

VALUE OWLS MICROCAP



DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ PRVNÍ POLOVINY ROKU 2026

Roman HOLÍK

Správce fondu Value Owls
MicroCap

Ing. Roman Holík

Správce portfolia VOM

spravce@valueowls.cz

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

Bratislavská 883/23a, Zábrdovice, 602 00 Brno

<http://valueowls.cz>

Brno 22.07.2026



Obsah

Vážení spoluinvestoři,	3
Výsledky fondu v prvním pololetí roku 2026.....	4
Srovnání s největšími indexy	5
Poplatky a kapitálová struktura fondu.....	5
Komentář k vývoji trhů.....	8
Řízení rizika portfolia	8
Zajímavosti z průběhu roku	10
Ropa a její stálá relevance	10
Projekty se občas nevydaří.....	11
Více než jedna sázka kvalitního managementu	11
Ignorování sladkého	12
Závěr	12
Apendix 1	14
Indexace do USD	14
Výpočet poplatků	15
Stanovení kapitálové struktury	16



Vážení spoluinvestoři,

dovolte mi krátce reflektovat dění ve fondu Value Owls MicroCap v první polovině roku 2026. Fond k 1. červenci držel pozici v 18 společnostech. Jako portfolio manažer fondu nemohu být spokojený s výkonností fondu, pokud fond zaostává za stanoveným benchmarkem. Fond sám o sobě poskytuje velmi rozumný výnos i bez toho, že by se podílel na trendech, které v současnosti ovládají kapitálové trhy. Nelze tak říci, že by výkonnost fondu byla zklamáním.

První pololetí se opět neslo ve znamení AI (umělé inteligence) a geopolitických událostí. Konflikt USA a Iránu vyvolal na trzích obavy ohledně dostatečných zásob ropy, stavu infrastruktury pro její zpracování a možnostech transportu po případném ukončení konfliktu. Tato situace mi poskytla vhodnou příležitost odprodat Hemisphere Energy, kanadské těžaře těžké ropy, za cenu úměrnou mnou odhadnuté průměrné ceně ropy v následujících letech a získat z této pozice výnos 100 % v rámci 3 let. Tomuto odprodeji se věnuji níže. Během tohoto období nedošlo k žádným nákupům nových pozic v rámci fondu.

Trend AI a obrovských výdajů na infrastrukturu spojenou s jejím provozem stále pokračuje. Růst zesílil především u malých společností, které čelí přílivu kapitálu spekulantů, kteří vsázejí na zásadní roli daných firem v rámci řetězce infrastruktury pro AI. Často tak na kapitálových trzích dominují firmy, které sice oplývají poutavým příběhem, avšak s chybějící podložeností tohoto příběhu daty nebo tržbami. Takové společnosti nelze s čistým svědomím nakupovat do fondu za dodržení závazku nejdříve minimalizovat riziko a pak až řešit výnos. Právě vztahu mezi rizikem a výnosem se budu rovněž věnovat později.

Opět bych Vám chtěl 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

+5,72 % ¹	+8,53 %	+43,78 % ²	+10,93 % ³
zisk VOC za 01-06/26 v USD	zisk VOC za 01-06/26 v CZK	zisk VOC od počátku v CZK (01.01.2023)	Průměrný čistý výnos investora od začátku fondu (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

³ Hodnota je vyjádřena jako p.a.



Výsledky fondu v prvním pololetí roku 2026

Fond dosáhnul v období 1. 1. – 30. 6. 2026 hrubého výnosu **+5,90 % v USD** a **8,71 % v CZK**, a to i díky vlivu posílení USD o 3,24 % vůči CZK. Zároveň CZK výrazně oslabila vůči měnám NOK, ILS, AUD. Vůči ostatním měnám držným v rámci fondu zůstala hodnota stabilní.

Index ⁴	01-06/2026 v USD	01-06/2026 v CZK
MSCI World MicroCap ⁵	+9,34 %	+12,58 %
RUSSELL MicroCap®	+27,5 %	+30,74 %
RUSSELL 2000	+22,57 %	+25,81 %
MSCI World SmallCap	+16,92 %	+20,16 %
Value Owls MicroCap	+5,90 %	+8,71 %

Metodika v příloze Appendix 1

Pro srovnání portfolia s indexy je přepočten z USD na CZK až druhořadý a vychází pouze ze změny kurzu USD/CZK. Největší výpovědní hodnotu vykazuje srovnání v USD, protože přesné složení mezinárodních indexů (MSCI) z hlediska měnového zastoupení není známo.

V porovnání s americkými indexy zaměřenými na malé společnosti si fond vedl výrazně hůře. Jak jsem zmínil, jedná se o trend sázek na rostoucí nové dominantní hráče na „niche“ částech infrastruktury AI. Jestli se takové sázky z dlouhodobého pohledu projeví za úspěšné je minimálně nejasné.

MSCI World SmallCap je nyní už téměř z 2/3 tvořen americkými akciemi (blíže viz můj rozbor z prvního pololetí 2025), což se výrazně podepisuje na jeho výkonnosti vzhledem k USA a zbytku světa. Když se podíváme na MSCI World MicroCap, jehož složení obsahuje pouze 30 % akcií z USA, pak je jasně vidět, jaký vliv má procentuální zastoupení amerických akcií na celkový výnos indexů. U MSCI World SmallCap se vyskytla ještě jedna anomálie. Tento index obsahuje SanDisk, který k 30.06.2026 zastupoval zhruba 58 % celkové tržní kapitalizace deseti největších společností indexu a jeho tržní kapitalizace byla zhruba 117x větší než průměrná tržní kapitalizace společností obsažených v tomto indexu. Jeho růst 850 % od začátku roku tak výrazně ovlivnil výkonnost indexu.

⁴ Výnosy jsou uvedeny jako součet cenového vývoje akcií, přijatých dividend před zdaněním a úroků po zdanění. Tzv. Total Return (TR)

⁵ Podtržený index je benchmarkem fondu

**Srovnání s největšími indexy**

Index	01-06/2026 v USD
S&P 500	+10,21 %
NASDAQ	+13,13 %
DOW	+9,76 %
MSCI World	+9,94 %
Value Owls MicroCap	+5,90 %

Výkonnost fondu byla v porovnání s největšími indexy v rámci světových investičních trhů horší, zejména kvůli výnosům plynoucím z vysoké poptávky po součástech AI infrastruktury jako jsou paměťové čipy, výpočetní čipy nebo paměťové disky. Ocenění těchto společností za první půlrok 2026 narostlo v rozmezí 200 – 770 %.

Investice do AI infrastruktury nejenom, že stále přetrvávají, ale u některých velkých společností jsou naplánované až do roku 2030. Začínají se ovšem objevovat pomyslné praskliny v optimistických vizích jednotlivých společností, a rovněž i v předpokladech investorů ohledně vývoje tržeb společností spojených s odvětvím umělé inteligence. Kupříkladu společnost Meta, majitel Facebooku, začala nedávno nabízet část své výpočetní kapacity zbytku trhu, přestože ještě nedávno tvrdila, že danou kapacitu staví výhradně pro své využití. Nelze vyloučit, že se skutečně naplní varianta vývoje, kterou jsem zmiňoval dříve a konečný zájem o AI agenty nebude dosahovat hodnot, jakých se očekávalo. To ovšem ukáže až čas. V současnosti ceny hardwaru pro infrastrukturu AI stále letí vzhůru, i když se začíná mluvit o zpomalení v roce 2028.

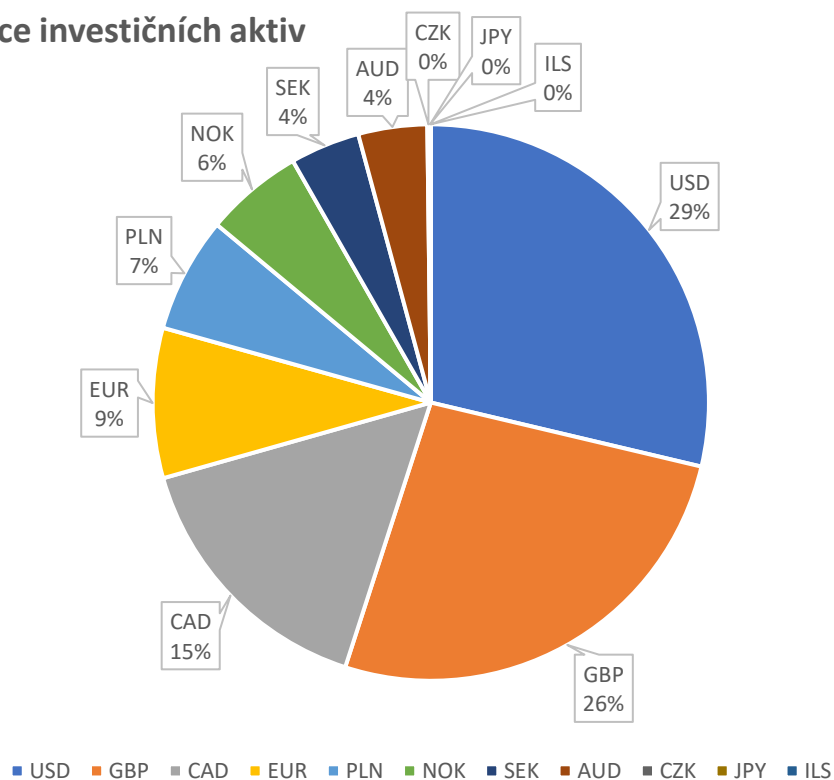
Poplatky a kapitálová struktura fondu

Náklady a poplatky v prvním pololetí 2026 odrážejí výnos fondu. Fond překročil 6% zhodnocení a také high-water mark úroveň, a proto byly účtovány výkonnostní poplatky. Udávané hodnoty jsou vztaženy vzhledem k celkové hodnotě portfolia (NAV) k 30.06.2026.

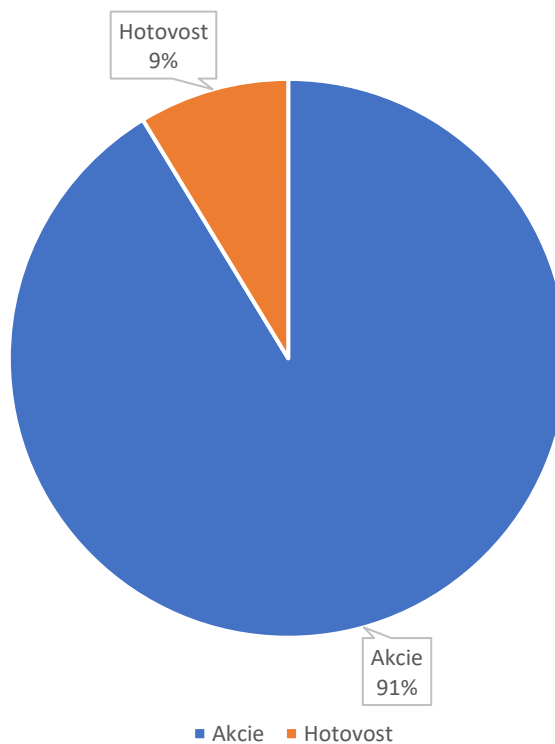
Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v 01-06/25	0,07 p. b.
Poplatky spojené s provozem fondu v 01-06/25 (řádek 3 + 4)	1,03 p. b.
Poplatky za správu aktiv fondu	0,29 p. b.
Odměny z kladných výnosů	0,74 p. b.
Čistý výnos spoluinvestorů Value Owls MicroCap v 01-06/25	+7,45 %



Denominace investičních aktiv



Investiční aktiva

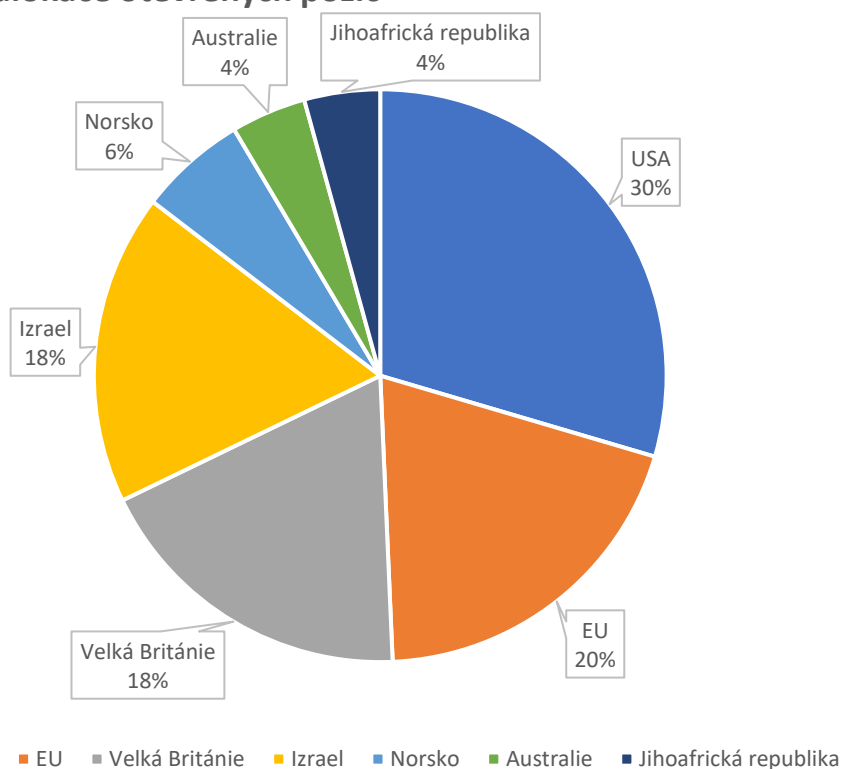


Metodika v příloze Apendix 1



Z hlediska struktury kapitálu v rámci fondu je zhruba 91 % kapitálu k 30.06.2026 investováno do akcií a 9 % drženo v hotovosti. 9 % hotovosti převyšuje standard za první pololetí 2026, jelikož došlo k odprodeji Hemisphere Energy. Obecně jsem současný stav trhů využíval na dokupování do pozic, které považuji z pohledu budoucího výnosu za velmi zajímavé.

Geografická alokace otevřených pozic



Metodika v příloze Appendix 1

Přijde mi vhodné začít zveřejňovat i geografické složení portfolia fondu, jelikož se často odkazují na složení indexů, které fond používal nebo používá jako svůj benchmark. Podle grafu lze vidět, že fond nakupuje pozice především ve společnostech v USA, Evropě, Blízkém východě a Asii. Především Izrael a Velká Británie představovali v posledním roce velmi zajímavý zdroj kvalitních společností za přijatelné ceny.



Komentář k vývoji trhů

Řízení rizika portfolia

Za poslední 3 roky se na finančních trzích rozmohl trend investování do umělé inteligence a veškerých technologií s tím spojených. Lidé kupují společnosti s vidinou vysokého výnosu, jelikož v těchto společnostech shledávají potenciál obrovského růstu a možnost získání dominance ve svém tržním segmentu. Nabízí se tak otázka, zda vidina vysokého zhodnocení investice reprezentuje dostatečné východisko k posouzení, zda toto investiční rozhodnutí považovat za racionální nebo jestli se jedná o iracionální chování vycházející z chvilivosti a strachu, že bude zmeškána výhodná příležitost. Z mého pohledu není možné zmínit výnos investice bez toho, aniž by bylo zmíněno i riziko, které investor musí podstoupit. V tomto komentáři se tak budu zabývat právě vztahem výnosu a rizika v kontextu jejich významu pro portfolio manažera v dnešních časech.

Je třeba začít základní otázkou. Co to vlastně je investiční riziko? Investování se řadí do společenských věd, kde bývá běžné, že odpovědi se naskytá povícer. Pokud bychom vycházeli z Moderní teorie portfolia, jakožto nejvyužívanějšího akademického přístupu, zjistili bychom, že riziko je spojeno s historickou volatilitou ceny akcie společnosti neboli s odchylkou od vlastního historického průměru ceny akcie. Čím je cena akcie volatilnější, tím je tedy dle této teorie i rizikovější. Známý investor Howard Marks by ovšem zásadně nesouhlasil. Howard Marks přistupuje k riziku jako k množině potencionálních výsledků akcí. Argumentuje v souladu s výrokem Erloye Dimsona: „*Riziko znamená, že se může stát více věcí, než se nakonec skutečně stane.*“ Pro Markse není riziko spojeno s volatilitou ceny akcie, ale s možností permanentní ztráty kapitálu⁶. Zde tak nutně neplatí vztah vyšší riziko = vyšší výnosy, který používá Moderní teorie portfolia. Co Marks říká je, že s rostoucím rizikem roste i rozpětí všech možností, které mohou potencionálně nastat. Tudíž s rostoucím rizikem by mohl růst i průměrný očekávaný zisk z dané investice, ale zároveň roste i pravděpodobnost horších scénářů vedoucích právě k permanentní ztrátě kapitálu. Pokud by totiž obecně platilo pravidlo přímé úměrnosti rizika a výnosu, pak by se ve skutečnosti nejednalo o rizikové investice a dávalo by smysl maximalizovat riziko pro maximalizaci výnosu.

Vztah rizika a výnosu vyplývá spíše z předpokladu, že lidé podstupující riziko budou očekávat odpovídající odměny (výnosy). Nutně by pak mělo platit, že za vyšší riziko budou investoři očekávat vyšší výnosy. Problém ovšem vzniká v dané známé množině potencionálních výsledků akcí, kterou investoři vlastní (znají). Nikdo ji nemá kompletní a u různých investorů je její složení rozdílné. A právě rozdílné složení i potencionální chybovost v rámci této množiny tvoří základní prostor pro detailní analýzu společností, jelikož právě detailní analýza poskytuje co možná nejkompletnější množinu potencionálních výsledků akcí a zároveň tato rozdílnost a chybovost vytváří prostor pro špatné ohodnocení společnosti, a tedy pro nakoupení společnosti pod její skutečnou hodnotou. Pointou je, že pro minimalizaci rizika je tedy nutné detailně analyzovat společnost i její okolí, aby bylo možné co nejpresněji sestavit zmíněnou množinu potencionálních výsledků akcí této společnosti a jejího okolí.

⁶ Permanentní ztráta kapitálu je chápána jako realizovaná ztráta, která není součástí nějaké komplexnější strategie.



Jako další vyvstává otázka, zda je riziko měřitelné. Pro Moderní teorii portfolia se jedná o poměrně jednoduchý matematický výpočet, který určí výši rizika vzhledem k průměru trhu, odvětví nebo segmentu. U rizika založeného na množině potencionálních výsledků akcí je kvantifikace mnohem problematičtější. V rámci investiční analýzy se na nejobecnější úrovni dělí riziko na systémové (externí vlivy, např. makroekonomika, geopolitika, monetární politika atd.) a na idiosynkratické (rizika přímo spojená s danou společností jako PR problémy, HR problémy, špatná strategie vstupu na trh, špatný produkční mix atd.). Tyto problémy jsou jen velmi těžko kvantifikovatelné z pohledu rizika, které s sebou přinášejí. Obvyklý postup tvoří sledování konkrétních ukazatelů společnosti, které značí, že se dané riziko v rámci společnosti nevyskytuje. Příkladem může být riziko nemožnosti splácet své závazky. V tomto případě se používá např. ukazatel úrokového krytí, který vyjadřuje kolikrát dokáže provozní zisk společnosti pokrýt splátky úroků. Při dostatečně vysokých hodnotách ukazatele lze považovat toto riziko za minimální.

Portfolio manažeři i investiční analytici musejí navigovat svá rozhodnutí v rámci velkého množství potencionálních rizik spojených s obchodními modely společností. Musejí tedy získat dostatečné množství informací pro vyhodnocení rizik, která považují za relevantní pro danou společnost. Vyhodnocení rizika jako takového je ovšem zcela subjektivní. Z pohledu jednotlivých investičních analytiků nebo portfolio manažerů se mohou relevantní rizika lišit a v naprosté většině případů se skutečně liší. Velmi častý problém představuje dostatečné množství informací ohledně zkoumané společnosti. Představme si společnost, která působí ve vysoce inovačním odvětví. Naskytá se tak riziko, že pokud by společnost přestala inovovat, tak ji konkurenti předhoní a už je potencionálně nikdy nedožene. Analytici se zde dívají např. po podílu nových produktů (mladších než 3 roky) na celkových tržbách společnosti. Může se ovšem stát, že společnost tyto statistiky nezveřejňuje. Je tak třeba aproximovat a analyzovat výdaje na výzkum a vývoj. Rostou tyto výdaje? Jak rostou v poměru k tržbám a konkurenci? Jaké je složení těchto výdajů? Pokud opět nemáme dostatečné informace, toto riziko musíme brát jako reálné, a tedy riziko investice do této společnosti vzrostlo. Zde se krásně ukazuje fungování uvedeného citátu o riziku od Erloye Dimsona. Malé množství informací nám nedovolí vyloučit určitá rizika, je tak nutné s nimi stále počítat. Proto množina všech potencionálních výsledků akcí musí zahrnout i takové riziko. Jednoduše řečeno, čím méně informací, tím větší množina všech potencionálních výsledků akcí a tím i vyšší riziko.

Toto je velmi důležité mít na paměti při investování na dnešních finančních trzích. Ideálním příkladem je právě trend investování do čehokoliv, co má spojitost s umělou inteligencí. Jako příklad poskytnu velmi často zmiňovanou společnost OpenAI. Co vlastně víme o obchodním modelu této společnosti a jak se tento model bude vyvíjet ve strategickém horizontu 5 – 10 let? V současnosti známe výsledek provozní ztráty OpenAI ve výši zhruba 20 mld. USD za rok 2025. Víme, že modely predikcí budoucích tržeb podle reportu HSBC tvrdí, že k tomu, aby OpenAI nebyla v provozní ztrátě v roce 2030, musí někde sehnat 200 mld. USD tržeb. Tudiž se lze domnívat, že tato společnost bude s velkou pravděpodobností výrazně měnit svůj dosavadní obchodní model. V současné době se tedy nemůžeme spoléhat ani na obchodní model společnosti. Není rovněž jasné, jestli vůbec bude OpenAI schopné ufinancovat svou existenci do roku 2030. Pokud by vyschla likvidita plynoucí od investorů, jedinou šancí by zastupovala americká vláda. Když to shrnu, nevíme odkud přesně potečou tržby pro OpenAI, nemůžeme stanovit, jak bude vypadat jejich rozvaha, nemůžeme stanovit ekonomickou efektivitu obchodního modelu, nelze určit efektivitu jejich marketingové strategie a nelze ani stanovit jaké kapitálové náklady budou potřebovat, aby



mohli konkurovat ostatním hráčům na trhu. V podstatě jediné, co investoři vědí s vysokou mírou jistoty je, že OpenAI rostou tržby (ale zároveň i ztráty) a že technologie LLM (Large language models), kterou používá, mění svět. Investice do OpenAI tak s sebou nese minimální informovanost, a tedy velkou množinu všech potencionálních výsledků akcií a tím i vysoké riziko.

Poslední a možná i v tomto kontextu nejdůležitější otázku tvoří, jaká je role portfolio manažera ve vztahu rizika a výnosu. Je třeba mít na paměti, že tato role se mění na základě strategie investičního fondu. Mohu se vyjádřit čistě sám za sebe a tento fond, jehož cílem je minimalizace rizika za rozumného výnosu. Prvním úkolem portfolio manažera je být si vědom možných rizik spojených s investicí do určité společnosti. K tomu slouží detailní analýza společnosti a odvětví. A jak jsem zmiňoval dříve, vnímané riziko se liší pro jednotlivé účastníky trhu. Může tedy docházet k situacím, kdy společnost bude vnímána jako velmi riziková, ale skutečnost bude naprosto jiná. Nacházet tyto asymetrie je druhým úkolem portfolio manažera. Jedná se o situace, kde trh jako celek špatně ohodnotí potenciální rizikovost společnosti, a tedy nabízí společnost za cenu, která se nachází výrazně pod její skutečnou hodnotou. To jsou situace, které vyhledává i tento fond. Ovšem proto, abych mohl takovou situaci najít, musí existovat dostatečně velké množství informací o společnosti i jejím odvětví a konkurenci. Současné společnosti v odvětví AI nebo kvantových počítačů tuto podmínku nesplňují, a i proto nelze s čistým svědomím podstupovat takto obrovská rizika s Vaším kapitálem svěřeným do fondu.

Při vzniku fondu jsem slíbil čistý výnos pro spoluinvestory v okolí 10 % p.a. a v současnosti fond tento slib plní a pohybuje se dokonce v okolí 11 % p.a, jak můžete nově vidět ve shrnutí na začátku zprávy. S naší strategií lze považovat za velmi nepravděpodobné, že výkonnost fondu bude patřit mezi nejlepší hráče v ČR nebo na světě. Ovšem zároveň je také velmi nepravděpodobné, že spoluinvestoři utrpí permanentní ztrátu kapitálu. A z mého pohledu pravděpodobnost nadprůměrných výkonů fondu je mnohonásobně vyšší než pravděpodobnost permanentní ztráty kapitálu, jak by se dalo dokázat výkonností mnoha slavných investorů zastávající tuto filozofii investování.

Zajímavosti z průběhu roku

První pololetí 2026 se jevilo jako standardní z hlediska aktivit Trumpovy administrativy, kdy se geopolitika může zdát zcela nahodilou. Pro finanční trhy stále funguje koncept TACO (Trump Always Chicken Out), tedy Trump vždy vycouvá, pokud by nějaké jeho politické aktivity měly poškodit finanční trhy. Krásným příkladem byla situace v Iránu a její ukončení při stavu, kdy by skutečně mohla mít dlouhodobější dopad. Po kratší pauze se zdá, že konflikt opět naplno vypukne. Každopádně pro fond ale tato situace poskytla nejednu příležitost.

Ropa a její stálá relevance

První půlrok 2026 se výrazně točil okolo ropné infrastruktury a zásob. Nejdříve hned na začátku ledna Trump a jeho administrativa provedli akci ve Venezuele, kde úspěšně zatkli současného prezidenta Venezuely Nicoláse Maduru. Z pohledu ropných zásob se jedná o výraznou změnu. USA sama o sobě kontroluje asi 4,7 % světových zásob, zatímco Venezuela zhruba 17 % a je největším držitelem světových zásob ropy na světě.



Odhadovaná cena těchto zásob se pohybuje mezi 21–23 bilionů USD neboli 51–59násobku českého HDP z roku 2025. Obecně se tedy očekává, že investice do těžby ropy ve Venezuele budou růst a tím i množství těžené ropy. Další už mnohem výraznější zásah do ropné infrastruktury představoval konflikt USA s Iránem. Iránskou strategií bylo narušit ropnou infrastrukturu a logistické cesty a tím vytvořit tlak na Trumpa skrze finanční trhy, aby se stáhnul. V současnosti to vypadá, že se strategie nezdařila a USA se vrátila k vojenským akcím na území Iránu. Tento konflikt ovšem krátkodobě vyhnal ceny ropy až k \$120 za barel, což výrazně pomohlo naší pozici v Hemisphere Energy, která je těžařem těžké ropy na kanadském území. Moje dlouhodobá premisa byla a je, že v rámci času musí cena ropy růst, jelikož dochází k výraznému pod investování v rámci infrastruktury ropného průmyslu a zároveň spotřeba ropy nikterak neklesá. Mnou očekávaná průměrná cena ropy v následujících 5 letech se pohybuje v okolí \$80 za barel. Na základě toho jsem dopočítal cenu společnosti. Výrazný výkyv ceny ropy směrem vzhůru pomohl tuto premisu naplnit v rámci ocenění společnosti výrazně rychleji, a proto byla společnost odprodána za mnou považovanou férovou hodnotu, což vedlo k zdvojnásobení investice v rámci 3 let.

Projekty se občas nevydaří

V rámci prvního pololetí 2026 jsem doplnil pozici v Currency Exchange International (CXI). Tato společnost měla posledních pár let problém s expanzí do Kanady, kterou podnikla za účelem možnosti poskytování konkurenceschopných mezinárodních transakcí pro své klienty bez využívání služeb třetích stran. Bohužel tato expanze byla poslední 3 roky výraznou koulí u nohy pro výsledky celé společnosti. CXI se jednoduše nepodařilo získat dostatečný objem, aby mohla obhájit existenci této kanadské entity v rámci společnosti. Proto se management rozhodl tuto entitu po detailní analýze zavřít a soustředit se na americký trh, kde poskytuje svým klientům výraznou přidanou hodnotu. Musím ocenit rozhodnutí management zastavit tento projekt i přes všechno úsilí, které na něm strávili. CEO společnosti CXI vlastní 20 % podílu společnosti, což nejspíš hrálo velkou roli při rozhodování o budoucí alokaci kapitálu. Jakmile společnost zavřela svou kanadskou entitu, finanční výsledky nabraly obrat k lepšímu, což se projevilo i na ocenění společnosti. Všichni děláme chyby, ale je důležité si je uvědomit a nepokračovat v nich kvůli egu nebo už vynaloženému úsilí. V tomto smyslu obstál management CXI na jedničku.

Více než jedna sázka kvalitního managementu

Poslední dobou výsledky Syncroliftu, což je zralá společnost v rámci Nekkar holdingu, nebyly dobré, jelikož se zdá, že tendry na modernizaci loděnic a spouštění lodí nebo ponorek se zcela zastavily. V roce 2025 poprvé za 10 let nebyl udělen žádný velký tender ať už Syncroliftu nebo jeho konkurenci, což má dopad jak na tržby, tak i na marže společnosti i holdingu jako celku. Nekkar už ale nějakou dobu využívá své specializace na námořní a zaoceánský průmysl. Management úspěšně diverzifikuje složení tržeb tak, aby se stali méně závislími čistě na výsledcích Syncroliftu. Jeden takový povedený projekt představuje InteliWell od Intelliliftu. Zjednodušeně řečeno, InteliWell funguje jako „chytrý mozek“ vrtné plošiny. Propojuje plánování těžby přímo s fyzickým řízením těžkých strojů na palubě, čímž minimalizuje nutnost lidských zásahů při rutinních a nebezpečných činnostech. Firma Intellilift obdržela velkou zakázku týkající se 11 ropných plošin, která přinese jednorázově 160 mil. NOK plus platby spojené s používáním softwaru po dobu trvání desetiletého kontraktu. Úspěch Intelliliftu není ojedinělý. Poměrně nedávno nakoupili firmu Globetech, která úspěšně pokračuje v růstu na svém trhu. Dalším příkladem je firma FiiZK, která se soustředí na vývoj a prodej uzavřených systémů (klecí)



pro chov lososů. Ta na konci roku 2025 obdržela velkou zakázku na nákup klecí, které management označil za masivní komerční validaci celé technologie.

Složení holdingu Nekkar je obecně vizitkou managementu. Politiku managementu tvoří koupit společnost a nechat ji běžet pod původními lidmi, kteří jsou odborníci ve svém oboru. Tím přístupem připomínají Berkshire Hathaway řízenou jedním z nejúspěšnějších investorů tohoto i minulého století, Warrenem Buffettem. Nekkar je v současnosti velmi povedeným příkladem kvalitní diverzifikace zdrojů tržeb, i když její výsledky v současnosti nedosahují představy managementu nebo investorů. Proto se ovšem tato firma prodávala za natolik výhodnou cenu. V současnosti činí zhodnocení této investice zhruba 50 % za 18 měsíců.

Ignorování sladkého

Musím se přiznat, že společnost Cake Box (britská franšizová síť prodejen, která se specializuje na prodej stoprocentně bezvaječných, na počkání personalizovaných dortů a dalších zákusků) a její obchodní model se mi velice líbí. Proto skutečně nechápu vývoj ceny akcií této společnosti. Její cena se prakticky nezměnila od nákupu na začátku roku 2025 a to přesto, že provedla povedenou akvizici, která dobře doplňuje jejich produkční mix, navýšili online objednávky, využili nákladové efektivity ve spojení se zmíněnou akvizicí a její výsledky vedly k 22,5 % nárůstu zisku před zdaněním. Nemluvě o velmi jednoduchém obchodním modelu, který bude snadné přenést z Velké Británie do dalších zemí s velkým zastoupením populace pocházející z Blízkého východu nebo zbytku Asie. Růst této společnosti by tak v následujících 10 letech neměl být problémem. Cake Box se potýkal s dopady inflace, a to včetně surovin, mezd, nákladů na provoz, přičemž nepřenášel veškeré náklady s tím spojené na své franšizanty, což je známka, že společnost skutečně vnímá franšizanty jako své partnery, a to navzdory dopadům těchto rozhodnutí na marže. V dlouhém období si tak Cake Box příkladně získává loajalitu franšizantů. Přes to vše firma zůstává bez zájmu ze strany investorů. Jsem ovšem přesvědčen, že se tento přístup investorů k Cake Boxu změní.

Závěr

Mým cílem je přinést spoluinvestorům co největší výnos při největší možné minimalizaci podstupovaného rizika. Jsem si vědom, že tento rok fond výrazně zaostává za výnosy indexů, se kterými se srovnává. Jak jsem se snažil vysvětlit v tomto dopise, vysoké výnosy určitých titulů a tím i indexů nejsou spojeny s fundamentální analýzou nebo pečlivým vyhodnocováním rizik. Tyto výnosy vznikají čistě na bázi přesvědčení o úspěchu dané společnosti, a tedy podstupování obrovského rizika, které není úměrné výnosům s ním spojených. Investiční analytici a portfolio manažeři, kteří skutečně zkoumají míru rizikovitosti a vyhodnocují, zda je úměrná míře potencionálního výnosu, budou v takové době výrazně penalizováni z pohledu výnosu jimi spravovaného portfolia. Ovšem takové období bývá pomíjivé. Výborným příkladem je období na přelomu tisíciletí. Nezbyvá než doufat, že se trhy vrátí do normálu v následujících letech.

Nechtěl bych ovšem navodit přesvědčení dogmatického přístupu. Období jako jsou tato poskytují důležitou připomínku, že i trhy se neustále vyvíjejí, a to co platilo včera už nemusí platit dnes. Proto je nutné neustále se zamýšlet nad meritem věci, nad používanými



metodami analýz a vylepšovat analytický proces. Jak to bývá i v životě, kvalitní analytický proces je závislý na pokládání si správných otázek. Howard Marks toto rozebírá ve své knize Nejdůležitější věc: *„Špičkové investování vyžaduje myšlení druhé úrovně. První úroveň říká: ‚Je to dobrá firma, kupme ty akcie.‘ Druhá úroveň říká: ‚Je to dobrá firma, ale všichni si myslí, že je to skvělá firma, a proto je akcie předražená. Prodáváme.‘* Právě ve svém analytickém procesu se snažím na vyřčené klást velký důraz. I když dnešní doba nahrává riskantnímu chování na investičních trzích, není to důvod následovat dav. Naopak je nutné si položit otázku z druhé úrovně myšlení: *„Co bych měl dělat, pokud ostatní výrazně riskují a nakupují výrazně předražené společnosti?“* Málokdo z Vás by asi řekl, že správným chováním v tomto případě je dělat to stejné, co všichni ostatní. Právě z podobné úvahy vychází známý citát Warrena Buffetta: *„Budte bázlivi, když jsou ostatní chamtiví, a chamtiví, když jsou ostatní bázlivi.“* A chamtivost v současnosti opravdu kvete. Budte opatrní.

Za Value Owls MicroCap a s poděkováním,

Ing. Roman Holík



Apendix 1

Indexace do USD

Hodnota pozice v akcii

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

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

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Hotovost

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

základní měna značí denominaci hotovosti v portfoliu fondu

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Výpočet tržní hodnoty portfolia v CZK

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

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

$$HH_t = NAV_t + PPF + DIVT, \text{ kde}$$

PPF – poplatky spojené s provozem fondu

DIVT – daně zaplacené z obdržených dividend za dané období a přepočítané na CZK podle příslušného kurzu v den obdržení dividendy



Výpočet změny ocenění portfolia v daném období v USD

$$\Delta USD = \left(\frac{\frac{HH_t}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_t} - \frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_{t-1}} - NCF}{\frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz k USD/CZK}_{t-1}} + \sum_{i=1}^n (CF_i \times W_i)} \right), \text{ kde}$$

t_{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

NCF – $NCF = \sum CF_i$, výsledná suma peněžních toků ve fondu za dané období

CF_i – vklady a výběry z fondu vztahující se ke konkrétnímu dni

W_i – váha časového vlivu na portfolio, kde

$$W_i = \frac{CD - D_i}{CD}, \text{ kde}$$

CD – celkový počet kalendářních dnů (365)

D_i – počet dní uplynulých daný rok před vznikem peněžního toku

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

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

$$TA_{Akc} = \sum Akc_{FX \rightarrow CZK} , \text{ pak}$$

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:

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