

## NA VELIKOSTI ZÁLEŽÍ

Když se s vámi průběžně setkáváme na různých schůzkách a procházíme si společně naše portfolio, často dostáváme otázku, jak stanovujeme velikosti jednotlivých pozic. Tomuto tématu se chci věnovat v dnešním dopise akcionářům. Jedna věc je totiž výběr jednotlivých titulů, druhá věc potom je, jakou váhu v portfoliu jednotlivě dostanou. Je to záležitost, o které se obecně mluví sice poměrně zřídka, je však hodně důležitá. Je také velmi subjektivní. Důležitá je proto, že má velký vliv na celkový výnos portfolia. Každá akcie v portfoliu přispívá k jeho celkovému výnosu číslem, které je součinem jejího výnosu a podílu na velikosti celého portfolia. Zatímco hlavní pozornost bývá upřena na výnos jednotlivých akcií, ten druhý činitel v součinu je neméně podstatný. Můžete mít sebelepší investici, ale pokud je její zastoupení v portfoliu minimální, dopad na celkový výnos portfolia bude rovněž omezený. Platí to samozřejmě i opačně. Pokud máte v portfoliu vysoce ztrátovou investici, její dopad na celkový výnos bude o to větší, čím větší prostor v portfoliu zaujímá.

Přístupy ke stanovování velikosti jednotlivých pozic v portfoliu se mezi investory velmi liší. V podstatě neexistuje žádný objektivně správný přístup. Je to velmi subjektivní záležitost a skoro každý investor k ní přistupuje jinak. Jsou investoři, kterým stačí mít 3 akcie. Jiní jich mají stovky. Někteří investoři si kladou dopředu jasná pravidla – například mít deset investic nebo třicet investic, stejně velkých, různě velkých a tak dále. Jiní investoři si počty nestanovují a postupují spíše instinktivně. Někteří budují portfolia užší a koncentrovanější, jiní zase široce

diverzifikovaná. Někteří investoři portfolia často rebalancují, aby se drželi co nejvíce svého zamýšleného rozložení, jiní ponechávají portfolia více svému vývoji a podobně. Každý z těchto přístupů má něco do sebe a něco, co by se mu dalo vytknout. Objektivní správnost zde neexistuje.

Stanovování velikosti pozic může být velmi komplexní záležitost. Představte si, že máte v portfoliu dvě pozice a že každá v něm zabírá 50 %. Když budete mít další peníze k zainvestování, asi dáte přednost té, která je momentálně atraktivnější. To je ještě snadný úkol. Nyní si ale představte, že máte v portfoliu dvě pozice, ta atraktivnější v něm zabírá 80 % a ta méně atraktivní 20 %. Do které z nich byste nyní investovali nové volné peníze? Do té atraktivnější, která už je ale 4x větší pozicí v portfoliu s argumentem, že je atraktivnější, nebo do té méně atraktivní s argumentem, že je lepší portfolio více diverzifikovat? Na to už snadná odpověď není. Navíc nejde jen o binární záležitost, tedy o volbu mezi jedním nebo druhým, ale existuje též nekonečně možností, jakým různým poměrem lze nové peníze mezi tyto dvě akcie rozdělit. Kdybychom se zeptali deseti investorů, co by v tomto případě udělali, zřejmě bychom dostali deset různých odpovědí.

Ve skutečnosti je tento alokační úkol daleko složitější. Můžete mít například existující portfolio, v němž je 20-25 akcií. Každá z nich v něm má určitou váhu, každá z nich má jiný očekávaný výnos a jiné riziko. Navíc máte k dispozici dejme tomu dalších 20-25 jiných akcií, které momentálně sice v portfoliu nejsou,

ale jsou žhavými kandidáty pro to, aby do něho byly zařazeny. Variant složení portfolia je opravdu nekonečně mnoho. Portfolia se navíc nesestavují a neřídí ve světě, který by byl statický, ale ve světě, který se dynamicky vyvíjí a ve kterém se neustále mění ceny akcií a jejich váhy v portfoliu a ve kterém se také mění představy investorů, co se týče očekávaného výnosu a rizika jednotlivých akcií.

Jak tedy přistupujeme ke stanovování velikosti jednotlivých pozic ve Vltava Fund? Počet pozic v portfoliu se snažíme držet mezi 20 a 25. Toto je číslo, které nám (samozřejmě zcela subjektivně) připadá jako ideální. Poskytuje více než dostatečný prostor pro diverzifikaci, ale současně není příliš vysoké, takže nám nebrání v tom, abychom mohli mít portfolio relativně koncentrované a soustředěné do těch investic, u nichž se nám kombinace rizika a výnosu líbí nejvíce. Deset největších pozic typicky zaujímá kolem 70 % portfolia.

Pro konkrétní stanovování velikostí pozic jsme si před lety vyvinuli interní třífaktorový model. Těmito třemi faktory jsou očekávaný výnos a jeho pravděpodobnost, riziko a velikost pozice. U každé akcie máme představu nejen o tom, jakou má vnitřní hodnotu, ale také o tom, jak by se mohla její vnitřní hodnota vyvíjet v čase, a jaký očekávaný výnos se od ní dá očekávat. Tyto představy si průběžně aktualizujeme. Nejčastěji čtvrtletně při oznámení čtvrtletních výsledků společností, ale někdy i častěji, pokud si to vyžaduje nějaká další změna nebo událost. U každé akcie máme také představu o jejím riziku. Tím rizikem pro nás není volatilita akcie. Ta nás nezajímá. Zajímá nás podnikatelské riziko společnosti. To znamená typ společnosti a jejího podnikání, úroveň corporate governance, míra zadlužení, výnosy kapitálu, jeho alokace managementem, možnosti

dalšího růstu a tak dále. Celkové riziko vyjádříme numericky, aby se s ním dalo lehce pracovat. Třetí faktor potom zohledňuje aktuální velikost pozice v portfoliu. Všechny tři faktory dáváme určitým způsobem dohromady a celý model nám řekne, jak velké pozice by měly jednotlivé akcie v portfoliu zhruba zaujímat. Jsme si vědomi toho, že každý takový model dělá jen to, co mu člověk řekne, aby dělal, ale jeho používání má dvě velké výhody. Za prvé, pracuje v reálném čase a se všemi aktuálními daty, které máme k dispozici, ušetří nám hodně ruční práce a dává okamžitý pohled na to, jak celá situace vypadá. Za druhé, z našeho rozhodování sejme určitou míru subjektivity a tendence k setrvačnosti.

Tento model používáme jako pomůcku v situacích, kdy nám do fondu chodí nové peníze k zainvestování a také jako náповědu pro případné rebalancování pozic. K rebalancování portfolia přistupujeme opatrně a většinou v případech, které už si to hodně vyžadují. Nejčastějším případem jsou situace, kdy nějaká akcie výrazně vystřelí vzhůru, aniž by se dramaticky změnila její vnitřní hodnota. Taková akcie potom zaujímá v portfoliu mnohem větší prostor než dříve. Současně se snížil její očekávaný výnos a relativní atraktivita ve srovnání s jinými akciemi v portfoliu. Pokud toto všechno překročí určitou míru, je to podnět k rebalancování pozic. Dalším impulzem k rebalancování jsou případy, kdy se sice cena akcie moc nezměnila, ale výrazně se změnil náš pohled na samotnou společnost, ať už k lepšímu nebo k horšímu. S přesuny v rámci portfolia to však nijak nepřeháníme. Mají své transakční náklady a taky nepodléháme dojmu o dokonalosti a přesnosti našeho interního modelu. Když už však model na nás doslova křičí, že bychom měli udělat nějaký přesun v rámci portfolia, tak

ho obvykle uděláme. Jak vnitřní hodnota portfolia, tak jeho očekávaný výnos jsou totiž mimo jiné funkcí velikosti jednotlivých pozic. Drobnými úpravami se snažíme obojí průběžně tlačit vzhůru.

V té části modelu, která pracuje s očekávanými výnosy jednotlivých akcií a s pravděpodobnostmi jejich naplnění, dáváme velký důraz právě na pravděpodobnost. Naše zkušenost i naše analýzy nás vedou k tomu, že je většinou lepší dát přednost investici, která má nižší očekávaný výnos, ale kde odhad výnosu je spolehlivější a současně přesnější, tedy má menší pravděpodobný rozptyl. Opakování těchto méně riskantních, lépe předvídatelných, ale přitom zdánlivě méně výnosných investic paradoxně vede k vyššímu dlouhodobému výnosu než investování do akcií, které sice mohou mít za určitých okolností očekávaný výnos vyšší, ale jeho odhad je méně spolehlivý, méně pravděpodobný a často má až spekulativní charakter. To je mimo jiné i důvod toho, že v našem portfoliu najdete spíše investice s nižší mírou rizika a také nepřímo vysvětlení toho, proč jen velmi zřídka proděláme na nějaké investici peníze.

Výhodou našeho investování je to, že jsme globální akciový fond, že si neklademe dopředu nějaká regionální, odvětvová či jiná podobná omezení a že nejsme, jak je tomu u pasivního investování, otroky složení, ceny a rizika indexu, který je kopírován. Vlastně jediné opravdu tvrdé omezení, které při tvorbě portfolia máme, je zákonné maximum 20 % portfolia v akciích jednoho emitenta. Interně máme ještě další limity, které jsme si stanovili sami sobě pro řízení rizika, ty jsou ale stanoveny tak, že nám v praxi nebrání téměř zcela volně vybírat jednotlivé akcie směrem

zdola nahoru, tedy podle jejich konkrétní atraktivity a s investičním rizikem mnohem menším, než je riziko celého trhu. Trhy pro tuto činnost nabízejí ideální podmínky. Dnes je většina peněz investována pasivně investory, kterým je jedno, co kupují a kolik za to platí. Podíl aktivních investorů, kteří se skutečně zabývají analýzami jednotlivých titulů, je na trzích podle mého názoru daleko nejnižší, co jsem kdy zažil za více než 30 let své investiční praxe. Zatímco velká část peněz se honí za hrstkou drahých největších akcií více méně jen proto, že zaujímají v indexech hodně prostoru, aktivní hodnotoví investoři si mohou v klidu a v poměrně málo konkurenčním prostředí vybírat mezi mnohem levnějšími a v mnoha případech i rychleji rostoucími společnostmi v segmentech trhu, které stojí zcela mimo hlavní toky peněz. Snad převaha pasivně investovaných peněz na trzích vydrží co nejdéle.

### Změny v portfoliu

Prodali jsme Crest Nicholson a CVS. Koupili jsme OSB Group.

Důvod k prodeji akcií Crest Nicholson přišel zvenčí. Jeden z jeho konkurentů, společnost Bellway, oznámila, že uvažuje o jeho převzetí. Očekáváme, že k tomuto kroku Bellway přikročí a že managementu a akcionářům Crest Nicholson předloží oficiální nabídku. Platit hodlá svými akciemi. Akcionáři Crest Nicholson obdrží za své akcie v určitém poměru akcie Bellway a obě společnosti se sloučí. Trh evidentně také očekává, že k převzetí dojde, protože ceny akcií Crest Nicholson a Bellway hned začaly zohledňovat zamýšlený směnný poměr. Jelikož Bellway je mnohem větší než Crest Nicholson, cena akcií Crest Nicholson se začala odvíjet od ceny akcií Bellway a akcionáři



Crest Nicholson se stali de facto již akcionáři Bellway. Aspoň z investičního hlediska. My jsme akcie Bellway do budoucna držet nechtěli, a proto jsme akcie Crest Nicholson prodali.

CVS bývala dříve na trzích velmi oblíbená akcie. Růst ceny akcie společně s optimismem investorů vyvrcholil někdy uprostřed roku 2015. Potom začalo nadšení investorů postupně opadat a začaly se objevovat kritiky alokace aktiv ze strany managementu. Ty zesílily zejména koncem roku 2017, kdy CVS oznámila akvizici zdravotní pojišťovny Aetna za 69 miliard dolarů. Tato cena byla velmi přemrštěná a akvizice současně zatížila CVS na mnoho let dopředu velkým dluhem. Cena akcií reagovala dalším postupným výrazným poklesem. Na náš radar se akcie dostaly v roce 2020, kdy byly velmi levné. Podnikání CVS nám připadalo solidní a generovalo vysoké volné cash flow. Náš pozitivní pohled na společnost ještě zesílil, když její CEO Larry Merlo v témže roce oznámil svůj odchod. Byl to on, kdo stál za akvizicí Aetny a nová CEO Karen Lynch, která byla do té doby CEO Aetny, oznámila, že mezi její hlavní cíle bude patřit snižování dluhu a vrácení přebytečně hotovosti akcionářům. Špatná akvizice Aetny nebyla její dílo a jako CEO Aetny se těšila dobré reputaci. Podlehli jsme víře v to, že předražené akvizice jsou záležitostí minulosti a že nový management bude alokovat kapitál CVS efektivněji. To byla naše chyba. Nějakou dobu to vypadalo, že management se v tomto směru chová dobře a akcie rostly. Potom se však management vrátil k původním akvizičním praktikám. V letech 2022 a 2023 oznámila CVS další dvě velké akvizice. Šlo o společnosti Signify Health a Oak Street Health. Ceny obou akvizic nám vůbec nedávaly smysl. Uvědomili jsme si, že spoléhat se na to, že management se začne chovat racionálně, co se týče alokace aktiv, nestačí.

Obzvlášť u společností, kde tomu tak dříve nebylo. Pozici v CVS jsme proto postupně začali snižovat a teď už v portfoliu nejsou. Kdybychom reagovali rychleji, mohli jsme na nich vydělat více peněz. V každém případě považujeme CVS za naši největší nákupní chybu posledních let. V rukou schopnějšího managementu a s racionální alokací kapitálu mohly být dnes akcie CVS na trojnásobku své ceny. V tomto případě jsme podcenili negativní dopad lidského faktoru na hodnotu společnosti. Důležitá lekce do budoucnosti.

Novinkou v portfoliu Vltava Fund jsou akcie britské OSB Group. Je to menší a velice specializovaná banka, která poskytuje hypotéky profesionálním pronajímatelům převážně rezidenčních nemovitostí (buy-to-let). Má dlouholetou tradici a silné postavení v tomto segmentu trhu. Díky daňovým změnám ve Velké Británii je od roku 2016 snazší vlastnit rezidenční nemovitosti prostřednictvím Ltd společnosti, a obzvláště tehdy, pokud vlastníci vlastní nemovitostí více. Tradiční velké banky se více méně z poskytování úvěrů profesionálním "buy to let" podnikatelům stáhly a přenechaly tržní příležitost menším a specializovaným institucím, jako je OSB. Občasné názory, které říkají, že BTL business je riskantní, se podle našeho názoru nezakládají na realitě. Myslíme si, že BTL je méně riskantní než poskytování úvěrů na nemovitosti, které jsou obydleny jejími vlastníky. Dokládají to i dlouhodobé výsledky OSB. Oprávky na špatné úvěry se typicky pohybují v nižších desetínách procent (cca 0,25 %). Toto je velmi nízké číslo, které ukazuje na nízké riziko úvěrů. Úvěry jsou navíc zastaveny nemovitostmi s průměrným LTV (loan to value) poměrem 64 %. OSB je banka, která má úvěry plně financovány depozity na straně pasiv a není závislá na dostupnosti financování dluhopisy nebo na

mezibankovním trhu. OSB je pozoruhodně efektivní – má cost/income ratio na úrovni kolem 30 %, což by jí mohla závidět téměř jakákoliv jiná banka. Dlouhodobý ROTE (return on tangible equity) se pohybuje nad 15 % a ROE (return on equity) je více méně shodný. Banka vyplácí pravidelně velkou dividendu a současně odkupuje vlastní akcie. U takového zavedeného a kvalitního businessu bychom nečekali, že se bude obchodovat za cenu, která je pod účetní hodnotou a přibližně s PE 5. Dividendový výnos je 7 %. Je to možná dáno tím, že loňský zisk poklesl kvůli specifickým účetním pravidlům vyžadujícím do zisku negativně promítnout očekávání chování klientů způsobené rychlým nárůstem úrokových sazeb. Na dlouhodobé atraktivnosti businessu to však nic nemění a letošní rok by měl znamenat návrat k normálu. Jak je možné, že se na trhu obchoduje takto levná a atraktivní akcie? Je totiž skoro kompletně ignorována většinou investorů. Investice pasivních investorů, tedy většina peněz na trzích, je investována jinam. OSB je menší banka, tak zvaný small cap. Těm se pasivní peníze spíše vyhýbají. Vyhýbají se většinou také bankovníctví jako odvětví a koneckonců se v posledních letech vyhýbají i britským akciím. Britský trh patří už nějaký čas k těm nejméně vyhledávaným. Je to dohromady skoro taková dokonalá bouře. Pro nás ale naprosto ideální a nezbývá než znovu zopakovat, že doufáme, že převaha pasivně investovaných peněz na trzích vydrží co nejdéle.

Banky jsou poměrně jednoduché k ocenění a dobře fungující banka může být i velmi dobrou dlouhodobou investicí. U bank totiž dochází k relativně rychlé kumulaci kapitálu a složené úrokování zde může běžet podobně svižně. Při pohledu na rozvahu banky je vidět, že se skládá téměř ze samých finančních položek. Banka nemá továrny, výrobní linky, velké zásoby, vysoké kapitálové výdaje, velké výdaje na výzkum a rozvoj a podobně. Zisk banky se téměř čistě propisuje do jejího vlastního jmění. To potom může při vysokých hodnotách ROE rychle růst.

Dlouhodobý výnos investora do bankovní akcie (při reinvestování dividend) se přibližně rovná dlouhodobému průměrnému ROE banky při zachování konstantního násobku ceny a účetní hodnoty (PB, price to book). Dlouhodobé ROE se u OSB dá očekávat kolem 17 % a jelikož se banka dnes obchoduje za 0,8násobek účetní hodnoty, je spíše pravděpodobné, že dlouhodobý výnos akcie překoná dlouhodobé ROE. Přiměřenou hodnotu PB při ROE 17 % vidíme někde nad 1,25 (s ohledem na to, že jde o menší banku). Růst účetní hodnoty by měl být podpořen i odkupy akcií, které dnes probíhají pod její úrovní. Akcie OSB jsou velmi levné, očekávaný dlouhodobý výnos z jejich držení (včetně reinvestovaných dividend) by se mohl pohybovat kolem 20 % p. a. To je mnohem více, než lze očekávat od akciových trhů, a proto se ocitly v našem portfoliu.

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) a <https://twitter.com/danielgladis>

## DISCLAIMER

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund .

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

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.

Data potřebná pro sestavení tohoto dokumentu jsou čerpána ze spolehlivých zdrojů, nemůžeme však garantovat jejich stoprocentní bezchybnost nebo přesnost.

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 odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

**Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu, ani jako investiční doporučení týkající se zmíněných konkrétních akcií.**

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

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoliv 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“).

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

---

© Copyright 2024 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

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