

VALUE OWLS MICROCAP



DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ PRVNÍ POLOVINY ROKU 2025

Roman HOLÍK

Správce fondu Value Owls
MicroCap

Ing. Roman Holík

Správce portfolia VOM

spravce@valueowls.cz

Value Owls, osoba rizikového kapitálu, s.r.o.

Pražákova 1008/69, Štýřice, 639 00 Brno

<http://valueowls.cz>

Brno 22.07.2025



Obsah

Vážení spoluinvestoři,	3
Výsledky fondu v prvním pololetí roku 2025.....	4
Srovnání s největšími indexy	5
Poplatky a kapitálová struktura fondu.....	5
Komentář k vývoji trhů.....	7
Zajímavosti z průběhu roku	13
Mateřské společnosti nejsou přítelem výnosu	13
Pozor na strukturální zlomy v příběhu firmy	14
Trest za přípravu na růst!!.....	15
Příklad dopadu cel na naše portfolio	16
Závěr	17
Apendix 1	19
Indexace do USD	19
Výpočet poplatků	20
Stanovení kapitálové struktury	21



Vážení spoluinvestoři,

dovolte mi krátce reflektovat dění ve fondu Value Owls MicroCap v první polovině prozatím velmi turbulentního roku 2025.

Fond k 1. červenci držel pozici ve 20 společnostech. Seznam potenciálních investic na kandidátském listu vzrostl na 36, což fondu poskytuje větší flexibilitu pro úpravy portfolia v případě nečekané volatility.

Během pololetí došlo k ukončení obou pozic v Japonsku a v nizozemské společnosti Royal Heijmans. Japonské pozice byly uzavřeny v okolí 15% ztráty, zatímco investice do Royal Heijmans přinesla zhodnocení v okolí 335 %. Naopak nově zakoupené pozice v rámci 2025 zatím nepřinesly pozitivní výkonnost, což se odrazilo na výsledcích prvního pololetí.

Makroekonomický vývoj spojený s nástupem Donalda Trumpa přinesl trhům nečekanou volatilitu, kterou fond dokázal využít pro doplnění většiny pozic na cílovou alokaci. Zůstává ovšem velkou neznámou, jak administrativa prezidenta USA přistoupí zejména ke svým deklarovaným záměrům zvýšit obchodní cla či jak bude přistupovat k vojenským konfliktům, a jak moc tyto změny dopadnou na sledované trhy.

Chtěl bych vám poděkovat za projevenou důvěru v náš fond. Z pozice správce Value Owls MicroCap fondu si Vaší důvěry velmi vážím a ujišťuji Vás, že prioritou fondu byla, je a vždy bude tvorba hodnoty pro klienty a pak až tvorba hodnoty pro fond.

S pozdravem,

Ing. Roman Holík

+10,67 %¹

zisk VOC za 01-06/25 v
USD

-4,56 %

zisk VOC za 01-06/25 v
CZK

+27,30 %²

zisk VOC od počátku
(01.01.2023)

¹ Hodnoty zisku v tomto období jsou vypočteny jako součet cenového vývoje akcii, dividend po zdanění, úroků z držené hotovosti po zdanění a před odečtením poplatků fondu. Tzv. Net Return (NR)

² Čistý zisk spoluinvestorů po odečtení poplatků fondu



Výsledky fondu v prvním pololetí roku 2025

Fond dosáhl v období 1. 1. – 30. 6. 2025 hrubého výnosu **+11,07 % v USD**, respektive ztráty **-4,39 % v CZK**, a to zejména vlivem oslabení USD o 13,76 % vůči CZK. Takové oslabení USD obecně nezažil posledních 50 let. Zároveň CZK posílila i vůči ostatním měnám.

Index ³	01-06/2025 v USD	01-06/2025 v CZK
MSCI World MicroCap ⁴	+13,55 %	-0,21 %
RUSSELL MicroCap®	-1,10 %	-14,86 %
RUSSELL 2000	-1,79 %	-15,55 %
MSCI World SmallCap	+7,72 %	-6,04 %
Value Owls MicroCap	+11,07 %	-4,39 %

Metodika v příloze Apendix 1

U přepočtu z USD na CZK je důležité podotknout, že je pro srovnání portfolia s indexy až druhořadý a vychází pouze ze změny kurzu USD/CZK. Nejvíce vypovídající je srovnání v USD, protože přesné složení mezinárodních indexů (MSCI) z hlediska měnového zastoupení není známo.

V porovnání s americkými indexy zaměřenými na malé firmy si fond vedl výrazně lépe, a to i přes slabší výkonnost nově přidaných pozic. Fond byl negativně ovlivněn krátkodobým makroekonomickým vývojem, který zvýhodňoval růstové firmy a snižoval váhu fundamentální analýzy.

Původně byl za benchmark fondu zvolen MSCI World Small Cap, a to kvůli vyšší kvalitě firem v indexu. Nicméně aktuální složení (60+ % USA) neodpovídá geografickému zaměření fondu, kde USA tvoří jen 29 % portfolia. V budoucnu proto budeme odkazovat na MSCI World MicroCap, který lépe reflektuje segment finančních trhů, v němž fond aktivně investuje.

³ Výnosy jsou uvedeny jako součet cenového vývoje akcií, přijatých dividend před zdaněním a úroků po zdanění. Tzv. Total Return (TR)

⁴ Podtržený index je benchmarkem fondu

**Srovnání s největšími indexy**

Index	01-06/2025 v USD
S&P 500	+6,20 %
NASDAQ	+5,85 %
DOW	+4,55 %
MSCI World	+9,75 %
Value Owls MicroCap	+11,07 %

Výkonnost fondu byla v porovnání s největšími indexy v rámci světových investičních trhů lepší. Strategie fondu je vytvořena pro stabilitu v nejistých časech, minimalizaci rizika za rozumné výnosnosti investic a toto pololetí to prokazuje.

Jak už jsem uváděl, výnosy investic se odvíjely především od makroekonomického dění a v současnosti nic nenasvědčuje tomu, že by druhá polovina tohoto roku měla být jiná. Zásadní změnou oproti minulému roku je úpadek "Magnificent 7" neboli sedmi největších amerických akcií, které už nerostly takovou mírou jako v minulosti. Za jednu z možných příčin lze považovat, že se trend umělé inteligence nyní dostal do fáze, kdy většina proponentů zjistila, že se nebude jednat o konkurenční výhodu, která povede k vyšším maržím. Trend AI s větší pravděpodobností povede ke zvýšení efektivit, které budou z naprosté většiny přeneseny na zákazníka díky konkurenčnímu boji v rámci daných odvětví. Výjimkou je Nvidia, která se vrátila k výraznému růstu jako dodavatel technologií pro fungování i vývoj umělé inteligence a v současnosti má tržní kapitalizaci větší než např. celá tržní kapitalizace německých akciových trhů.

Poplatky a kapitálová struktura fondu

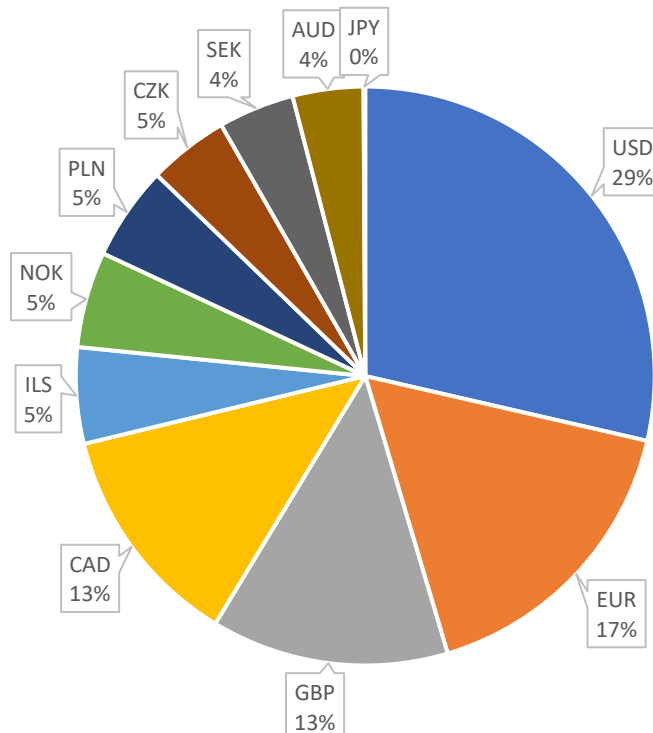
Náklady a poplatky byly v prvním pololetí 2025 minimální. Fond nepřekročil 6% zhodnocení, a proto nebyly účtovány žádné výkonnostní poplatky. Udávané hodnoty jsou vztaženy vzhledem k celkové hodnotě portfolia (NAV) k 30.06.2025.

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v 01-06/25	0,08 p. b.
Poplatky spojené s provozem fondu v 01-06/25 (řádek 3 + 4)	0,31 p. b.
Poplatky za správu aktiv fondu	0,31 p. b.
Odměny z kladných výnosů	0 p. b.
Čistý výnos spoluinvestorů Value Owls MicroCap v 01-06/25	-4,85 %

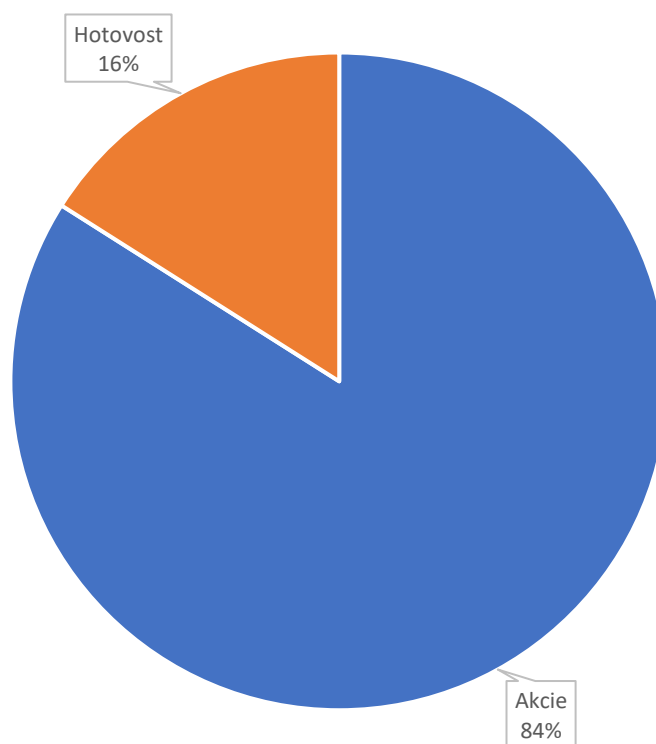
Metodika v příloze Appendix 1



Denominace investičních aktiv



Investiční aktiva



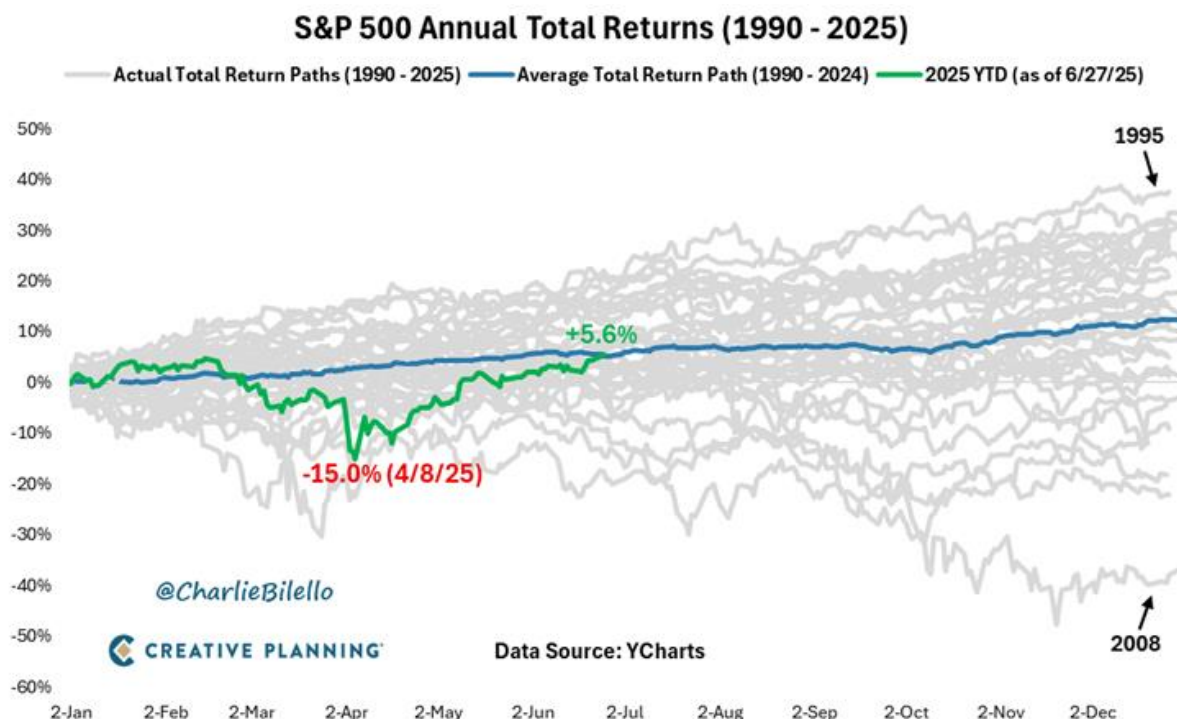


Z hlediska struktury kapitálu v rámci fondu k 30.06.2025 je zhruba 84 % kapitálu investováno do akcií a 16 % drženo v hotovosti. K 01.07.2025 došlo k nákupu další pozice, a tedy v době, kdy píšu tento dopis je poměr 88/12. Denominace značí pozice na různých světových burzách, mimo EUR a CZK, kde v současnosti drží fond i mimo pozic naprostou většinu hotovosti.

Hodnota 12 % hotovosti v současnosti slouží jako polštář pro potencionální využití příležitostí, které vysoká volatilita trhu může přinést. Ať už se jedná o nákup nové pozice nebo dokoupení do stávající pozice.

Komentář k vývoji trhů

V minulém dopise jsem vysvětloval, že historicky výborné výsledky finančních trhů v předcházejících letech vedou ke korekcím v letech následujících. Samozřejmě, protože máme za sebou teprve první pololetí roku, ještě nelze usuzovat, jestli jsem měl pravdu nebo ne. V současnosti lze pouze konstatovat, že např. index S&P 500 se nachází na průměrné úrovni svého ročního vývoje. A to přes to, že ještě na začátku dubna byl tento index zhruba 15 p. b. v záporu.



Zdroj: X, Charlie Bilello (<https://x.com/charliebilello/status/1939520835246534759>)

Jen pro znázornění o jak obrovský objem peněz se jednalo při propadu S&P 500, tak na konci 2024 měl tento index valuaci zhruba 52,24 bilionu USD. Propad o 15 % se tak rovná zhruba 7,84 bilionu USD neboli téměř 23násobku HDP České republiky v roce 2024. A tento propad byl následně opět smazán v následujících dvou měsících od pomyslného dna



indexu. Bavíme se tu tedy o jednom z největších propadů a zároveň opětovném růstu (tzv. swing) v historii toho indexu.

Tento propad nenastal ovšem bez důvodu. Vítězství Donalda Trumpa v amerických volbách a jeho nacionalistický přístup k mezinárodnímu obchodu, včetně tlaku na obchodní partnery, měly za následek propad trhů. Dne 2. dubna Trumpova vláda ohlásila cla na všechny obchodní partnery, čemuž ještě předcházela obchodní válka s Kanadou a Mexikem. Trump se ovšem svými úmysly během kampaně netajil, tudíž se domnívám, že tento krok nebyl pro finanční trhy překvapením. Co bylo překvapením, byl způsob výpočtu cel uvalených na jednotlivé obchodní partnery. Když odhlédneme od elasticit v daném vzorci a tím ho zjednodušíme, pak stanovení výše cel vlastně záleželo pouze na obchodní bilanci mezi USA a danou zemí. Čím vyšší pozitivní bilance dané země s USA (tedy čím více země dovážely do USA, než přijímaly zboží z USA), tím vyšší i clo. To v kombinaci s faktem, že USA posledních 25 let strávilo přesouváním výroby do zemí s levnou pracovní silou, a tím podporovalo dovoz z těchto zemí do USA, poslalo finanční trhy do absolutního amoku a první den po vyhlášení se index S&P 500 propadl zhruba o 6 p. b. Nutno dodat, že Čína leží Trumpovi už dlouho v žaludku, ale jsou i jiné příklady zemí, které mají výrazně pozitivní obchodní bilanci s USA. Vietnam, jako jeden z hlavních producentů oblečení (ale samozřejmě i jiných věcí), které se dovážejí do USA, skončil s 46 % clem na všechny produkty dovážené do USA, jelikož je jednou ze zemí, kam americké firmy převedly svou produkci nebo na kterých závisejí jako na dodavateli. V dané době to tedy vypadalo, že dojde k naprostému rozpadu globálních dodavatelských řetězců. Po asi týdnu naprostého amoku na finančních trzích se Trumpova vláda rozhodla vyhlásit 90denní pauzu na vyhlášená cla, aby byl prostor na vyjednávání. 1. srpna tato pauza končí a v době, kdy píšu tento dopis, ještě zbývá několik dní a nelze říci, že by Trumpova administrativa byla blízko k dohodě se všemi obchodními partnery.

Pauza celní politiky odstartovala neuvěřitelný obrat jak v ocenění společností, tak v optimismu na trzích. Výborným příkladem byl VIX, který je ukazatelem nejistoty/nervozity na finančních trzích.



Biggest 12-Week \$VIX % Declines and Forward S&P 500 Total Returns (1990 - 2025)										
Biggest 12-Week \$VIX Declines					Forward S&P 500 Total Returns					
Start Date	End Date	Start \$VIX	End \$VIX	\$VIX Decline	6-Month	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
4/4/2025	6/27/2025	45.31	16.32	-64.0%						
3/13/2020	6/5/2020	57.83	24.52	-57.6%	16.8%	34.6%	32.6%	40.6%	75.9%	99.6%
12/21/2018	3/15/2019	30.11	12.88	-57.2%	7.6%	-2.0%	45.0%	56.7%	46.4%	97.3%
11/4/2016	1/27/2017	22.51	10.58	-53.0%	8.8%	27.7%	20.8%	52.4%	80.9%	110.1%
3/23/2018	6/15/2018	24.87	11.98	-51.8%	-5.6%	6.0%	13.9%	61.5%	50.5%	68.7%
9/30/2011	12/23/2011	42.96	20.73	-51.7%	6.6%	15.6%	50.1%	74.5%	72.6%	98.6%
1/8/2016	4/1/2016	27.01	13.10	-51.5%	5.7%	16.4%	32.7%	45.3%	32.9%	111.4%
2/9/2018	5/4/2018	29.06	14.77	-49.2%	3.2%	12.8%	10.6%	66.1%	66.5%	70.9%
9/4/1998	11/27/1998	43.31	22.09	-49.0%	9.9%	20.3%	15.3%	0.1%	-17.7%	-6.8%
11/25/2011	2/17/2012	34.47	17.78	-48.4%	5.3%	14.2%	41.1%	64.2%	49.2%	89.3%
1/29/2021	4/23/2021	33.09	17.33	-47.6%	9.5%	3.6%	2.0%	24.5%	34.2%	
10/2/1998	12/25/1998	40.47	21.48	-46.9%	8.0%	20.5%	9.1%	-3.1%	-22.9%	-4.6%
3/27/2020	6/19/2020	65.54	35.12	-46.4%	20.7%	36.6%	22.3%	49.2%	86.6%	108.1%
1/11/1991	4/5/1991	32.63	17.63	-46.0%	3.2%	10.3%	24.9%	29.7%	49.9%	98.0%
3/17/2023	6/9/2023	25.51	13.83	-45.8%	8.0%	26.3%	43.6%			
9/4/2015	11/27/2015	27.80	15.12	-45.6%	1.6%	8.2%	29.8%	33.9%	61.4%	88.1%
3/20/2020	6/12/2020	66.04	36.09	-45.4%	21.4%	41.8%	32.1%	48.2%	87.1%	112.8%
10/10/2008	1/2/2009	69.95	39.19	-44.0%	-2.5%	22.6%	41.0%	44.0%	64.3%	120.3%
8/28/1998	11/20/1998	39.60	22.47	-43.3%	15.1%	23.8%	20.4%	1.6%	-17.6%	-3.1%
1/15/2016	4/8/2016	27.02	15.36	-43.2%	6.3%	17.5%	32.5%	50.1%	31.7%	116.4%
Average (20 Biggest 12-Week % Declines)					7.9%	18.8%	27.4%	41.1%	46.2%	80.9%
Average All Other Periods					5.7%	12.0%	25.3%	39.3%	56.1%	74.2%
Differential					2.2%	6.7%	2.1%	1.8%	-9.9%	6.6%

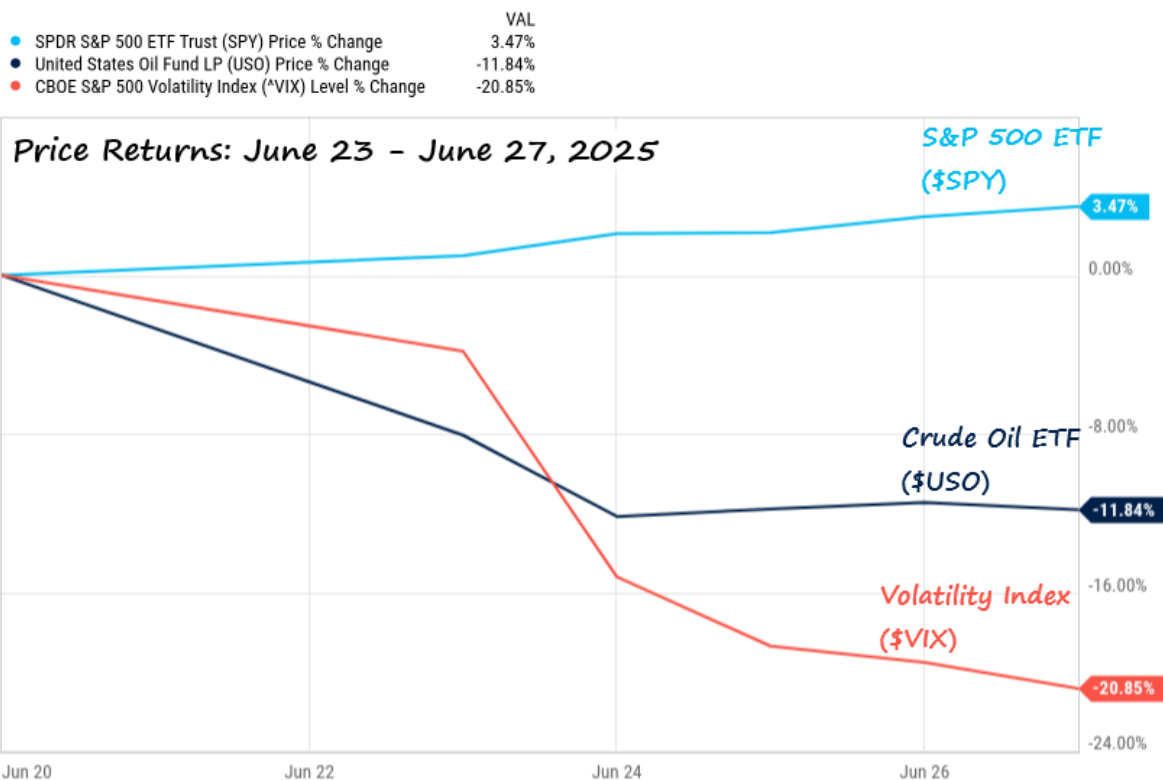
Zdroj: X, Charlie Bilello (<https://x.com/charliebilello/status/1939711895272886297>)

VIX funguje jako ukazatel, jehož hodnota při vysoce optimistickém očekávání vývoje trhu je velmi nízká a s rostoucí nejistotou hodnota ukazatele roste. Jak lze vidět v tabulce výše, v rámci druhé poloviny tohoto pololetí došlo k největšímu posílení optimismu za posledních 35 let, a to navíc v jednom z nejkratších časových intervalů. Lze tedy s jistotou říci, že se nejednalo o standardní pololetí.

Stejně tak je i výrazně nestandardní jakým způsobem finanční trhy reagují na některé zprávy. Jmenuji jen 3 příklady z nedávné doby. Prvním příkladem bylo nedávné bombardování továren na obohacování uranu pro výrobu atomových bomb v Iránu. USA ve spolupráci s Izraelem provedla útok na tyto továrny na Iránském území, což lze považovat za válečný akt. Dalo by se tak očekávat, že nejistota ohledně odpovědi Iránu



v následujících dnech uvede americké finanční trhy do nejistoty. Opak byl pravdou.



Zdroj: X, Charlie Bilello (<https://x.com/charliebilello/status/1938977226361274651>)

Americké finanční trhy dále rostly, ukazatel nejistoty VIX se výrazně snížil a cena ropy poklesla. Ropa hraje v tomto kontextu klíčovou roli, protože Írán se nachází v blízkosti strategického průplavu, který by mohl v rámci odvety zablokovat – čímž by ohrozil až 20 % globálních dodávek ropy. Finanční trhy však tato hrozba nijak výrazně nevyvedla z míry.

V květnu a červnu 2025 vyšly zprávy o spotřebě obyvatelstva USA⁵, jejich dlužích a neschopnosti splácet⁶. V květnu se disponibilní důchod domácností v USA propadl a zároveň i poklesla spotřeba domácností. To obecně znamená slábnoucí sílu ekonomiky, což pro finanční trhy není dobrou zprávou. V červnu vyšla zpráva obsahující informace o nemožnosti splácení různých půjček trvajících více než 90 dní. Úrovně těchto delikvencí u kreditních karet a půjček na auto dosahují úrovní naposledy viděných během začátku finanční krize v roce 2008. Je třeba ale poukázat, že v roce 2008 byly hlavním viníkem krize hypotéky, které se v současnosti zdají být z pohledu delikvencí v pořádku. V červnu jsme se také dozvěděli⁷, že 24 % Američanů nakupuje jídlo na dluh. Používají k tomu BNPL

⁵ <https://www.bea.gov/news/2025/personal-income-and-outlays-may-2025>

⁶ <https://www.newyorkfed.org/microeconomics/hhdc.html>

⁷ <https://www.texasstandard.org/stories/buy-now-pay-later-loans-groceries-klarna/>



aplikace neboli nakup nyní a plať později, kdy lze platbu rozložit na několik po sobě jdoucích plateb, zaplacených později. Takový údaj by mohl naznačovat, že lidé mají stále větší problém zaplatit za své potřeby, což by opět ukazovalo na slábnoucí ekonomiku.

Na začátku července se finanční trhy dozvěděly, že americká ekonomika přidala 147 tis. nových pracovních míst. Z ekonomického hlediska to znamená, že se americká ekonomika stále nachází ve stabilním stavu. Ovšem pro finanční trhy to znamená, že FED (Americká centrální banka) nebude s velkou pravděpodobností v dohledné době snižovat úrokové míry, což by podpořilo valuace na finančních trzích, s čímž finanční trhy počítaly.

Jak jste už asi pochopili, všechny tyto zprávy jsou pro finanční trhy zprávami negativními. Ovšem když mluvím o negativních zprávách, nečiním tak ve smyslu nutného negativního dopadu, ale spíše ve smyslu zvyšující se nejistoty ohledně budoucího vývoje ekonomiky v USA, což by se mělo odrazit ve valuacích finančních trhů. Přes všechny tyto zprávy se finanční trhy nenechaly rozrušit a vyrostly od data první zmíněné informace (13.5.2025) až do současnosti (09.07.2025) zhruba o 6,4 %. Osobně mi to připadá jako přehnaný optimismus, zejména s ohledem na stále nevyřešený problém cel z pohledu Spojených států. Ke clům bych se chtěl ještě vyjádřit.

Pokud jsem pochopil argumentaci pro cla na zboží importované do USA správně, tak se jedná o program, který má podpořit produkci přímo v USA a tím podpořit i životní úroveň v USA skrze soutěž o pracovní sílu, a tedy navýšením průměrných mezd. Z ekonomického hlediska to dává zcela smysl. Jsou pouze dva způsoby, jak zajistit, že lidé budou schopní dovolit si větší množství statků. První způsob je navýšit jejich disponibilní důchod (zvýšení mezd / snížení daní), druhý způsob je snížení cen statků. Trumpova administrativa se vydala první cestou. Globalizace předcházející Trumpa se vydala cestou druhou. Výroba za nižší náklady v zahraničí umožňovala nižší ceny statků, a tedy nevyžadovala růst platů nebo snižování daní pro růst životní úrovně. Obecně si myslím, že globalizace je i výhodnější pro nadnárodní firmy. Výroba v jedné konkrétní zemi firmu nutí optimalizovat na základě pracovního trhu dané země, a zároveň pokud je daná země hlavním odběratelským trhem, pak nutí i cenově optimalizovat na základě disponibilního důchodu obyvatelstva dané země. Na druhou stranu výroba v zahraničí spojená s výrazně levnější prací nutí firmu sice optimalizovat na základě pracovního trhu tam, kde vyrábí, ale cenová optimalizace bude spojena s trhy, na které daná firma cílí. To nutně musí vézt k navýšení marží nadnárodních firem. Nemyslím si, že je náhoda, že po vstupu Číny do WTO (World Trade Organization), na konci 2001, ziskovost amerických společností explodovala⁸. Globalizace je tak pro firmy rozhodně výhodnější, což muže vysvětlovat obrovskou nevoli vůči Trumpově administrativě.

Tyto skutečnosti, hodné zmínění, ovšem netvoří mou pointu. Má volba globalizace by nevycházela z pohledu ekonomických výhod, ale spíše z pohledu společenských výhod. Globalizace vyžaduje od různých států, aby navzájem spolupracovaly. Spolupráce vyžaduje udržování vztahů mezi lidmi na obou stranách a také vzájemnou závislost. Spolupráce, vztahy a vzájemná závislost snižuje pravděpodobnost konfliktu, a to je podle mého názoru největší přidaná hodnota globalizace. Proto se domnívám, že přístup Trumpovy

⁸https://cdn.pficdn.com/cms/pgim-fixed-income/sites/default/files/2021-04/The%20Evolution%20of%20U.S.%20Corporate%20Profits_2.pdf



administrativy je z dlouhodobého hlediska škodlivý nejenom pro USA, ale i pro zbytek světa.

Jsem si zcela vědom, že toto vysvětlení je velmi zjednodušující a problematika je skutečně komplexní. Jsem si vědom i toho, že přílišná závislost na konkrétním státě jako Čína nebo Rusko také není správným přístupem. Ovšem jako doktrína pro nejbezpečnější postup vpřed se mi zdá globalizace jako správná volba. Její forma by ale měla reflektovat nejen aktuální, ale i historické události, které s sebou nesou rizika i příležitosti.

S cly je spojeno ještě jedno velmi důležité téma, a to inflace. Mnoho lidí, na základě uvalení cel na dodávané zboží, očekávalo nárůst inflace. To samo o sobě, pokud odmyslíme ostatní faktory, dává smysl. Neví se však přesně, jaká bude míra inflace, protože není dopředu jasné, jak velkou část zavedených cel prodejci sami absorbují. Od zavedení cel k žádné inflaci nedošlo, a proto se někteří lidé snaží tvrdit, že cla nejsou proinflační opatření. To nemůže být dál od pravdy. Jedinou možností, jak by k tomu mohlo v dlouhém období dojít, by bylo, že by prodejci plně absorbovali cla na úkor svých marží. Nicméně jsme nezaznamenali ani výraznější pokles jejich ziskovosti. Vysvětlení je poměrně jednoduché. Většina společností v očekávání obchodní války nahromadila poměrně velké množství zásob, ze kterých v současnosti fungují. Bohužel se jedná pouze o dočasné řešení. Tudiž, pokud Trumpova administrativa bude pokračovat v obchodní válce, lze očekávat, že konec roku, hlavně vánoční sezóna, bude spojena s výrazným nárůstem cen v rámci ekonomiky USA a výrazným poklesem trhů.

Bohužel dění od začátku tohoto roku neprospívá menším společnostem. Oblast Micro Capu (společností s kapitalizací mezi 20-500 mil. USD) je posledních 5 let velice přehlížena. Nelze ale říci, že je to ze špatných důvodů. V roce 2020 vypukla globální pandemie a spousta podniků po celém světě byla nucena zavřít. Větší firmy tak vykazovaly větší pravděpodobnost, že tuto krizi přežijí díky lépe dostupnému kapitálu a lepší možnosti rozložit a kompenzovat ztráty. V roce 2022 a 2023 přišly problémy s globálními dodavatelskými řetězci z důvodu covidových opatření po celém světě. Velké firmy opět měly lepší šance, jelikož disponují lepšími vyjednávacími pozicemi vůči svým dodavatelům a potencionálně i svým zákazníkům. Rok 2023 a 2024 se nesl ve znamení technologických firem se zaměřením na umělou inteligenci, kde, jak jsem vysvětloval dříve, velikost firmy tvoří značnou výhodu z pohledu dostupnosti dat, tréninku umělé inteligence a pak posléze i jejího efektivního využití, nemluvě o dostupných zdrojích pro její vývoj. Opět tak velké firmy disponují výhodami. A nakonec v roce 2025 po zvolení Trumpovy administrativy vypukla obchodní válka USA s obchodními partnery. Jak bylo postupně vidět, velké firmy jako Apple, Nvidia, Walmart, Target byly schopny domluvit si určité výjimky pro jejich produkty či odvětví. Stejně tak docházelo k přesouvání výroby z Číny do jiných zemí na základě celní politiky. Při boji o dodavatele malé firmy nemají velkou šanci vůči mnohem větším zakázkám od velkých firem. Velké společnosti tak byly opět ve výhodě. Lze tak říci, že podnikatelské prostředí malým firmám v posledních letech vůbec nepřálo. Jak ale velmi často opakují, takové prostředí nemůže mít dlouhého trvání. Nedávalo by to smysl ani z matematického hlediska ani z byznysového hlediska. Proto jsem stále přesvědčen, že v následujících pěti letech se finanční trhy vrátí k normálnímu prostředí, které nepřímo nepenalizuje firmy za jejich velikost.



Pozitivní zprávou v tomto prvním pololetí je, že fond využil výraznou volatilitu na trzích a doplnil většinu svých pozic na plné pozice. O některých se zmíním dále v rámci zajímavosti z průběhu roku.

Zajímavosti z průběhu roku

První pololetí 2025 bylo unikátní zejména z pohledu Trumpovy administrativy a její aktivity, kdy se prvních 100 dní zdálo jako první 2 roky. Pro finanční trhy bylo nejdůležitější zavedení cel na obchodní partnery a stav ekonomiky, což vedlo k odlivu kapitálu z USA, a to především do Evropy. V prvním pololetí se také udály v našem portfoliu zajímavosti a lekce, o které se s Vámi podělím.

Mateřské společnosti nejsou přítelem výnosu

Hned na začátku tohoto pololetí se fond setkal s velmi neočekávanou situací. Jedna ze dvou pozic v Japonsku, přesněji Value Commerce (2491) byla v podstatě zničena její mateřskou společností. Tato mateřská společnost vznikla spojením Yahoo a SoftBank pod názvem Z Holdings – dvou skutečně významných hráčů na japonském trhu. Například Yahoo vyhledávač je v Japonsku stejně velký hráč jako Google a Yahoo Mall je v Japonsku třetím největším digitálním obchodním centrem. SoftBank je velmi známá a jedna z největších investičních bank v Japonsku. Value Commerce poskytuje služby spojené s online reklamním prostorem. Pro digitální obchodní centra (online malls) nabízí správu reklam na jejich platformě a zároveň zprostředkovává umístění reklam na webové stránky, a tedy stojí mezi nabídkou a poptávkou. Hlavním zdrojem příjmů jsou digitální obchodní platformy, a to i do budoucna, protože druhá část podnikání zaznamenává kvůli silné konkurenci spíše klesající trend. Proto jsem si říkal, že mít za sebou Yahoo a SoftBank je rozhodně přínos oproti konkurenci, jelikož mají přístup k nejnovějším trendům a s tím i k množství dat s tím spojených. To je jejich výhoda při poskytování služeb dalším digitálním obchodním centrům, jelikož i samotné krédo spolupráce s třetím největším digitálním obchodním centrem přesvědčí řadu potencionálních zákazníků ke spolupráci. Firma se zdála být vedena velmi konzervativně a měla velmi dobré marže v porovnání se svojí konkurencí. Jediným problémem byly slabé výdaje na reklamu z důvodu Covidu a s ním spojená omezení, které se v Japonsku držela výrazně déle oproti zbytku světa. Dalo se tak předpokládat, že se výdaje na reklamu postupně vrátí na svou úroveň a Value Commerce z toho bude profitovat.

Bohužel se staly dvě zásadní události. O první jsem zde v dopisech již mluvil. Byl to tender na výkup akcií za polovinu hotovosti společnosti, který jako majoritní vlastníci využili Yahoo a SoftBank k vytáhnutí podstatné části peněz ze společnosti. V té době jsem byl podezřivý z úmyslu mateřské společnosti, ale nemohl jsem vysvětlit, co by bylo se společností špatně a uklidňovalo mě, že si jejich mateřská společnost nechala stále velký podíl (zhruba 28 %) ve společnosti. Proto jsem Value Commerce ponechal v portfoliu. Ukázalo se, že moje představivost byla nedostatečná. Na začátku 2025 se mateřská společnost rozhodla vzít si pod sebe správu reklamního prostoru Yahoo Mall, což efektivně eliminovalo 55 % tržeb firmy. V podstatě ze dne na den tak byla efektivně zničena naprostá většina valuace firmy včetně jejich 28 % podílu ve firmě. Rozumný člověk by se mohl ptát, proč jsem koupil společnost, která je z 55 % závislá na jednom "odběrateli". Odpověď je jednoduchá, v reportech Value Commerce uvádělo, že Yahoo Mall se podílí pouze ze 17 % na jejich



celkových tržbách. Bohužel už v reportech nebylo uvedeno, že další třetí strany, které se pohybují na Yahoo Mall, jsou taktéž zdrojem příjmu, který ovšem vychází z jejich správy reklamního prostoru na Yahoo Mall. Proto byl 55 % pokles tržeb ze dne na den velkým překvapením nejenom pro mne. Akcii jsem následující obchodní den po této zprávě prodal, a to se ztrátou asi 18 %.

Není to však poprvé, kdy jsem měl problém s mateřskou společností. U firmy New Work SE jsem se setkal taktéž se zásahem od mateřské společnosti. V tomto případě se mateřská společnost rozhodla stáhnout New Work z finančních trhů, a to pomocí vykoupení akcií. Naštěstí pro náš fond byla výkupní cena zhruba o 10 % vyšší než nákupní cena fondu. Ovšem investoři, kteří nakoupili akcie zhruba rok a půl před našim fondem, přišli zhruba o 60% hodnoty své investice. Díky tomuto jednání náš fond přišel o potencionální zhodnocení firmy v následujících letech. Z tohoto důvodu jsem se rozhodl vyloučit z portfolia fondu společnosti s výrazným vlastnickým podílem mateřských firem. Tyto mateřské společnosti zpravidla disponují lepšími informacemi a jejich prioritou často není zájem dceřiných společností ani jejich akcionářů, nýbrž vlastní strategické cíle. To není v souladu s mým požadavkem, aby zájmy managementu a akcionářů byly sjednoceny.

Pozor na strukturální zlomy v příběhu firmy

Jestli něco vystupuje v roli konstanty na finančních trzích, tak je to neustálá proměnlivost okolností, ve kterých se investice pohybují. Společnosti obchodované na finančních trzích nejsou výjimkou. Taková situace nastala pro firmu v našem portfoliu v tomto pololetí. WDB coco (7079) je japonská společnost, která se zabývá sběrem dat a reportováním spojeným s celým životním cyklem farmaceutických léčiv. Jednají jako kontraktoři, a tedy ze zájmu farmaceutických společností. Protože nová léčiva jsou poměrně vzácná a obecně jednotlivé velké farmaceutické společnosti nemají tolik léčiv ve svém portfoliu produktů, aby službu poskytovanou WDB coco provozovaly samostatně, vyplatí se farmaceutickým společnostem z pohledu nákladů přesunout tuto zodpovědnost na třetí strany. WDB coco poskytuje tyto služby v Japonsku ve spolupráci s nadnárodní mateřskou společností, která stejné služby nabízí i v Evropě a Americe. Jednalo se tak opět o dceřinou společnost, avšak v tomto případě to nebyl problém, který by mě trápil, jelikož pro tento druh byznysu takové rozdělení dává smysl. Problém se vyskytl při výrazném pokroku umělé inteligence, která od druhé poloviny 2024 už mohla efektivně zastupovat lidi během telefonického hovoru. WDB coco má většinovou část příjmů právě spojenou s obvoláváním relevantních nemocnic, výzkumných stanic, profesionálů a získávání dat ohledně fungování určitého léku, ze kterých pak dělají reporty pro kontrolory, státní instituce či jiné zájmové skupiny. Došlo tak ke strukturálnímu zlomu v příběhu společnosti a tím i v jejím ocenění.

Termín strukturální zlom se používá v ekonomii a značí moment, od kterého už minulé vztahy jednotlivých proměnných a jejich trendy přestávají platit a není možné je použít na odhad budoucích vztahů proměnných a jejich trendů. To přesně se stalo i zde. Nelze přesně odhadnout jaký bude mít umělá inteligence dopad na toto odvětví. Nelze vyloučit, že lidé budou stále preferovat kontakt s jinými lidmi a umělá inteligence tak v tomto odvětví nic nezmění. Ale stejně tak je možné, že umělá inteligence zcela nahradí dosavadní zaběhlý způsob získávání dat v tomto odvětví a nelze očekávat, že by poměrně malá společnost bez předcházejících zkušeností s vývojem umělé inteligence vyhrála takový technologický závod. Proto jsem se rozhodl prodat akcii WDB coco (asi s 15 % ztrátou) poté, co jsem si ověřil v nové čtvrtletní zprávě, že management je taktéž nervózní z vývoje umělé



inteligence v tomto směru. Díky tomuto strukturálnímu zlomu se budoucnost firmy stala nepředvídatelnou.

Trest za přípravu na růst!!

Zhruba v polovině roku 2023 jsem do portfolia fondu koupil společnost Grown Rogue (GRIN). Jejich specializací tvoří indoor (uvnitř) pěstování marihuany, i když mají v Oregonu území, kde pěstují marihuanu i outdoor (venku). Jedná se o americkou firmu. V USA je pěstování marihuany stále velmi ošemetné téma, jelikož není povoleno na federální úrovni. Povolení se udělují výhradně na úrovni jednotlivých států a vztahují se na licence s maximální velikostí pěstitelských hal až do 100 000 čtverečních stop. Kromě velikosti se licence odvíjejí také od typu produkce, přičemž konkrétní podmínky se liší v závislosti na státě, ve kterém o licenci žádáme. Proto je Grown Rogue i oficiálně obchodováno pouze na kanadské burze. Jedná se o odvětví založené na skutečném pěstitelském know-how, nákladové efektivitě a velkém zdroji různých genetických druhů rostlin, které mají např. různý obsah látky THC či jiné odlišné kvality. Cílem Grown Rogue je co největší kvalita za co nejmenší náklady. V rámci jednotlivých trhů v USA se cena marihuany výrazně liší. Když zůstaneme pouze u indoor marihuany, pak se retailová (cena pro konečné zákazníky) cena pohybuje mezi 1600 USD za unci a 5000 USD za unci. Jelikož neexistuje federální zákon povolující pěstování marihuany, nelze ze států, které povolují pěstování, dovážet do jiných států. Marihuana vypěstovaná v daném státě tak nesmí překročit jeho hranice. Proto se vyskytuje obrovský rozdíl v cenách. Wholesale ceny (tj. ceny, které platí distributoři pěstitelům) většinou bývají o polovinu menší. Zhruba mezi 850 – 2500 USD za unci. Grown Rogue je schopná produkovat vysoce kvalitní indoor marihuanu za zhruba 700 USD za unci a téměř celý zbytek rozdílu od wholesale ceny představuje jejich zisk. Tudiž i v tom nejvíce konkurenčním prostředí Grown Rogue dosahuje stále velmi slušné ziskové marže. V současnosti plánuje Grown Rogue expanzi do států, které stojí na vyšší straně wholesale cen, a to mezi 2000-2500 USD za unci. Ovšem tyto státy mají výrazný problém z pohledu pracovní síly, která totiž není zvyklá pracovat v odvětví pěstování marihuany, jelikož z pohledu legální produkce se jedná o velmi nové odvětví.

Grown Rogue chce udržet kvalitu své produkce i v takových lokalitách, kde se k tomu nacházejí mnohem menší předpoklady. Proto poměrně nedávno začala najímat lidi, kteří během expanze do nových států budou dohlížet na kvalitu produkce, na nákladovou efektivitu a obecně na každodenní operace. Jednoduše řečeno, najala operační management a ten bude dohlížet na jejich expanzi. Ovšem takový management není zadarmo, a navíc je nutné ho najmout před danou expanzí. Tudiž SG&A (náklady spojené s provozem firmy na administrativní úrovni) narostly bez toho, aniž by se zvýšily tržby, a tak ziskové marže výrazně poklesly. Tento dopad je o to výraznější u menších firem jako je Grown Rogue. Cena akcií firmy se tak výrazně propadla a finanční trhy tedy firmu trestají za "nádech před skokem do vody", i když nadechnout se až pod vodou není nejchytřejší tah. Samozřejmě existovaly i další důvody, například nedodržení plánu expanze do nových států ve slíbených termínech, jak původně avizoval management – a to je zcela oprávněná kritika. Ovšem propad ceny akcií byl tak výrazný, že by se mohlo zdát, že Grown Rogue jde do úpadku. Ve skutečnosti je situace opačná. Společnost Grown Rogue disponuje zkušeným vedením, zejména generálním ředitelem (CEO), který se zaměřuje na efektivní řízení nákladů, vysokou kvalitu produkce a maximalizaci návratnosti investic. Jeho významný majetkový podíl zároveň zajišťuje silnou motivaci pro dlouhodobý růst a stabilitu firmy. Jeho zájmy jsou tak zcela stejné jako zájmy akcionářů.



Proto je vždy třeba při výrazném pohybu akcií, především směrem dolů (ale i nahoru), nepanikařit a snažit se zjistit, jak se změnila vnitřní hodnota společnosti, pokud se vůbec změnila. V případě Grown Rogue se vnitřní hodnota změnila skrze pomalejší expanzi, než akcionáři čekali, což rozhodně snižuje vnitřní hodnotu společnosti, jelikož se zdá, že toto tempo expanze bude standardem. To znamená, že se budoucí peněžní toky posouvají dále do budoucnosti a podléhají vyššímu diskontu a i nejistotě. Propad ziskových marží ovšem nevěstí ztrátu konkurenceschopnosti nebo klesající zájem u distributorů a nutnost slev. Tento propad ceny proto dal fondu možnost dokoupit pozici z mého pohledu za velmi výhodnou cenu.

Příklad dopadu cel na naše portfolio

V březnu jsem narazil na velmi zajímavou izraelskou firmu jménem Tefron (TFRLF). Tefron je téměř 50 let stará společnost, která se zaměřuje na tzv. kruhové pletení (circular knitting). Jedná se o technologii, která různé druhy oblečení prostě uplete jako celek v rámci formy podlouhlé tuby, ze které se pak jednotlivé kusy oblečení jednoduše vystříhnou. Název „kruhové“ pletení vychází z konstrukce stroje, který má skutečně kruhový tvar a vyrábí zmíněnou tubu pletením po obvodu. Tento druh pletení je rychlejší, kvalitnější a méně odpadový než běžná produkce oblečení. Navíc lze plést vzory, které u běžného způsobu nejsou možné. Oblečení upletené touto metodou nemá žádné švy, proto se nazývá bezešvé oblečení (seamless wear). Tefron už dlouhodobě spolupracuje nebo spolupracoval se známými značkami jako je Victorie Secret, UnderArmor, Gym Shark nebo také s velkými řetězci jako Walmart, Target, Dick's a dalšími. Jeho odběratelé jsou tak z naprosté většiny v USA. Jeho produkce je rozdělena do dvou kategorií: Retail (Walmart, Target, Dick's) a Brand (Victorie Secret, Underarmor, Gym Shark). Jednoduše řečeno, méně kvalitní zboží je Retail, které se vyrábí u subdodavatelů v Číně a Brand je kvalitní zboží, které Tefron vyrábí sám v sousedním Jordánsku.

Když jsem provedl podrobnou analýzu firmy včetně jejího odvětví, vyvstala zřejmá velmi vysoká důležitost dispozice kontakty se známými a velkými značkami, které dávají dostatečně velké objednávky a mohou si být u Tefronu jistí kvalitou a dobou dodání. Nově vzniklá konkurence by tak na tento trh vstupovala velmi těžko. Náklady na pořízení strojů nejsou malé a návratnost není jistá. Odběratelé nejsou ochotní zadat zakázku někomu, kdo neprokázal kvalitu produktu a schopnost dodávat včas. Potencionální nová konkurence nebude investovat kapitál do odvětví, pokud nebude mít jistou návratnost kapitálu, což je v tomhle smyslu dostatečné množství zakázek. Vzniká tu tedy problém prvního kroku. Navíc Tefron v rámci expanze rozšiřuje své produkční kapacity i do Evropy, kde v Rumunsku za tímto účelem koupil firmu. Nicméně v současnosti má poměrně velké volné produkční kapacity (a to i přes rostoucí produkci), což znamená, že budoucí růst bude stát poměrově malé množství dodatečného kapitálu. Z mého pohledu se tudíž jedná o velmi zajímavou firmu s výrazným jménem v daném odvětví.

V době analýzy firmy se cena akcií už propadla o zhruba 25 %, což jsem v dané době bral jako znamení, že finanční trhy očekávají potencionální problémy s ekonomikou USA a možným vypuknutím nové obchodní války. Moje valuace firmy vycházela tak, že za soudobou cenu se jednalo o vynikající nákupní příležitost. Asi dva týdny po nákupu této firmy odstartovala obchodní válka mezi USA a Čínou. Protože Tefron generuje přibližně dvě třetiny svých tržeb dodáváním zboží z čínské produkce, uvalení dodatečných cel na čínské zboží výrazně oslabilo jeho konkurenceschopnost. Zároveň lze očekávat, že tato cla budou mít nepříznivý dopad na ziskovost společnosti. O pár dní později Tefron vydal prohlášení,



že cla skutečně budou mít dopad na jejich ziskovost v rámci vydání výroční zprávy za rok 2024. To vedlo k výraznému propadu ceny akcií. Posléze zavedla Trumpova administrativa cla na všechny země, včetně pro Tefron nejvíce konkurenčních zemí jako Vietnam, Myanmar, Bangladéš a další. Bohužel zároveň zvedla i cla pro Čínu. Ovšem Jordánsko, kde Tefron vyrábí pro segment Brand, v němž má výrazně lepší marže než z výroby v Číně, zůstal tak trošku bez povšimnutí. Proto jsem přesvědčen, že by toho odběratelské firmy mohly využít a Tefron by tak mohl kompenzovat ztráty spojené s výrobou v Číně. Proto jsem i později přikoupil pozici, a to za mnohem výhodnější cenu. K clům se posléze přidal ještě boj Izraele s Hizballáhem v Libanonu a pak boj s Iránem. Ačkoli se výroba nenachází v Izraeli, sídlo společnosti, včetně řízení firmy a návrhu designu oblečení, je umístěno právě tam. To může zvyšovat nejistotu investorů, přestože podle mého názoru jsou tyto obavy neopodstatněné. Tefron je tak krásný příklad jak makroekonomický a geologicko-politický vývoj umí velmi pěkně zamíchat oceněním společnosti. Já nadále věřím, že společnost zůstává kvalitní a obchodní válka zanikne podepsáním dohod – stejně jako v roce 2018, kdy byl Trump prezidentem poprvé. Do té doby ovšem společnost Tefron zůstane výrazně podhodnocená, aspoň z mého pohledu.

Závěr

Fond má za sebou první ztrátové pololetí ve své existenci. Byl bych rád, kdybych mohl říci, že i poslední, ale taková šance je velmi malá. Z pohledu trhů se výkonnost fondu nikterak výrazně neliší, ale negativní konotace záporného výsledku zůstává. Nedávno jsem poslouchal rozhovor s portfolio manažerem, který zmiňoval, že i ti neúspěšnější investoři mají horší výsledky než poměrové indexy jednou za 3 roky. Obecně mi to dává smysl, jelikož úkolem v této hře je nakupovat podhodnocené a přehlížené kvalitní firmy. Nelze ovšem říci, jak dlouho budou takové firmy přehlíženy nebo dokonce, jestli k tomu přehlížení nebyl nakonec důvod a došlo tedy k chybě na straně správce portfolia. Pokud se tyto faktory setkají, dává smysl, že dojde k podprůměrné výkonnosti fondu. Proto nelze očekávat, že všechny roky fondu budou nadprůměrné. Jak říká Howard Marks: "Nelze předpovídat, ale lze se připravit". Proto je mým hlavním cílem kupovat do fondu firmy, které mají stabilní finanční pozici, a tak výrazně zmenšují možnost výrazného propadu ocenění společnosti. Z mého pohledu je totiž mnohem důležitější o kapitál nepřicházet než ho zhodnocovat. Proto je mnohem důležitější vzít v potaz rizikovost investice nežli potencionální zhodnocení. Pokud bychom cílili na potencionální zhodnocení bez důrazu na riziko, pak by se mohlo velmi rychle stát, že by nebyl k dispozici kapitál, který bychom chtěli zhodnocovat.



V tomto pololetí přišla i jedna pro mě osobně velmi důležitá lekce spojená s případem Value Commerce, který jsem zmiňoval. Osobně jsem zvyklý jednat s lidmi férově a narovinu. Podvědomě to tak očekávám i od ostatních. To byla moje zásadní chyba u Value Commerce. Moje nedostatečná fantazie vycházela z mého přístupu k okolí, což mě výrazně omezilo v představě možných scénářů, týkajících se budoucího vývoje Value Commerce. Tuto lekci jsem si vzal výrazně k srdci. V tomto smyslu rozhodně platí citát od známého autora Jamese Joyce: "Chyby jsou bránami k poznání". A já toto pololetí jednou takovou rozhodně prošel. A za tuto příležitost se učit a zároveň se bavit bych chtěl opět poděkovat.

Za Value Owls MicroCap a s poděkováním,

Ing. Roman Holík



Apendix 1

Indexace do USD

Hodnota pozice v akcii

$\frac{\text{Cena pozice v základní měně}_t}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}$, kde

základní měna značí denominaci podle měny akciové burzy, na které se tato pozice nachází,

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Hotovost

$\frac{\text{Hotovost v základní měně}_t}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}$, kde

základní měna značí denominaci hotovosti v portfoliu fondu

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Výpočet tržní hodnoty portfolia v CZK

$NAV_t = \sum_1^i \frac{\text{Cena pozice v základní měně}_{t,i}}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t} + \sum_1^j \frac{\text{Hotovost v základní měně}_{t,j}}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}$, kde

NAV_t – tržní hodnota portfolia v CZK k poslednímu obchodnímu dni období, kterým se zabývá tento dopis

i – počet pozic v portfoliu

j – počet měn v hotovosti v portfoliu

Hrubá hodnota portfolia v CZK

$HH_t = NAV_t + PPF$, kde

PPF – poplatky spojené s provozem fondu



Výpočet změny ocenění portfolia v daném období v USD

$$\Delta USD = \left(\frac{\frac{HH_t}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_t} - \frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_{t-1}}}{\frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz k USD/CZK}_{t-1}}} \right) * 100, \text{ kde}$$

t_{-1} – značí poslední obchodní den období, které předchází danému období tohoto dopisu

ΔUSD – výsledná procentuální změna portfolia oceněného v USD na konci období týkající se tohoto dopisu

Výpočet poplatků

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích (TN)

Tyto náklady jsou součtem poplatků spojených s prováděním obchodů skrze brokerské společnosti (B), poplatků za konverze měn (FX), plateb za držení cenných papírů u konkrétního brokera (CP). NAV (Net Assets Value) je celková tržní hodnota v portfoliu obsažených aktiv k poslednímu obchodnímu dni období týkající se tohoto dopisu v CZK.

$$TN = \frac{B+FX+CP}{NAV}$$

Poplatky spojené s provozem fondu (PPF)

Celkové poplatky jsou složeny z poplatků za vedení fondu (Management Fees) a odměn z kladných výnosů (Performance Fees). Oba poplatky jsou placeny na měsíční bázi. Způsob výpočtu těchto poplatků je uveden v podmínkách smlouvy. Matematický výpočet vypadá takto:

$$MF = b * NAV, \text{ kde}$$

b – koeficient poplatků na měsíční bázi

NAV - celková tržní hodnota v portfoliu obsažených aktiv k poslednímu obchodnímu dni daného měsíce v CZK

Pro vznik nároku na odměnu z kladného výnosu musí platit, že:

$$CPJ_{t-1} * (1 + h) < CPJ_t, \text{ kde}$$

CPJ_{t-1} – cena podílové jednotky k poslednímu obchodnímu dni předcházejícího obchodního roku

CPJ_t – cena podílové jednotky k poslednímu obchodnímu dni daného měsíce

h – stanovený koeficient pro bezplatný výnos klientů (hurdle rate)



tedy platí, že:

$$VP = CPJ_t - CPJ_{t-1} * (1 + h) , \text{ pokud}$$

$$VP > 0 \text{ a } CPJ_t > \max CPJ_{t-a} , \text{ kde}$$

$\max CPJ_{t-a}$ – maximální dosažená cena podílové jednotky v minulosti

pak tedy platí, že:

$$PF = VP * c , \text{ kde}$$

c – koeficient odměny za kladné výnosy

Konečný výpočet celkových nákladů je tedy následující:

$$PPF = MF + PF$$

Stanovení kapitálové struktury

Denominace investičních aktiv

Např. pro USD:

$$IA_{USD} = \sum_1^i Akcie_{USD,i} + Hotovost_{USD} , \text{ pak}$$

$$IA_{USD \rightarrow CZK} = \frac{IA_{USD}}{\text{Měnový kurz k USD}}$$

Celková aktiva vyjádřená v CZK pak tedy získáme takto:

$$IA_{Total} = \sum IA_{FX \rightarrow CZK} , \text{ kde}$$

FX – vyjadřuje všechny jednotlivé měny obsažené v portfoliu

Procentuální podíl aktiv denominovaných v určité měně tak bude tedy:

$$IA_{FX/Total} = \frac{IA_{FX}}{IA_{Total}} * 100$$



Podíl typů aktiv na celkové portfoliu

Např. pro akcie

$$Akcie_{FX \rightarrow CZK} = \frac{Akcie_{FX}}{\text{Měnový kurz k FX}},$$

$$TA_{Akcie} = \sum Akcie_{FX \rightarrow CZK}, \text{ pak}$$

Celkové součet všech typů aktiv v portfoliu bude:

$$TA_{Total} = \sum TA_{CP}, \text{ kde}$$

CP - značí různé druhy cenných papírů (typů aktiv) v portfoliu

Podíl jednotlivého typu aktiv na celé portfolia tak bude vyjádřen takto:

$$TA_{CP/Total} = \frac{TA_{CP}}{TA_{Total}} * 100$$