

VALUE OWLS CAPITAL MANAGEMENT



DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ PRVNÍ POLOVINY ROKU 2024

Roman HOLÍK

Správce fondu Value Owls
Capital Management MicroCap

Ing. Roman Holík
Správce portfolia VOXM
spravce@valueowls.cz

Value Owls Capital Management s.r.o.
Pražákova 1008/69, Štýřice, 639 00 Brno
<http://valueowls.cz>

Brno 2024



Obsah

1	Úvodní slovo	3
2	Výsledky fondu v roce 2024.....	3
2.1.	Poplatky a kapitálová struktura fondu	4
3	Komentář k vývoji trhů	5
4	Zajímavosti z průběhu roku	6
4.1.	Value Commerce vykoupilo 33 % svých akcií	6
4.2.	New Work SE jde do soukromé sféry.....	7
4.3.	Semler Scientific a držení bitcoinu	8
5	Změny v rámci legislativy spojené s fondem	8
6	Závěr.....	9



1 Úvodní slovo

Úvodem děkuji všem spoluinvestorům za projevenou důvěru v náš fond. Z pozice správce Value Owls Capital Management si Vaší důvěry velmi vážím a chci Vás ujistit, že prioritou je a vždy bude tvorba hodnoty pro klienty a pak až tvorba hodnoty pro fond.

Fond má za sebou úspěšnou první polovinu roku 2024. Od posledního dopisu přibyly v portfoliu 4 firmy. V současnosti se fond nachází v procesu navýšení pozice v jedné ze zmíněných 4 firem a v procesu nákupu další firmy, ve které fond zatím nemá pozici. V průběhu roku také došlo k revizi tzv. kandidátského listu firem (vysvětleno v předcházejícím dopise), který v době psaní této zprávy obsahuje 20 firem.

Dříve jsem zmiňoval problém s přístupem na korejskou burzu. Tento problém stále není vyřešen, ovšem prioritou řešení tohoto problému je pro fond velmi malá. Tento problém nevytváří žádné nepříjemnosti, co se týká chodu fondu nebo nalézání příležitostí v rámci OECD trhů.

Můj postoj nediskutovat otevřené pozice fondu stále trvá. Výjimku tvoří situace, při nichž fond již vykazuje plnou pozici nebo už nedisponuje možností akcie firmy nakoupit.

2 Výsledky fondu v roce 2024

Předmět této části tvoří zhodnocení dosažených výsledků fondu za rok 2024, a to na základě metrik: (i) MSCI WORLD MC¹, (ii) RUSSELL Microcap®, (iii) RUSSELL 2000, (iv) MSCI WORLD SC², (v) VOCM fond³ (vi) DOW⁴ (vii) MSCI WORLD. V tabulce s výsledky (tab. č. 1) jsou uvedeny hrubé výnosy, tzn. vyjádřené jako změna cen akcií + dividendy před zdaněním.

Tab. č. 1: Výnos fondu ve srovnání s konkurenčními indexy za období 2.1. – 28.6.2024 (v USD)

MSCI WORLD MC	RUSSELL Microcap®	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	VOCM fond
+0,00 %	-0,84 %	+1,73 %	+1,76 %	+9,60 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Pokud bude uplatněn přepočít z výnosu vyjádřeného v USD na výnos vyjádřený v CZK, pak je nutné reflektovat situaci, kdy výnos musí být nutně vyšší vlivem oslabení CZK vůči USD a mírného oslabení vůči EUR (konkrétně se jedná o vývoj za předemtné období 2.1. – 28.6.2024 o hodnotách 3,82 % USD/CZK a 1,36 % EUR/CZK). Takto přepočtené výnosy jsou uvedeny v tab. č. 2.

¹ MC znamená Micro Cap (v USD).

² SC znamená Small Cap (v USD).

³ VOCM znamená Value Owls Capital Management.

⁴ DOW znamená Dow Jones Industrial Average.



Tab. č. 2: Výnos fondu ve srovnání s konkurenčními indexy za období 2.1. – 28.6.2024 (v CZK)

MSCI WORLD MC	RUSSELL Microcap	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	VOCM fond
+3,82 %	+2,98 %	+5,55 %	+5,58 %	+13,42 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Fond tak ve svém působišti výrazně převýšil svými výsledky konkurenční indexy sledující oblasti microcapu a smallcapu. Je třeba ovšem zmínit, že zrovna tyto oblasti zapadají do oblasti, kde skutečně nejhorší možnost představuje držení indexů jako průměru daného odvětví. Zhruba 85 % firem v oblasti microcapu je neziskových, což samo o sobě vypovídá o kvalitě daných indexů. Na druhou stranu, úspěch fondu oproti indexům je možné brát jako náznak, že naše strategie vybírat kvalitní firmy v této oblasti má svou hodnotu.

Tab. č. 3: Výnos fondu ve srovnání s největšími indexy za období 2.1. – 28.6.2024 (v USD)

S&P 500	NASDAQ	DOW	MSCI WORLD	VOCM fond
+15,29 %	+17,47 %	+4,79 %	+12,04 %	+9,60 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Bohužel v porovnání s největšími fondy v rámci světových investičních trhů fond zůstal pozadu. AI (umělá inteligence) stále žene nahoru americké finanční trhy. Pokud použijeme jako příklad S&P 500, tak fond porazil růst akcií 493 firem v rámci S&P 500, které dosáhly výnosu zhruba 7 %.

Již dříve jsem se zmiňoval o tzv. „Magnificent Seven“ neboli o sedmi největších firmách S&P 500 a zároveň těch zbylých sedm v rámci dříve zmíněného S&P 500. Těchto 7 firem v první polovině dosáhlo zhodnocení zhruba 38 % a bylo zodpovědných tak zhruba za 55 % celkového výnosu S&P 500 za první půlrok 2024. S takovým trendem trhu a přesvědčením o zářné budoucnosti AI je velmi těžké soutěžit, pokud se soustředíte na skutečnou hodnotu firem. Ovšem, jak jsem rozebíral v minulém dopise, jsem toho názoru, že tato euforie není a ani nemůže být dlouhodobě udržitelná.

2.1. Poplatky a kapitálová struktura fondu

V současnosti se fond již pohybuje nad celkovým výnosem z roku 2023. Zásadní rozdíl se ovšem vyskytuje v odměnách, kdy na konci roku 2023 tvořil čistý výnos 10,71 % a poplatky s provozem fondu činily pouze 1,62 p.b. Co se změnilo? Nezměnilo se nic, ale volatilita trhu umožnila fondu vybrat poplatky za výkon, který byl pak díky volatilitě trhu opět ztracen.

Tab. č. 4: Náklady a čistý výnos fondu

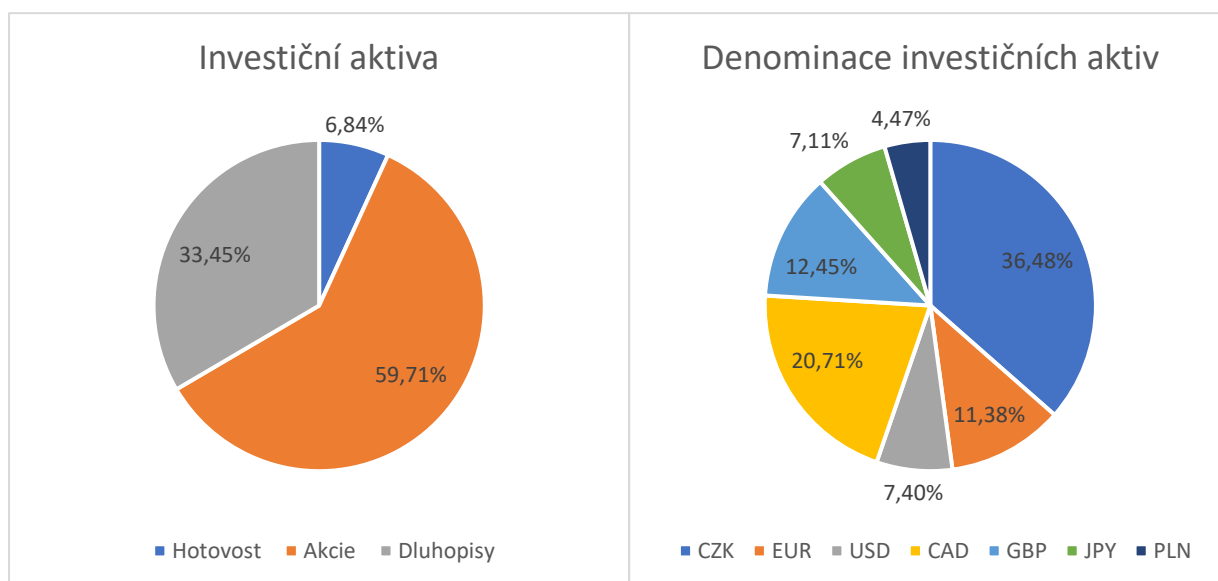
Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v H1 2024	0,092 p. b.
Poplatky spojené s provozem fondu v H1 2024	2,3172 p. b.
Čistý výnos spoluinvestorů VPCM v H1 2024	11,1 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování



Na konci dubna 2024 dosahoval celkový výnos fondu před odečtením poplatků 15,28 %. V daném měsíci došlo k obrovskému růstu a fond byl odměněn za účast na tomto růstu. Ovšem tyto poplatky už znovu placeny nebudou. Připomenu, že fond pracuje s konceptem „High-water mark“, což je odvozeno od úrovně, při níž voda zanechá svoji rysku znázorňující nejvyšší dosaženou úroveň hladiny. Stejně tak fungují poplatky v rámci tohoto fondu. Dokud nepřesáhneme nejvyšší úroveň majetku fondu, ze které se zaplatili výkonnostní poplatky, nebude si fond vyplácet žádné další odměny založené na výkonnosti fondu.

Graf č. 1: Kapitálová struktura fondu (výsledky platné k 28.6.2024)



Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Z hlediska struktury kapitálu v rámci fondu je zhruba 60 % investováno do akcií, 7 % v hotovosti a 33 % v dluhopisech. Aktiva investovaná do dluhopisů (které poskytují v současnosti zhruba 5,2% výnos), snižují celkový výnos fondu. Důvod spočívá v přijaté strategii postupného nakupování kvalitních firem během volatilních nálad finančních trhů. Hrubý výnos akciové části fondu, která je hlavní a jedinou strategií fondu, byl **20,84 %**, což pro srovnání porazilo všechny výše zmíněné indexy.

3 Komentář k vývoji trhů

Už v minulém dopise na konci roku 2023 jsem se vyjadřoval k růstu největších firem na světě ve vztahu k smallcap a microcap firmám a AI trendu, a tak bych se pouze jenom opakoval. Vývoj trhu pokračoval stejným směrem jako v průběhu roku 2023 s jedinou zásadní proměnou a to, že si analytici myslí, že FED (Americká národní banka) sníží úrokové míry pouze třikrát v roce 2024 oproti původnímu předpokladu, který říkal šestkrát.

Považuji však za vhodné zmínit jeden postřeh, který jsem našel v historických datech. Většina ekonomů řeší velkou řadu indikátorů vzhledem k vývoji ekonomiky a na základě vývoje těchto indikátorů odhaduje její budoucí vývoj. Náš zájem jako fondu se týká především finančních trhů. Umět predikovat budoucí vývoj finančních trhů tudíž zcela určitě reprezentuje schopnost, která odlišuje výsledky daných fondů. Bohužel neexistuje nikdo, kdo tyto správné predikce umí dělat konzistentně v rámci dlouhodobých intervalů. Z mého



pohledu se v jednoduchosti nachází síla a je tak třeba ideálně sledovat indikátor, který zahrnuje veškerou práci ekonomů do jednoho čísla/ukazatele. V USA takový ukazatel tvoří „Fed fund rate“, což je americká obdoba úrokové míry (repo sazby), kterou stanovuje Česká národní banka. Fed fund rate má v sobě zajímavý trend od roku 1981, co se týká recesí v USA. Každé recesi od roku 1981 v USA předcházelo snižování Fed fund rate. To samo o sobě dává smysl. Mandát FEDu obsahuje i podporu ekonomiky, což se FED snaží aktivně dělat. Pokud vidí slábnoucí ekonomiku, snaží se jí podpořit snížením úrokových sazeb. Je tak logické, že snížení úrokových sazeb bude předcházet i přicházející recesi. Na druhou stranu, ne každé snižování Fed fund rate vede k recesi, což je vidět i na datech. Co je tedy pointa tohoto odstavce? Citát připisovaný Marku Twainovi říká: „Historie se neopakuje, ale rýmuje se.“ Snížení Fed fund rate nutně nevede k recesi, nicméně když FED začne Fed fund rate snižovat, nastává období, kdy by investoři měli být skutečně na pozoru ohledně nastávajících měsíců a co přinesou na finanční trhy.

4 Zajímavosti z průběhu roku

Na finančních trzích se stále dějí zajímavé události. I v rámci působení našem fondu jsme zažili různorodé události, které jsou zdrojem nadšení, zděšení nebo čistě objektem zájmu. O některé z nich se nyní podělím.

4.1. Value Commerce vykoupilo 33 % svých akcií

Na konci roku 2023 jsme poprvé s fondem nakoupili firmu na japonské burze. Value Commerce je součástí obrovského konglomerátu, který je spojením Yahoo a SoftBank. Value Commerce se věnuje službám spojeným s digitální reklamou. Poskytuje program, který propojuje vlastníky webových stránek a zájemce o reklamní prostor na těchto webových stránkách a firma se také zaměřuje na online obchodní domy, kde vytváří ekosystém pro digitální reklamu, ze které těží provozovatel i prodávající. Firma poskytuje i další služby a plánuje vstupovat na nové trhy. V době nákupu Value Commerce byl jejich plán poměrně jasný. Měli hodně volné hotovosti a měli v plánu ji využít na modernizaci produktů a vstupy na nové trhy. To se ovšem na začátku roku 2024 velmi rychle změnilo, když najednou přišla zpráva, že se management rozhodl přehodnotit investiční plány a namísto toho se rozhodl vypsát tzv. „tender offer“ na výkup 33 % svých akcií. Tender offer je v podstatě veřejná nabídka se stanovenou cenou, množstvím akcií a datem začátku a ukončení, kdy akcionáři mohou nabízet své akcie firmě k odkupu. To vše znělo skutečně zajímavě, jelikož snížení množství akcií o 33 % znamená 50 % navýšení EPS (Earnings per share) a dalších ukazatelů pro zbývající vlastníky. Problém nastal, když člověk pokračoval ve čtení. V té době výše zmíněný konglomerát měl 50 % podíl ve Value Commerce a tento konglomerát se rozhodl, že celý tento tender offer zaplní svými akciemi a prodá tak zhruba 66 % podílu v této firmě. A to samozřejmě vyvolává poměrně zásadní otázky. Proč se těchto akcií zbavují? Je to jenom způsob, jak z této firmy vytáhnout přebytečné peníze bez toho, aby se museli dělit s ostatními akcionáři skrze dividendy? Pokud věří v budoucnost firmy, proč prodávají takto velkou část podílu? Vysvětlení ze strany managementu bylo, že se jedná o účetní optimalizaci, kterou Vás zde nebudu zatěžovat. Každopádně management moc věrohodně nezněl. V takových časech je potřeba nepanikařit. Tender offer měl trvání 2 měsíce a během něho byla cena akcie jasně stanovená právě tímto tenderem, a proto bylo jasné, že cena akcie velké změny v následujících 2 měsících nedozná. Proto jsem čekal na další zprávy od managementu a třeba i nějaké zprávy ze zákulisí v novinách. Mezi tím jsem vyřadil některá možná vysvětlení toho jednání, které by neukazovali na ztrátu důvěry



mateřské společnosti v tuto firmu (například, že daný konglomerát potřebuje peníze na podporu své likvidity). Bohužel nic z toho se neukázalo jako validní. Nakonec přišla další zpráva od managementu a to, že se management rozhodl si nechat proplatit odměny v akciích, což je ukazatelem, že v dané akcie věří. I když daný objem nebyl nikterak velký.

Po zvážení rizik spojených s daným trhem, mojí analýzy firmy a nejnovějších vývojech v rámci této firmy, jsem se rozhodl, že to rozhodně není příležitost k navýšení pozice v dané firmě, ale zároveň to není ohrožení jejího byznysu a díky této události je podíl fondu v rámci Value Commerce nyní o 33 % vyšší. Jako investoři nemáme šanci znát firmu lépe než její mateřská společnost, ovšem na druhou stranu, velikost Value Commerce je poměrně zanedbatelná pro její mateřskou společnost, jelikož hodnota společnosti se pohybuje kolem 250 milionu dolarů a velikost LY corporation (výše zmíněný konglomerát) činí asi 20 miliard dolarů a tedy 50 % podíl ve Value Commerce tvoří pouze asi 0,6 % jejich hodnoty a množství peněz získaných z daného tenderu bylo pouze 0,6 % držených peněz LY corporation. Existuje tak možnost, že rozhodnutí LY corporation bylo skutečně na základě provedení účetní změny, jelikož pro tuto společnost se jedná skutečně pouze o odchylku v číslech. Tudíž dříve zmíněné vysvětlení managementu může být pravdivé. Stejně tak i přes tento odprodej si LY corporation nechala 20 % hlasovacích práv, což ukazuje zájem se stále podílet na rozhodování o směřování firmy. I kdyby se ukázalo, že mateřská firma věděla něco, co já ne, v rámci trhu by to mělo pomalý vývoj, co se týká snižování tržeb Value Commerce. Na základě těchto informací jsem se tudíž rozhodl ponechat pozici ve Value Commerce nezměněnou a pozorně sleduji její vývoj.

4.2. New Work SE jde do soukromé sféry

V dubnu jsme do fondu nakoupili německou firmu New Work SE. Firma se pohybuje v odvětví digitálního recruitmentu. Vlastní online platformu, která stojí mezi nabízejícími práci a těmi, kteří ji poptávají. Jedná se o největší síť talentů v německy mluvících zemích, dokonce větší než LinkedIn. Firma v dané době vykazovala přes 22 milionu členů, což odpovídalo zhruba polovině pracovní síly v německy mluvících zemích v Evropě. Firma čelila skepticismu ohledně jejího souboje s LinkedInem a také silně negativním vlivům z pracovních trhů v rámci německy mluvících zemí, především z Německa. Na základě analýzy jsem vyhodnotil, že by firma mohla být velmi zajímavá příležitost z pohledu budoucího vývoje pracovního trhu v Německu a obecně postavení firmy na tomto trhu. Co pro nás zastupovalo roli výrazně pozitivního ukazatele, byl 50 % podíl Hubert Burda Media v této firmě. Hubert Burda Media je multimediální firma německého miliardáře, která vlastní v podstatě vše, co si člověk představí po pojmem média. Dosah těchto médií v Německu činí zhruba 80% obyvatel. Tudíž, pokud by chtěl New Work dělat nějakou mediální kampaň, rozhodně by měl se na koho obrátit. Takový silný hráč za zády firmy je vždy dobrá věc, pokud se bojíme konkurenčního boje.

Bohužel ne vždy je to dobrá věc pro dlouhodobou investici. Nejdříve přišla zpráva, že Burda Digital SE, což je součást Hubert Burda Media Holding už vlastní 74 % této společnosti a pak na začátku června přišla oficiální zpráva, že Burda Digital SE má v plánu skoupit zbývající existující akcie za 66,25 EUR za akcii a stáhnout firmu z burzy. V současnosti tato nabídka čeká na schválení příslušných německých úřadů a pak se zdá, že New Work SE (NWO) bude první firma odprodaná z fondu se zhruba 10 % zhodnocením investice.

V případech jako je tento dává postup Burda Digital SE zcela smysl. Pokud věřím, že firma je výrazně podhodnocená a už vlastním velkou část této firmy, dává naprostý smysl



stáhnout firmu z burzy, ušetřit náklady spojené s existencí na burze, a navíc získat budoucí růst firmy sám pro sebe. Z pohledu investora jednoduché rozhodnutí, které bych na místě Burda Digital SE udělal zcela stejně. Toto je riziko držení malých firem jako investice. Často mohou být obětmi takových akvizic, ať už od mateřských společností nebo jiných zájemců.

4.3. Semler Scientific a držení bitcoinu

Společnost Semler Scientific za tento půlrok stanula v pozici asi největší zkušenosti a připomínky toho, že analytik nikdy nemá všechny informace o managementu nebo byznysu firmy. Semler Scientific se věnuje vývoji, prodeji a pronájmu lékařského přístroje, který sám vyvinul a který je značným posunem v měření průtoku krve v končetinách, a tedy diagnostikování různých nemocí s tím spojených. V poslední době tato firma čelila zásadnímu problému s Medicare a Medicaid, což jsou způsoby financování zdravotních úkonů v USA. Úkony mají vlastní kódy, které lékaři vykazují a dostávají proplaceno. Nemoc, jejíž testování bylo zdrojem příjmů Semler Scientific, prošlo změnou kódování, a tedy kód pro testování této nemoci bez předchozí diagnózy byl z databáze vyřazen, a proto už nebude proplácen. To by, jak si trh myslí, samozřejmě mělo vést k snížení poptávky po těchto lékařských přístrojích z důvodu snížení množství testování. Dle mého názoru to ovšem nemusí nutně být pravdou. Existuje několik řešení, jak se buď tomu vyhnout a/nebo skrze opatření, které Semler měl možnost zavést (například rozšíření využití jejich lékařského přístroje na jiné diagnózy), daný dopad zmírnit. To ovšem není důležité vzhledem k tomu, co chci v tomto odstavci sdělit. Jak vidíte analýza probíhala velmi nadějně. Byznys model mi přišel jako kvalitní s rozumným potencionálem pro budoucí růst a výraznými bariérami vstupu do této části odvětví. Management vypadal zkušeně a jestli je i rozumný, to jsem zrovna zkoumal. Z ničeho nic se mi management Semleru Scientific rozhodl ulehčit práci. Management vydal zprávu, že se rozhodl velkou část svých volných peněz vložit do Bitcoinu. Navíc v daném prohlášení zdůvodnil toto rozhodnutí jako nejlepší alternativu naložení s penězi, kterou v současnosti má. Mě osobně napadají hned 3 lepší alternativy: Speciální dividenda, Buyback akcií a nic neděláním. Je skutečně důležité mít pořád na mysli, že ať se člověk snaží sebevíc, nikdy nemá plné informace ohledně firmy nebo managementu.

Netřeba říkat, že jsem analýzu ukončil a posunul se dále. Takový management není dobrou volbou pro dlouhodobé investice. A jaký měla úspěch jejich strategie? Nakonec ještě bitcoinu přikoupili a zainvestovali tak zhruba 60 milionu amerických dolarů. Jejich průměrná cena se podle zpráv pohybovala v okolí 69 000 USD za bitcoin. V době, kdy tento dopis píšu, se cena bitcoinu pohybuje kolem 58 000 USD za bitcoin, což je zhruba 16% propad nebo-li ztráta 9,5 milionu amerických dolarů.

5 Změny v rámci legislativy spojené s fondem

Od 1.7.2024 vešly v platnost změny zákona upravující fungování našeho fondu. Jedná se o změny dle §15 ZISIF. Novela, která byla schválena Parlamentem ČR jako sněmovní tisk 570 a dne 7.6.2024 byla podepsána prezidentem zavádí mimo jiné následující podstatné povinnosti pro správce alternativních fondů:

1. správce alternativního fondu nově bude muset uvádět ve svém názvu, že se jedná o **osobu rizikového kapitálu**;
2. správce alternativního fondu nově **nesmí uvádět ve svém názvu slovo fond**, či jeho překlady nebo slova od něj odvozená;



3. správce alternativního fondu nově může shromažďovat majetek pouze od investorů investujících **alespoň 125.000 EUR**, a dále **max. 20 osob**, které na tuto minimální investici nedosáhnou;
4. správce alternativního fondu v každém případě, když shromažďuje majetek od více než 20 investorů je **povinen předložit ČNB každoročně zprávu auditora** o ověření dodržení limitu investorů auditorem;
5. správce alternativního fondu má novou strukturovanou **předsmluvní informační povinnost** ve vztahu k investorům a dále **povinnost přezkoumávat vhodnost investice** pro investora z hlediska jeho finančního zázemí, investičních cílů a odborných znalostí a zkušeností v oblasti investic (které bude povinen od klientů zjišťovat).

Pro náš fond uvedené změny zákona znamenají nutnost se přejmenovat a doplnit smlouvy o investiční dotazník, který bude vyžadován po každém novém klientovi, popřípadě při vkladech dodatečných prostředků klienty, kteří investiční dotazník ještě nevyplnili. O všech těchto věcech budete včas informováni.

6 Závěr

Finanční trhy jsou neskutečným zdrojem lekcí, zklamání, radosti i pošetilosti. I když by se člověk rád vyhnul lekcím, které mu trh občas udělí nebo zklamáním, která jsou vlastní nejisté budoucnosti, to vše tvoří součást existence na finančních trzích. Čemu se ovšem lze vyhnout je pošetilost jako např. nakupování firem, které si nevydělají ani na splacení úroků z jejich dluhů nebo nakupování firem, které těžce investují do bitcoinu. Co se v tomto fondu snažíme dělat je, že neusilujeme o to být chytřejší než ostatní, ale naopak nedělat pošetilá/hloupá rozhodnutí, která jsou nejčastějším zdrojem selhání. Proč se snažit přeskočit dvoumetrový plot, když můžeme přeskakovat půlmetrový bez jakéhokoliv postihu za snížení obtížnosti? Jinými slovy, nehledáme zaručený recept na úspěch, ale hledáme způsoby, jak se vyhnout budoucím problémům ve formě hloupých rozhodnutí.

Za Value Owls Capital Management a s poděkováním,

Roman Holík