než v loňském roce.

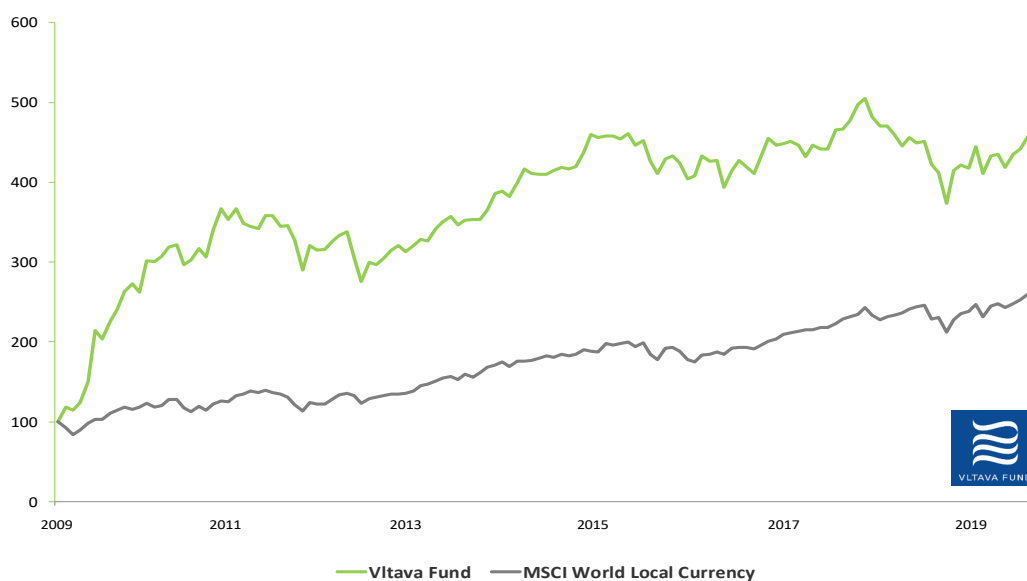
### Změny v portfoliu

V portfoliu fondu nedošlo k žádné větší změně. Naše portfolio vykazuje velmi malý pohyb a moc se v čase nemění. To je, myslím, dobře. Ani v loňském roce nebyl důvod do portfolia nějak výrazně zasahovat. V poslední době však došlo k jedné výrazné změně a tou jsou náklady na zajišťování měny. Měnové riziko (s výjimkou akcií Sberbank a Samsung) zajišťujeme. Z portfolia tak vypadne skoro celá jedna podstatná složka rizika - riziko měnové. Z dlouhodobého hlediska je to rozhodnutí správné. Když jsme fond 1. září 2004 spustili, byly kurzy koruny ke dvěma hlavním měnám následující: 31,85 za euro a 26,15 za dolar. Dnes je koruna silnější vůči euru o 20 % a vůči dolaru (i po jeho silném růstu v posledních letech) o 13 %. Kdybychom měnové riziko nezajišťovali, korunový růst NAV by byl o poznání nižší.



Zajištění měnového rizika však s sebou nese náklady. Ty vycházejí z rozdílu mezi úrokovými sazbami v koruně a v měnách, proti kterým se zajišťujeme. Po většinu času byly tyto náklady záporné. To znamená, že na zajištění měny jsme dokonce ještě něco málo vydělávali. Situace se změnila na konci roku 2013, když ČNB přistoupila k měnové intervenci. Až do jejího ukončení v dubnu 2017 jsme u nás měli efektivně výrazně záporné úrokové sazby. To se projevilo i na ceně měnového zajišťování. Ta dokonce v tomto období překonala hranici 2 % ročně. Díky růstu našich domácích úrokových sazeb po ukončení intervencí jsme se letos znovu dostali s náklady na měnové zajištění do záporu. Několik let nás stálo měnové zajištění hodně peněz, teď už na něm zase pár desítek procenta ročně vyděláváme.

znehodnotit několik let předchozích výnosů. Bylo pro mě hrozně frustrující nemoci se po několika letech maximálního úsilí prokázat pořádným hmatatelným výsledkem. Myslím, že jste měli před rokem stejné pocity. Bylo by asi naivní myslet si, že se nám podobně jalové období vyhne, protože se nevyhnulo ani největším investorským legendám, pro mě to ale žádná útěcha není. Přitom právě třeba pět let předtím nebyly výnosy špatné (+55,2 %) a čtyři roky ještě předtím taky ne (+220,5 %). Celkový výnos za těch jedenáct let činí 368,4 %, což je mnohem více, než bych si i ve snu dokázal představit. (Globální akciové trhy za stejné období vzrostly o 165,5 %.)



### Pohled dozadu a pohled dopředu

Teď je to 11 let, co jsme přešli na současnou investiční strategii. Konec roku se hodí jako příležitost k bilancování. Loňský výsledek (+25,4 %) bych bral kterýkoliv rok. To ten předchozí rok 2018 (-24,9 %) mě mrzí. Jeden rok a v podstatě spíše jeho závěr dokázal

Historie dává vždy prostor pro interpretaci a každý si může vykládat tyto výsledky po svém. Jedno je ale jisté. Neříkají vůbec nic o tom, jaké budou výnosy fondu v příštích letech. Otázku na to, jaký očekáváme další vývoj, dostáváme poměrně často. Tazatel většinou očekává



jasnou a jednoduchou odpověď opírající se o úvahu, zda už v recesi jsme nebo zda až za rok, případně, jak moc hluboká bude a podobně. Tyto věci sice mohou být předmětem zajímavých debat, dlouhodobý výnos portfolia však na nich až tolik nezáleží. Ten závisí především na tom, jaké akcie v portfoliu jsou.

Pokud bychom tedy měli debatovat o vyhlídkách na další vývoj, museli bychom vést debatu o našich jednotlivých pozicích. Představte si například, že by naší největší pozicí nebyla Berkshire Hathaway, ale třeba Uber. Místo lety a mnoha recesemi prověřené společnosti, která se doslova topí v hotovosti a produkuje silné cash flow, bychom vlastnili společnost, která nikdy nebyla a možná ani nikdy nebude zisková a ve svém podnikání utápí miliardy dolarů ročně. Jsou vyhlídky těchto společností stejné? Jaké by asi byly jejich šance na to, aby přežily recesi? Určitě ne stejné.

Nebo si třeba představte, že bychom místo Samsungu vlastnili Nokii, místo Sberbank Deutsche Bank a místo BMW Teslu. Možná se najdou investoři, kteří by řekli, že by to bylo lepší, rozhodně bychom se však i s nimi shodli na tom, že vyhlídky těchto dvou skupin akcií nejsou stejné. Stejně také není riziko, které

s jejich držením souvisí. O tom není vůbec pochyb.

Každá úvaha o vyhlídkách jakéhokoliv investičního fondu musí nutně vycházet z analýzy drženého portfolia. Proto věnujeme na našich výročních setkáních i na našich seminářích hodně času jednotlivým akciím, které společně vlastníme. Jsem si vědom toho, že pro některé z vás je to detail za hranicí toho, čím byste se chtěli zabývat. Pro nás je to naopak denní chleba. Existuje tady nějaké zjednodušení, které vám umožní vyhlídky fondu posoudit? Tím se vlastně znovu dostávám k tomu, čím jsem začal. Údaj o fundamentální hodnotě portfolia, jeho vývoj v čase a především rozdíl mezi touto hodnotou a NAV je pro vás jednoduchým agregovaným údajem, který to tak nějak všechno shrnuje. Údaje o hodnotě budeme proto i nadále zveřejňovat i s vědomím toho, že se občas ukáže, že jsme se v odhadech hodnoty zmýlili.

Daniel Gladiš, leden 2020

Pro více informací

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

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

Sledujte [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 předpovědím, 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 odražela 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 poradenství, 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.