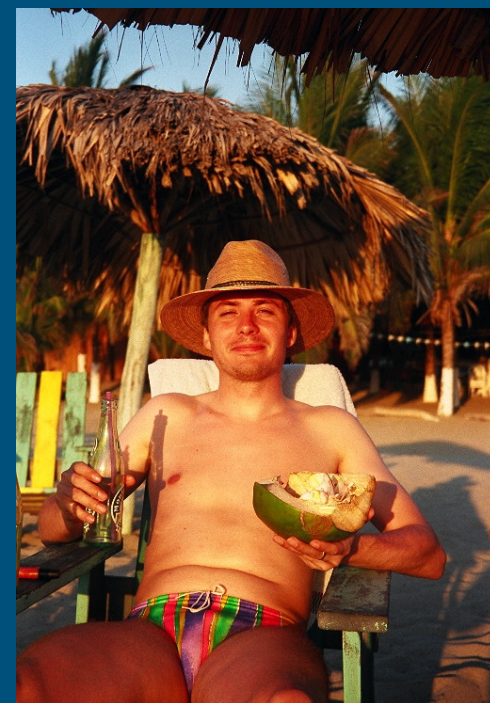


# Investiční strategie akciových fondů

Ján Hájek, CFA  
manažer fondu ISČS Top Stocks  
[jan.hajek@iscs.cz](mailto:jan.hajek@iscs.cz)



# Umění vs. řemeslo

- Řemeslo = znalost oceňovacích metod, účetnictví, podnikatelských modelů
  - Relativní ocenění (ukazatel P/E nebo P/Sales)
  - Absolutní ocenění (metody DCF, EVA a Franchise Value)
- Umění = správný odhad budoucího vývoje fundamentů společnosti
  - Odhad úspěšnosti produktu
  - Porozumění podnikatelskému modelu
  - Kvalita managementu

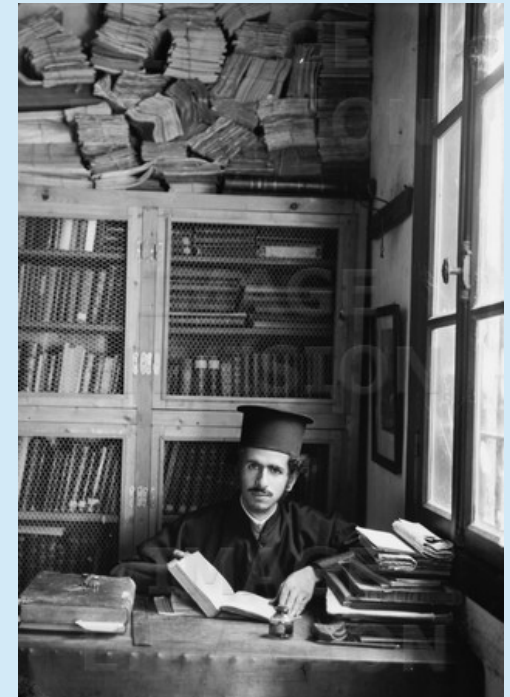
*Pozn.: P/E = Price/Earnings (poměr aktuální ceny a zisku na 1 akcii)*

*P/Sales = Price/Sales (poměr aktuální ceny a tržeb na 1 akcii)*

*DCF = Discounted Cash Flow (ocenění pomocí metody diskontovaného cash-flow)*

*EVA = Economic Value Added (ocenění pomocí srovnání návratnosti kapitálu s nákladem na tento kapitál)*

*Franchise Value = metoda aplikující relativní ocenění P/E pro výpočet absolutního ocenění*

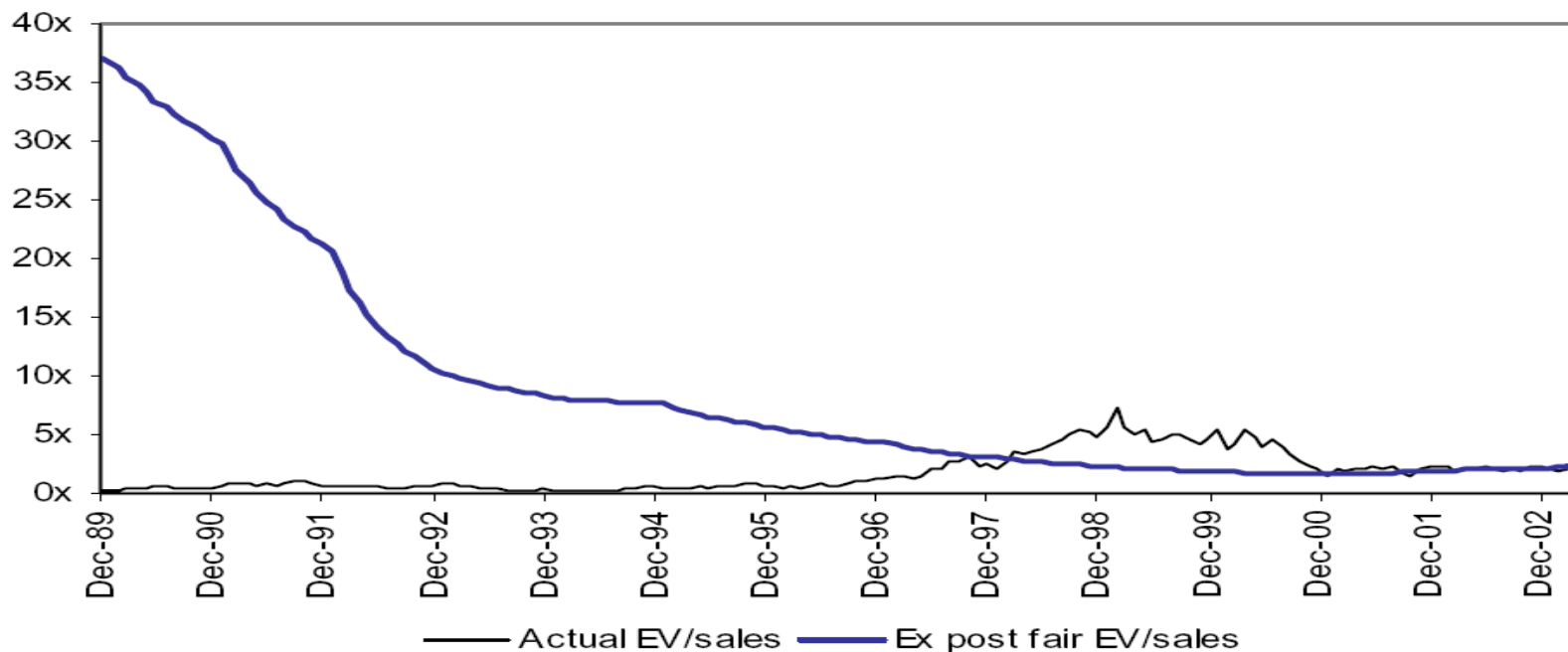


# Umění vs. řemeslo - příklad

- Tržby společnosti rostly v průměru o 43% ročně
- Investor realizoval průměrný roční výnos 62% místo 13%, který by inkasoval v případě nákupu za „férové“ ocenění Enterprise Value/Sales

Figure 6. Dell Computer — Actual versus “Fair” EV to Sales, 1989–2003

\$ in millions, except per-share data



Zdroj: UBS, výpočty ISČS

Pozn.: Enterprise Value = Market Capitalization (tržní kapitalizace) + Net Debt (dluhy – peníze)

# Warren Buffett – Berkshire Hathaway

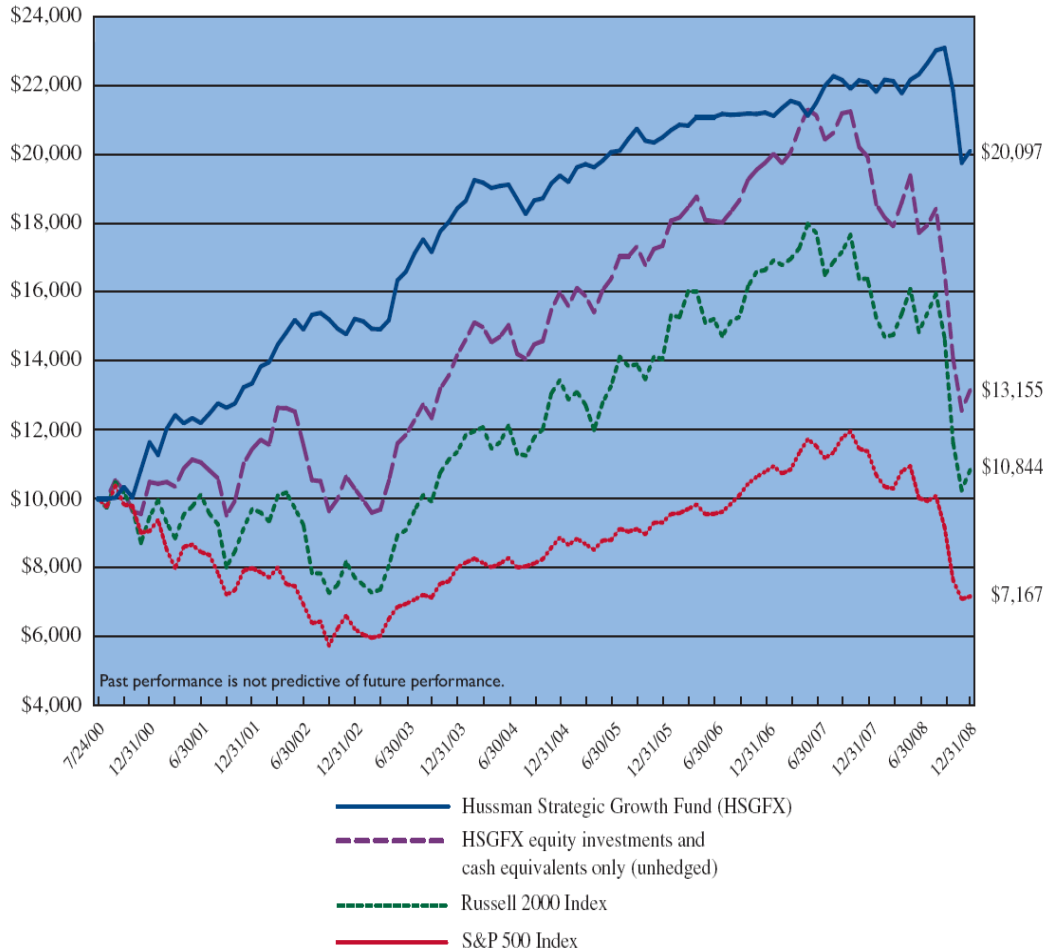
- Investuje do společností (ne akcií...)
  - Jednoduché a srozumitelné podnikání
  - Udržitelná konkurenční výhoda
  - Kvalitní management
  - Vysoká návratnost vlastního jmění
  - Příležitost nakoupit akcie s výrazným diskontem
- Dlouhodobý investor – nesnaží se časovat trh
- Příklad – Washington Post
  - Nákup v 2Q/1973 – dodnes neprodal žádnou akcii
  - Tržní kapitalizace společnosti v době nákupu 80 mil. USD vs. odhad hodnoty společnosti v době nákupu 400 mil. USD (vyšší potenciál růstu, cykl. stlačené marže)

Výnos p.a. / Perioda	Skutečná investice	Nákup za „férové“ ocenění	Růst ziskovosti společnosti	Dividendový výnos
1973 - 2008	14,1% (102,1x)	9,0% (20,4x)	9,2% (21,6x)	1,4%
1973 - 2009	12,0% (58,5x)	7,0% (11,7x)	-	1,4%

Zdroj: R.Hagstrom: *The Warren Buffett Way*, výpočty ISČS

# John Hussman – Hussman Strategic Growth Fund

## „Stock picking“ + řízení tržního rizika portfolia



Year	HSGFX	Stocks Only	S&P 500
2000*	16.40%	4.86%	9.37%
2001	14.67%	9.13%	-11.89%
2002	14.02%	-10.03%	-22.10%
2003	21.08%	37.68%	28.68%
2004	5.16%	12.81%	10.88%
2005	5.71%	8.43%	4.91%
2006	3.51%	13.88%	15.79%
2007	4.16%	0.89%	5.49%
2008	-9.02%	-33.97%	-37.00%
Average Annual Return Since Inception	8.62%	3.30%	-3.87%

\* July 24, 2000 – December 31, 2000, not annualized

Zdroj: Hussman Funds, ISČS

Pozn.: stock picking = aktivní výběr společností, Russell 2000 = akciový index menších US společností, S&P500 = akciový index velkých US společností

# Bill Miller – Legg Mason Value Trust

- Kontrariánská strategie + „focused investing“

COMPARATIVE RETURNS							Page 1/65
Range		1/ 4/91	-	3/20/09	Period	W Weekly	950 Wk. Period
Securities	Crcy	Prc	Appr	Total Ret	Difference	Annual Eq	
1 LMVTX US Equity	USD	88.36 %		276.84 %		7.55 %	
2 SPX Index	USD	139.42 %		248.10 %	-28.74 %	7.09 %	
3							

(\* = No dividends or coupons)



Zdroj: Bloomberg

Pozn.: focused investing = koncentrace portfolia do několika málo společností (zpravidla 20-40),  
SPX = akciový index S&P500

# Bill Miller – Legg Mason Value Trust

- od roku 1991 do roku 2005 každý rok překonal výkonnost indexu S&P500
- Sept 07 – fond +15,2% p.a. vs. index +11,8% p.a.

## Historical % Changes

LEGG MASON VALUE TRUST-C (LMVTX US)

Range 12/31/91 to 12/31/08 Period Y Y

DATE	BID	CHANGE	% Change
12/31/08	26.04	-31.88	-55.04
12/31/07	57.92	-4.10	-6.61
12/29/06	62.02	+3.43	+5.85
12/30/05	58.59	+2.96	+5.32
12/31/04	55.63	+5.94	+11.96
12/31/03	49.69	+15.07	+43.53
12/31/02	34.62	-8.08	-18.92
12/31/01	42.69	-4.37	-9.29
12/29/00	47.07	-3.54	-7.00
12/31/99	50.61	+10.64	+26.63
12/31/98	39.97	+12.97	+48.05
12/31/97	27.00	+7.27	+36.84
12/31/96	19.73	+5.40	+37.72
12/29/95	14.33	+4.08	+39.77
12/30/94	10.25	+.09	+0.90
12/31/93	10.16	+.91	+9.82
12/31/92	9.25	+.87	+10.32
12/31/91	8.38	+2.06	+32.60

## Historical % Changes

SPX S&P 500 INDEX PRICE 838

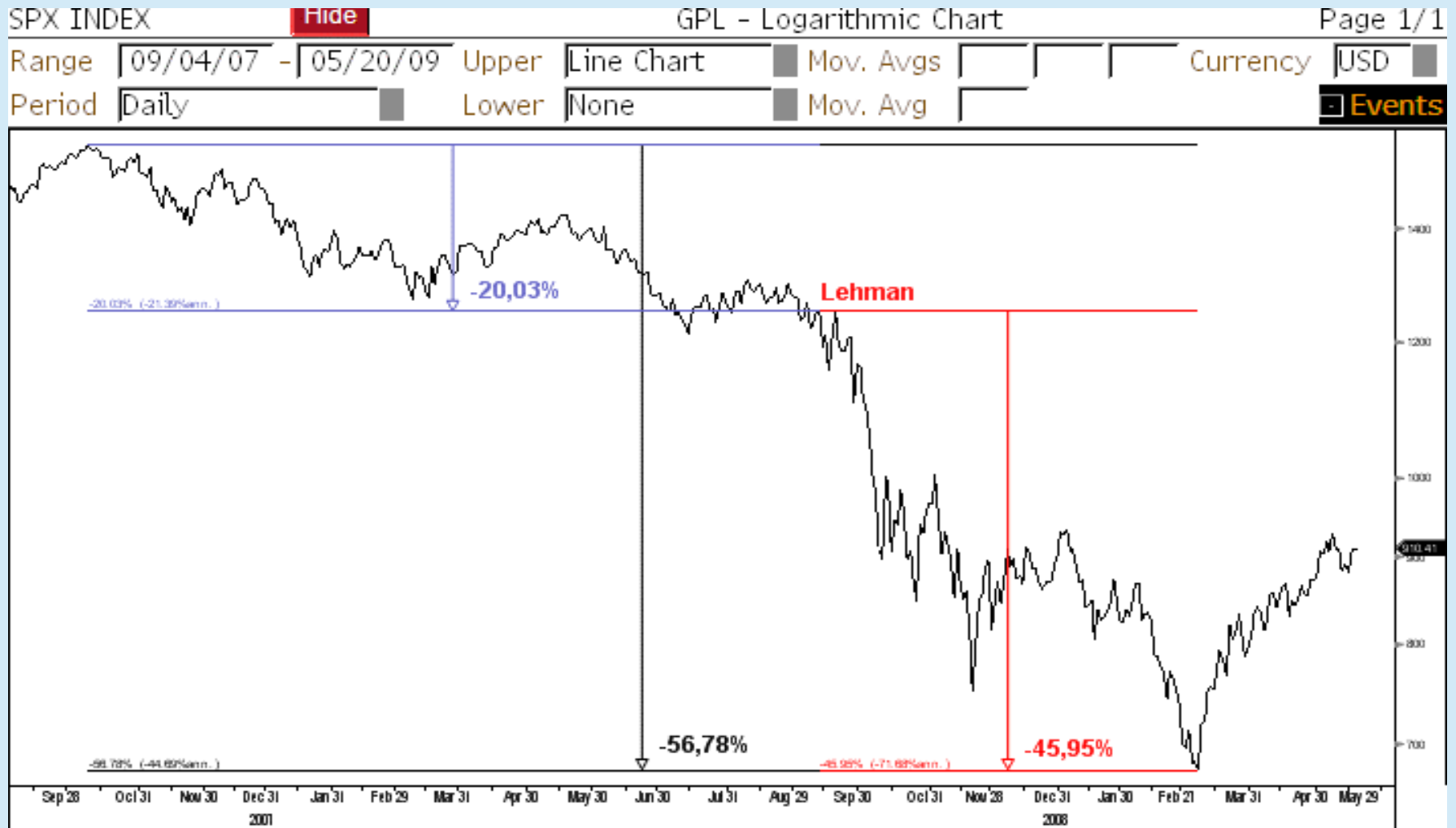
Range 12/31/91 to 12/31/08 Period Y Y

DATE	PRICE	CHANGE	% Change
12/31/08	903.25	-565.11	-38.49
12/31/07	1468.36	+50.06	+3.53
12/29/06	1418.30	+170.01	+13.62
12/30/05	1248.29	+36.37	+3.00
12/31/04	1211.92	+100.00	+8.99
12/31/03	1111.92	+232.10	+26.38
12/31/02	879.82	-268.26	-23.37
12/31/01	1148.08	-172.20	-13.04
12/29/00	1320.28	-148.97	-10.14
12/31/99	1469.25	+240.02	+19.53
12/31/98	1229.23	+258.80	+26.67
12/31/97	970.43	+229.69	+31.01
12/31/96	740.74	+124.81	+20.26
12/29/95	615.93	+156.66	+34.11
12/30/94	459.27	-7.18	-1.54
12/31/93	466.45	+30.74	+7.06
12/31/92	435.71	+18.62	+4.46
12/31/91	417.09	+86.87	+26.31

Zdroj: Bloomberg, výpočty ISČS



# Aktuální medvědí trh

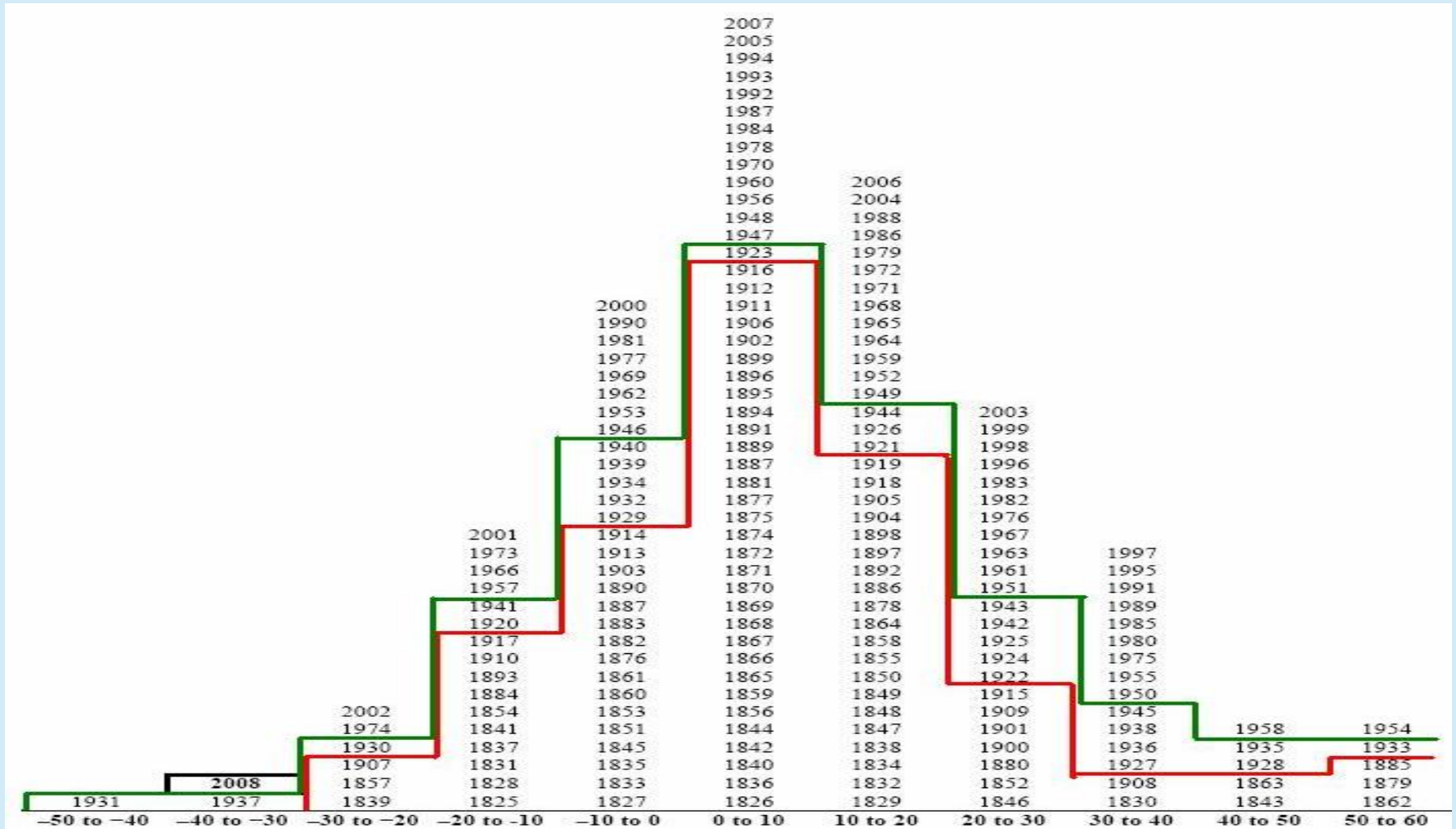


Zdroj: Bloomberg, výpočty ISČS

Pozn.: pád Lehman Brothers 12.9.2009, SPX = akciový index S&P500



# Stoletá voda – Index S&P500 poklesl v roce 2008 o 38,5%

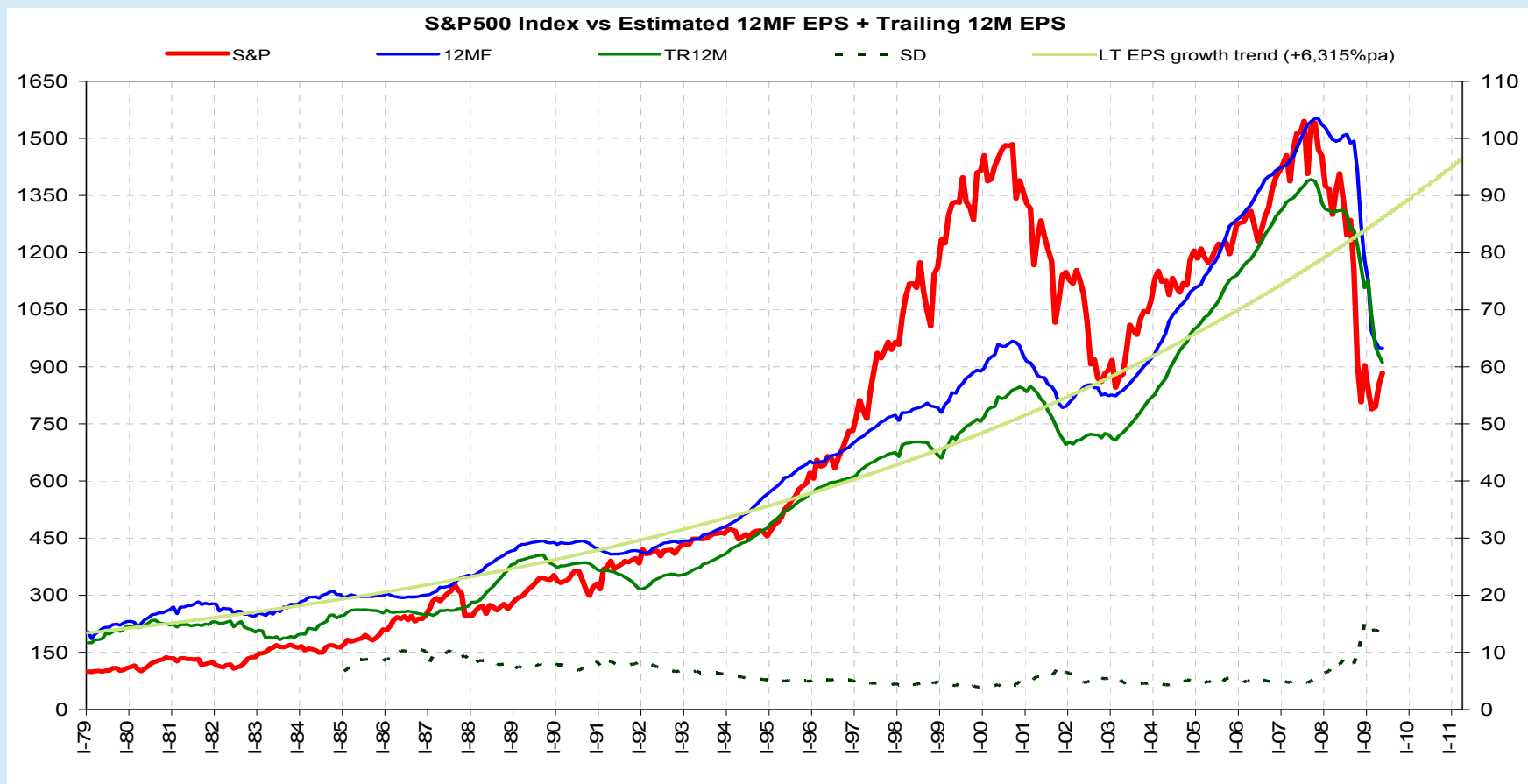


Zdroj: Morgan Stanley, ISČS

Pozn.: pod červenou křivkou roky 1825-1919, pod zelenou křivkou 1920-2008

# Dlouhodobý trend růstu ziskovosti

## ■ cyklický vs. strukturální pokles EPS...



Zdroj: Thomson Financial, výpočty ISČS

Pozn.: S&P = akciový index S&P500, EPS = zisk na 1 akcii, 12MF = konsensuální odhad EPS pro příštích 12 měsíců, TR12M = aktuální EPS za posledních 12 měsíců, SD = směrodatná odchylka 12MF EPS, LT EPS growth trend = dlouhodobý trend růstu EPS

# Děkuji Vám za Váš zájem



**„Difficult to see. Always in motion is the future “**