

VALUE OWLS CAPITAL MANAGEMENT



DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ DRUHÉ POLOVINY ROKU 2023

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 2023.....	3
3	Komentář k vývoji trhu	5
3.1	S&P 500 a sedm výnosných	5
3.2	Rychlejší růst tržní kapitalizace velkých společností než malých.....	7
3.3	Optimismus v USA.....	10
4	Zajímavosti z průběhu roku	12
4.1	M.T.I Wireless Edge (MWE)	12
4.2	Toaux (TOUP)	13
4.3	Best of the Best (BOTB)	14
5	Závěr	14
6	Seznam použitých zdrojů.....	15



1 Úvodní slovo

Úvodem děkuji všem spoluinvestorům za projevovanou 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 Value Owls Capital Management MicroCap má za sebou první celý rok existence. V době, kdy tento dopis píše, obsahuje portfolio už celkem 10 firem, které vyhověly kladeným nárokům stran předložené investiční strategie. Během samotného roku 2023 jsem do portfolia získal 9 firem a co je vhodné zejména zmínit, rozšířil množství kandidátských firem na 28 subjektů. Pozice kandidátské firmy značí, že jsou považovány za potenciálně kvalitní společnosti, ovšem vykazují určitý nedostatek z hlediska zastávané investiční strategie, přičemž hlavní a nejčastější problém zastupuje příliš vysoká valuace společnosti.

Jeden z problémů, který se stále nachází v řešení, představuje přístup na korejskou akciovou burzu, a to především z důvodu velikosti fondu. Možnosti využití brokerů se sídlem v Asii existují (viz informace v předcházejícím dopise), ovšem mé stanovisko stran příliš vysoké rizikivosti využívání brokerů, působících např. ze Singapuru, stále trvá. Lze ovšem konstatovat, že z důvodu výskytu dostatku příležitostí i mimo korejské trhy, nás tento problém nijak nepoškodil.

Rovněž chci uvést, že v souladu s dříve poskytnutým odůvodněním, můj postoj nediskutovat otevřené pozice fondu trvá. Výjimku podrobenou diskusi v následujícím textu, tvoří situace, při nichž fond již vykazuje plnou pozici nebo už nedisponuje možností akcie firmy nakoupit.

2 Výsledky fondu v roce 2023

Předmět této části tvoří zhodnocení dosažených výsledků fondu za rok 2023, a to na základě metrik: (i) S&P 500, (ii) NASDAQ, (iii) RUSSELL 2000, (iv) MSCI WORLD SC¹, (v) VOXM fond². V tabulce s výsledky (tab. č. 1) jsou uvedeny hrubé výnosy, tzn. vyjádřené jako změna cen akcií + dividendy před zdaněním.

Tab. č. 1: Výnosy fondu za období 1.1. – 29.12.2023 (v USD)

S&P 500	NASDAQ	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	VOXM fond
+26,29 %	+55,13 %	+16,93 %	+16,34 %	+13,58 %

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 nižší vlivem mírného posílení CZK vůči USD a oslabení vůči EUR (konkrétně se jedná o vývoj za předmětné období 1.1. – 29.12.2023 o hodnotách -0,85 % USD/CZK a 2,19 % EUR/CZK). Takto přepočtené výnosy jsou uvedeny v tab. č. 2.

¹ SC znamená Small Cap (v USD).

² VOXM znamená Value Owls Capital Management.



Tab. č. 2: Výnosy fondu za období 1.1. – 29.12.2023 (v CZK)

S&P 500	NASDAQ	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	VOCM fond
+25,33 %	+53,82 %	+15,95 %	+15,36 %	+12,63 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Na základě výsledků je zjevné, že náš fond neporazil pro srovnání relevantní index MSCI World Small Cap. I když se jedná z hlediska správce fondu o dílčí selhání, stanovený cíl mířit na hodnotu 12 % ročního výnosu, byl naplněn. Z těchto výsledků se jeví jako velmi složité něco směřodatného vyvozovat, jelikož je nutné reflektovat dvě zásadní skutečnosti: (i) jedná se o první rok realizace strategie zaměřené na období pěti let, (ii) v investičních instrumentech, na které se fond zaměřuje je zainvestováno pouze zhruba 40 % kapitálu. Ohledně budoucího vývoje fondu si tudíž držím zdravě optimistické hledisko stran dosahovaných výnosů.

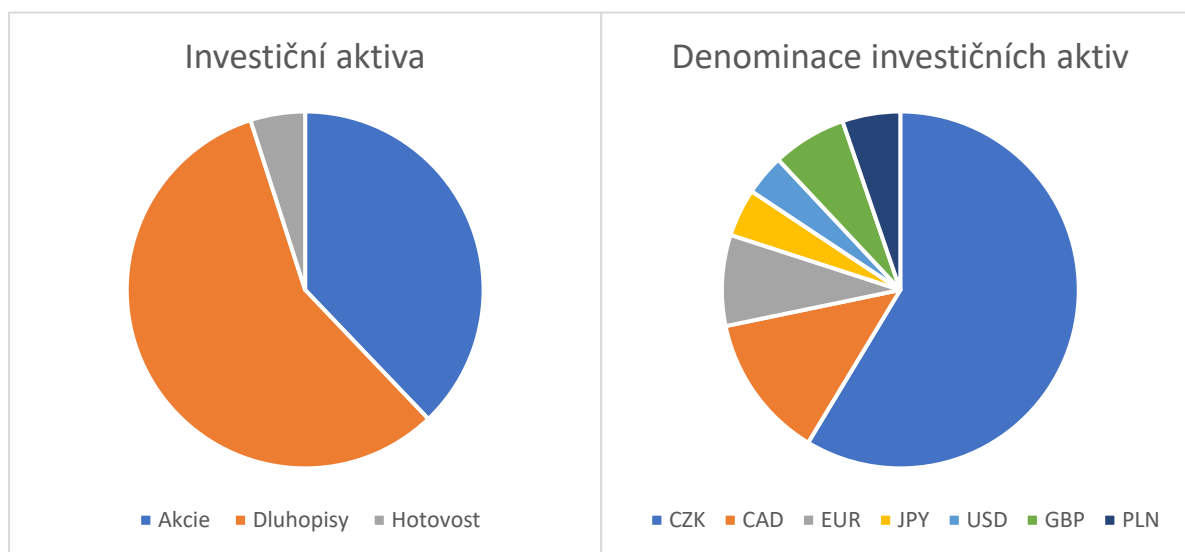
Rovněž považuji za vhodné seznámit spoluinvestory s čistou výnosností fondu a náklady spojenými s provozem fondu (neboli kvantifikovat, kolik fond stojí obchodování na finančních trzích, kolik fond vybral na poplatcích a kolik činí konečný výnos fondu pro spoluinvestory). Hodnoty jsou udávány v procentech hrubé hodnoty aktiv před započítáním poplatků k 29.12.2023.

Tab. č. 3: Náklady a čistý výnos fondu

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v roce 2023	0,25 %
Poplatky spojené s provozem fondu v roce 2023	1,62 %
Čistý výnos spoluinvestorů VOCM v roce 2023	10,71 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Graf č. 1: Kapitálová struktura fondu (výsledky platné k 29.12.2023)



Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování



Z hlediska kapitálové struktury je zhruba 40 % aktiv fondu investováno do akcií, 5 % drženo v hotovostních prostředcích a 55 % v dluhopisech. Aktiva investovaná do dluhopisů (které nesou zhruba 6% výnos), snižují celkový výnos fondu. Důvod spočívá v přijaté strategii postupného nakupování kvalitních firem během volatilních nálad finančních trhů. Hrubý výnos akciové části fondu byl 18,81 %, což porazilo pro srovnání relevantní indexy³ jako MSCI WSC a Russell 2000.

V rámci naplňování stanoveného cíle nákupu podílu ve 12 firmách (za rok 2023) jsem uskutečnil důkladnou analýzu u 12 firem se záměrem jejich zakoupení, avšak pouze u devíti z nich se podařilo dosáhnout požadované ceny. Nicméně, na plánu mít do konce roku 2024 portfolio naplněné zhruba 20 firmami a plně zainvestovaná aktiva v rámci akciového trhu, se nic nemění. Splnění tohoto plánu nevyžaduje změny v procesech fondu, přestože se v roce 2023 cíl podařilo naplnit pouze na 75 %. Je vhodné dodat, že vše opět bude také záležet na stavu světových finančních trhů.

3 Komentář k vývoji trhů

Vzhledem k výsledkům na finančních trzích, a nikoliv zrovna přívětivým srovnáním s americkými indexy, považuji za vhodné sdílet několik svých postřehů a myšlenek ohledně vývoje na trhu, a to zejména v zaměření na otázku příčin růstu sedmi největších firem v rámci S&P 500.

3.1 S&P 500 a sedm výnosných

Během roku 2023 se často mluvilo o sedmi největších společnostech v rámci S&P 500. Jednalo se o Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidii, Meta Platforms a Teslu. Právě tyto společnosti přes celý rok zastávaly pozici „tahounů“ výnosu S&P 500 směrem vzhůru. Jen pro představu, podle mých výpočtů bylo těchto sedm akcií zodpovědných za téměř 2/3 celkového výnosu S&P 500. Zbývá 1/3 připadla na zbývajících 493 firem. Stejně tak na konci roku 2023 těchto 7 firem zastupovalo téměř 30 % celkové tržní kapitalizace indexu. Největší firmy tedy rostly nejrychleji⁴. Hlavní otázku tvoří, co k takovému růstu vedlo? Zodpovězení samozřejmě není jednoduché, avšak jsem si vědom tří teorií, kterými lze vymezený fenomén vysvětlit:

- nejistota spojená s budoucím vývojem trhu,
- tzv. „boom“ umělé inteligence (AI),
- nárůst optimismu spojeným s vývojem US ekonomiky.

Prvním vysvětlením tedy může být nejistota spojená s budoucím vývojem trhu⁵. Tato nejistota vede investory do částí trhů, kde firmy s největší pravděpodobností přežijí, přičemž se samozřejmě jedná o pozici těch největších firem. Současně byl v roce 2023 patrný i propad výkonnosti malých společností, což lze vysvětlit jako odliv kapitálu z prostoru trhu, který je vnímám jako více rizikový, a to směrem do méně rizikové části, tj. právě k velkým společnostem.

Druhé vysvětlení zastupuje tzv. „boom“ umělé inteligence (AI). V podstatě všech sedm zmíněných velkých společností je do tohoto trendu alespoň z malé části zapojeno.

³ Výnosu S&P 500 a v podstatě i NASDAQ 100 bude věnován prostor dále v textu.

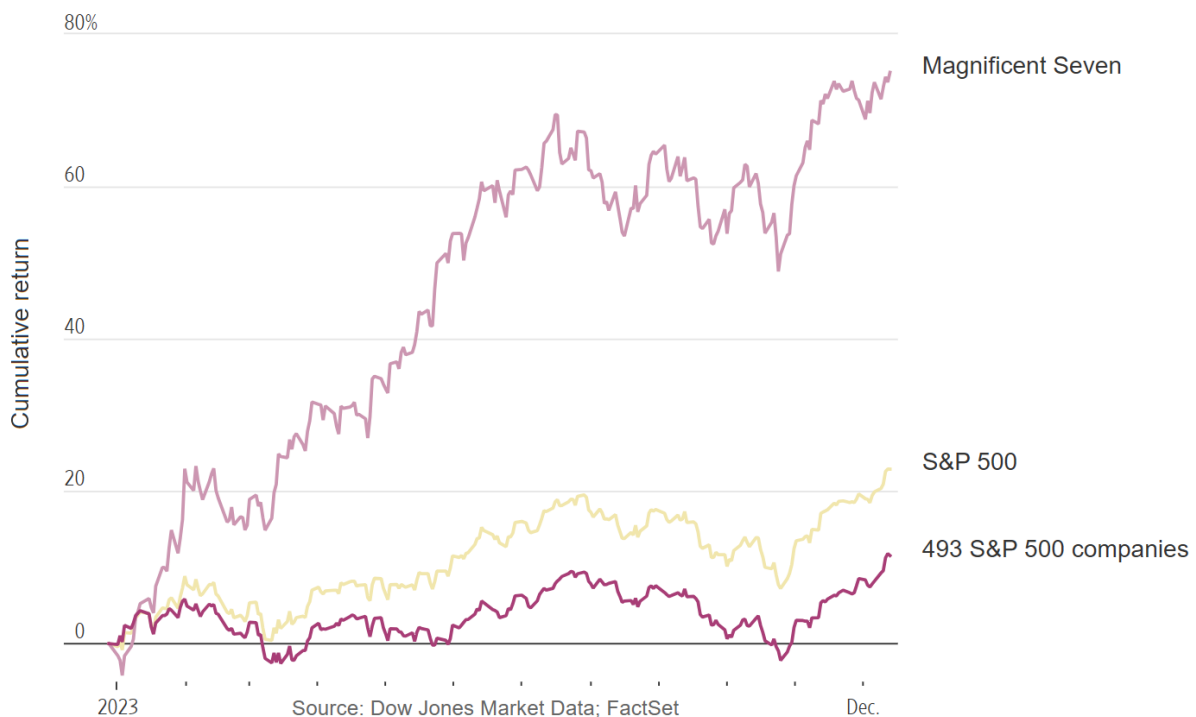
⁴ Tímto tématu se hlouběji zabývám v podkapitole 3.2.

⁵ Důvodům k nejistotě ohledně budoucího vývoje se věnuji dále v rámci optimismu ohledně růst ekonomiky USA.



Představa obrovského nárůstu produktivity spojeného s implementací umělé inteligence do výrobního procesu nebo očekávání obrovské budoucí poptávky po komponentech spojených s umělou inteligencí vede k optimismu ohledně budoucích příjmů firem zabývajících se AI. Patrně nejdůležitější faktor uplatnění této strategie tvoří data (umělá inteligence je z podstaty především o datech). Protože bývá pravidlem, že tyto společnosti mají nejlepší zázemí, co se týká kvantity i kvality dat, dává smysl vsázet na největší společnosti na tomto poli. Nejlépe na datech vytrénovaná umělá inteligence by tak měla být i tou nejlepší, a tedy i finančně nejúspěšnější.

Graf č. 2: Výsledky „Magnificent Seven“



Zdroj: Wall Street Journal (2023, online)

Poslední potencionální vysvětlení zastupuje nárůst optimismu spojeným s vývojem US ekonomiky. Inflace v průběhu roku klesala, HDP v posledním kvartálu narostlo v reálných hodnotách o 4,9 %. Vysněný scénář trhů i FEDu⁶ v podobě teorie lehkého přistání ekonomiky by tak mohl být skutečně realitou, a nikoliv pouze zbožným přáním, kterého se trhy držely v prvních třech kvartálech roku 2023. Tento optimismus se projevil především na konci 2023, a to zhruba od začátku listopadu, kdy např. S&P 500 index vzrostl do konce roku zhruba o 16 %, což jsou 2/3 jeho celkového zhodnocení v rámci celého roku.

Domnívám se, že v souladu s uvedenými skutečnostmi lze konstatovat, že všechna tři uvedená vysvětlení se zdají být validními a přesvědčivými zejména v zasazení do časového rámce. Na začátku roku 2023 to mohla být právě nejistota, která táhla velké firmy vzhůru. V průběhu roku se pak dostalo do popředí téma umělé inteligence spojené

⁶ FEDu, který už zvažuje, jak by v dohledné době snižoval úrokové sazby.



především s ChatGPT, a ke konci roku nastal optimismus ohledně lehkého přistání ekonomiky a odvrácení závažnější recese. Ve výsledku působení těchto efektů se zcela jistě jedná o výborný rok pro velké technologické firmy, avšak nabízí se otázka, zda má šanci tento trend růstu velkých společností pokračovat.

3.2 Rychlejší růst tržní kapitalizace velkých společností oproti malým

Pro prospěch fondu založeného na co nejlepším zhodnocení kapitálu klientů při minimalizaci rizika je třeba pokládat si nepříjemné otázky, např. zda může být naše strategie stále považována za validní a schopna přinášet nadstandardní výnosy. Když se podíváme na srovnání výnosů indexů malých firem (MSCI WSC a Russell 2000) a výnosů středně velkých a velkých firem (MSCI World a S&P 500) lze vypožorovat možnou proměnu v rámci historického trendu.

Tab. č. 4: Srovnání výnosů malých a velkých firem

Index performance (TR ⁷)	MSCI WSC	Russell 2000	MSCI World	S&P 500
2023	16,34 %	16,93 %	24,42 %	26,29 %
2022	-18,37 %	-20,44 %	-17,73 %	-18,11 %
2021	16,18 %	14,82 %	22,35 %	28,71 %
2020	16,47 %	19,96 %	16,50 %	18,40 %
2019	26,78 %	25,52 %	28,40 %	31,49 %
2018	-13,48 %	-11,01 %	-8,20 %	-4,38 %
2017	23,19 %	14,65 %	23,07 %	21,83 %
2016	13,25 %	21,31 %	8,15 %	11,96 %
2015	0,12 %	-4,41 %	-0,32 %	1,38 %
2014	2,32 %	4,89 %	5,50 %	13,69 %
2013	32,92 %	38,82 %	27,37 %	32,39 %
2012	18,14 %	16,35 %	16,54 %	16 %
2011	-8,71 %	-4,18 %	-5,02 %	2,11 %
2010	26,57 %	26,85 %	12,34 %	15,06 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Zhruba do roku 2019 platilo, že indexy zastupující malé firmy byli více volatilní směrem vzhůru i směrem dolů. To není nic překvapivého, jelikož s menšími firmami se v průměru pojí větší riziko, které dělá ohodnocení akcií více volatilní, než je tomu u velkých firem. Ovšem od roku 2020 se trend ve výsledcích mění a indexy malých firem jsou sice více volatilní směrem dolů, ovšem méně volatilní směrem nahoru v porovnání s indexy zastupující velké firmy. Taková asymetrie by mohla být smrtelnou pro strategie zaměřující se na malé firmy. Může tedy takový trend pokračovat? Neboli, mohou velké firmy dlouhodobě růst rychleji než malé firmy? Jak je ustanoveno v pravidlech fondu, nepůsobíme v byznysu predikování budoucnosti a ani komplexních makroekonomických

⁷ TR neboli Total Return značí hrubý výnos indexu



analýz. Lze ovšem k řešení otázky přistoupit jednoduše z hlediska obecně platných zákonů a vyslovit předpoklady:

- V dlouhém období je hodnota firmy rovna její vnitřní hodnotě.
- Na světě existuje pouze omezené množství kapitálu.
- Jednotkový přírůstek ztrácí na významu s rostoucí celkovou hodnotou.
- Lidé preferují vyšší výnos před nižším.
- Všechny peníze v ekonomice končí na finančních trzích.

Pro začátek úvahy založené na vymezených předpokladech je vhodné předložit relevantní data:

- Tržní kapitalizace S&P 500 činí 42 bilionů amerických dolarů.
- HDP USA tvořilo v roce 2023 odhadem 27 bilionů amerických dolarů.
- Globální HDP v roce 2023 bylo 105 bilionů amerických dolarů.

Budeme předpokládat, že S&P 500 bude následujících 5 let růst 20 % ročně, a tedy pokračovat ve výše popsaném trendu. S&P 500 index by se dostal na hodnotu 104,5 bilionů amerických dolarů. Pro srovnání, největší podíl na celkové tržní kapitalizaci zastupovalo Japonsko v roce 1989, když Tokijská akciová burza vykazovala hodnotu odpovídající 45 % celkové tržní hodnoty světových akciových trhů a 15 % světového HDP. Poté v Japonsku následovalo už více než 30 let deflace a stagnující ekonomiky. Už nyní se S&P 500 pohybuje na úrovni v okolí 40 %. V tomto našem výpočtu by se podíl S&P 500 na celkové tržní kapitalizaci akciových trhů pohyboval kolem 50 %. HDP USA by ale mělo být pořád kolem 25 % globálního HDP. Je tak zajímavé se zamyslet, kde by se mohlo vzít těch dodatečných 62,5 bilionu amerických dolarů při současné tržní kapitalizaci S&P 500?

Použijeme tedy předpoklad, že všechny peníze nakonec skončí na finančních trzích a budeme řešit toky v rámci státu a mimo něj. Průměrný růst HDP v US v následujících pěti letech bude činit něco mezi 2 a 3 % HDP, když budeme velcí optimisté. Odhadněme 2,5 % a tedy nově vytvořené HDP se bude rovnat zhruba 3,5 bilionu amerických dolarů. Část přísunu nových peněz může obstarat fiskální a monetární politika v následujících letech, předpokládejme 10 bilionů amerických dolarů (FED a vláda US mezi 2020–22 vydali navíc dohromady 10,6 bilionu amerických dolarů), když budou FED a US politici velmi štedří. Ovšem pořád zbývá 49 bilionů amerických dolarů. Ty by musely přitéct ze zahraničí.

Průměrný růst globálního HDP je v okolí 3,5 %. Po odečtení HDP USA zbyde 78 bilionů amerických dolarů. V rámci následujících 5 let celý svět bez USA odhadem vygeneruje v součtu téměř 433 bilionů amerických dolarů. Z této "globální sumy bez USA" HDP by muselo putovat na americké finanční trhy zhruba 11,3 %, jelikož při předpokladu omezeného množství kapitálu v rámci světa nelze předpokládat, že by USA bylo schopno ufinancovat tento růst samo. Je skutečně těžké si představit, že více než 10 % nově vytvořeného a obnoveného kapitálu v rámci globální ekonomiky by se rozhodlo jít na americký finanční trh. Jinými slovy, za předpokladu že lidé preferují vyšší výnos před nižším, by 11,3 % "globálního – USA" HDP muselo očekávat, že investice v rámci USA přinesou vyšší výnos než jiné alternativy. A ano, existuje i nevyužívaný kapitál, který může putovat na americké finanční trhy nebo můžeme obchodovat na dluh, jelikož existuje bankovníctví s částečnými rezervami. Ve všech těchto případech je růst pouze dočasný.

Účelem této úvahy není predikovat, ale poukázat na situaci, v jakých obrovských číslech bychom se museli pohybovat. Růst tržní ceny firem musí být nakonec opodstatněn.



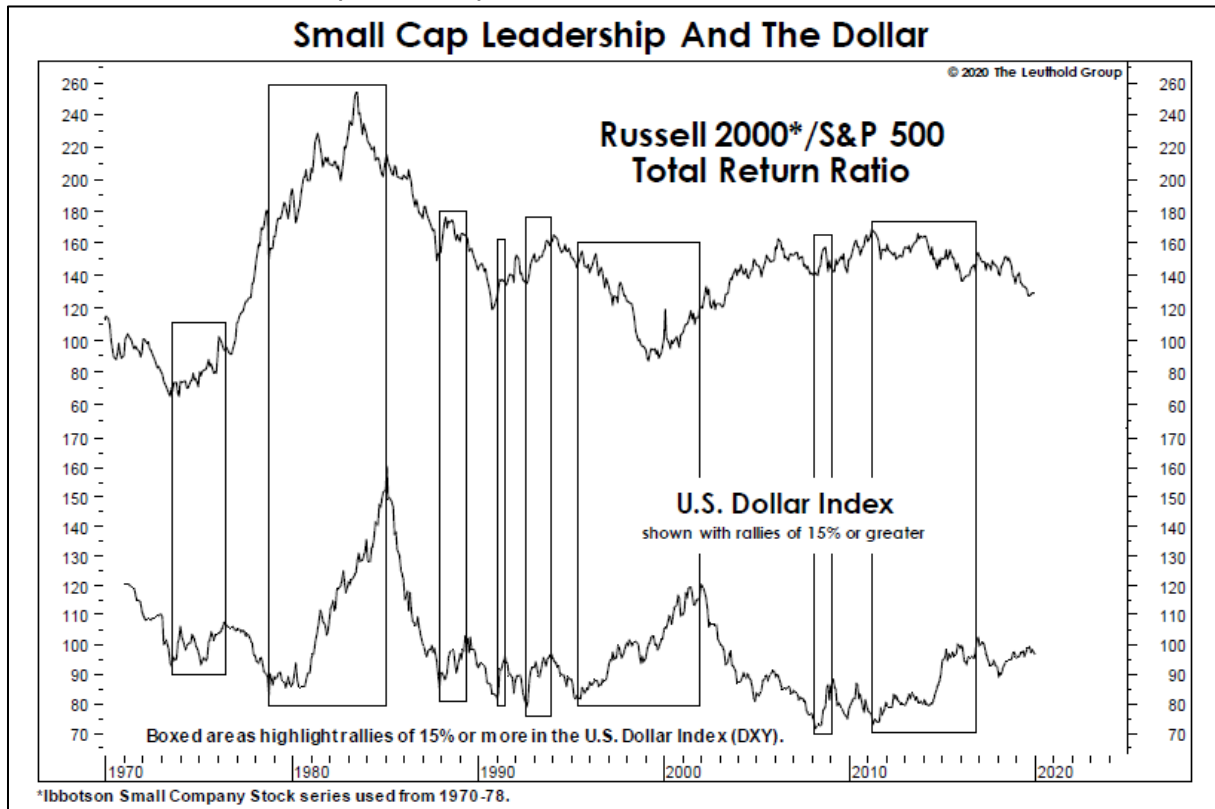
Nedokáží si představit velké americké firmy, kterým by mohly jejich zisky růst o 20 % každý rok následujících 5 let. Apple by se musel například dostat ze současných 97 miliard na 241 miliard dolarů zisku. Někdo by mohl namítnout, že firmy mohou růst skrze akvizice. Když si vezmeme jako příklad výše zmiňovanou sedmičku firem, tak jejich tržní kapitalizace je zhruba 12 bilionů amerických dolarů. Proto, aby tyto firmy rostly 20 % za rok následujících 5 let, a trh to objektivně reflektoval, musely by utratit zhruba 18 bilionů dolarů za akvizice. Objektivně reflektovat znamená vycházení z předpokladu, že v dlouhém období se ocenění firmy bude rovnat její vnitřní hodnotě. V současné době mají tyto společnosti hotovost zhruba 450 miliard dolarů a připočteme-li jejich schopnost generovat peníze, což je zhruba 2,7 bilionu dolarů, 14,85 bilionu dolarů akvizic by muselo být na dluh. To je více než současná tržní kapitalizace těchto firem. I kdybychom u těchto firem předpokládali možnost zvyšovat cenu bez ztráty poptávky, odhadneme 5 % ročně, stále bychom se dostali pouze na 14,4 bilionu dolarů. Pro srovnání, součet dluhů těchto firem tvoří v současnosti téměř 250 miliard dolarů. 14,4 bilionu je tak více než 57násobně vyšší dluh. Obecně je skutečně náročné pro velké firmy přinést velký růst dlouhodobě. A proto pokud by na americké finanční trhy stále připlouvaly nové peníze bez toho, aby skutečné hodnoty firem držely s tímto přílivem peněz krok, musela by se snižovat návratnost nově investovaného kapitálu, což by mělo naopak vést ke zpomalování nových toků do těchto velkých firem. V tomto smyslu vycházíme z předpokladu, že lidé preferují vyšší výnos před nižším. Právě u malých firem by měla být dynamika růstu mnohem větší a s tím tedy i růstu jejich skutečné hodnoty, jelikož mají mnohem větší prostor pro růst a optimalizaci svých procesů.

Dalším důvodem je předpoklad, že jednotkový přírůstek ztrácí na významu s rostoucí celkovou hodnotou. Když opět dám příklad na tržní kapitalizaci, pro 200 milionovou firmu je 20 % růst 40 milionů, pro 200 miliardovou firmu to je 40 miliard a pro 2 bilionovou firmu to je 400 miliard. Náš fond je stále spojen s přesvědčením, že platí pravidlo omezeného množství kapitálu a rychlejší růst velkých firem oproti malým je pouze abnormalita spojená s nejistotou během a po pandemii ohledně opětovného zavření ekonomiky a dopadu tohoto opatření na malé společnosti. Nejsem si vědom žádné strukturální změny, která by měla vést k přehodnocení preference investování do malých společností oproti velkým společnostem.

Naopak zastávám názor, že jsou malé firmy v současnosti přehlíženy na úkor velkých firem a jejich abnormálních výnosů, což připomíná období tzv. „Nifty fifty“, kdy na začátku 70. let minulého století na finančních trzích v USA figurovalo zhruba 50 velkých firem, které byly obecně považovány za „buy & hold“ pozice, jelikož je nic nemohlo ohrozit. To se ukázalo jako přílišný optimismus a v 70. letech se hodnota těchto firem výrazně propadla a zůstala daleko za růstem zbytku finančních trhů. Dobře to znázorňuje graf č. 3, ve kterém nás zajímá pouze linie výše, která znázorňuje poměr hrubého výnosu Russell 2000 a S&P 500, tedy pokud Russell 2000 vzrostl o 20 % a S&P 500 o 10 %, poměr v dané linii by měl být 200 %. Éra „Nifty fifty“ byla ukončena s propadem trhu v letech 1973-1974. Graf č. 3 krásně ukazuje, co se stalo s výnosy malých firem v následujících 15 letech oproti velkým firmám, i „Nifty fifty“ firmám, zastoupených v S&P 500. Právě tento vývoj by z mého pohledu mohl hrát ve prospěch malých firem v následujících letech i bez nutnosti výrazného propadu trhu, a to na základě přílišného soustředění investorů na velké firmy.



Graf č. 3: Nadřazenost výnosů malých firem v rámci času



Zdroj: Perritt Capital Management (2018)

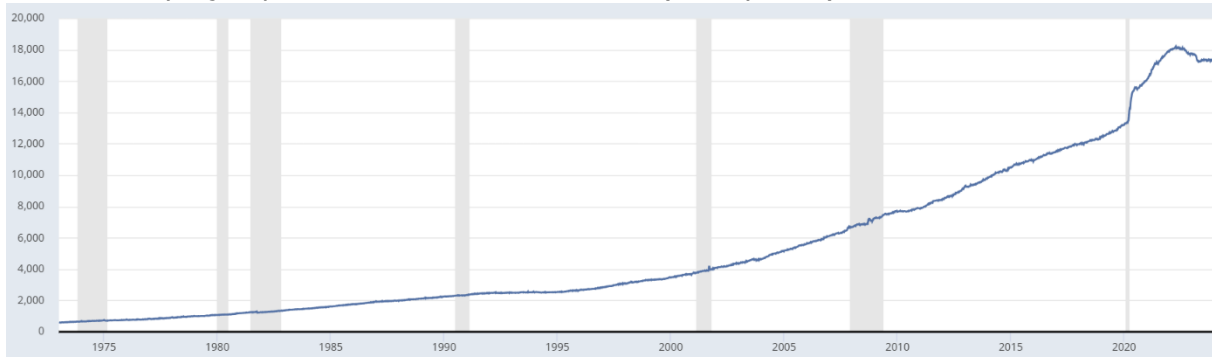
3.3 Optimismus v USA

Od začátku listopadu na trzích začal převládat optimismus, že se nakonec žádná recese konat nebude. I k tomuto tématu považuji za vhodné vyjádřit několik svých myšlenek. FED reportoval v období od 2020 do 2022 navýšení M2 peněžní nabídky o 6 bilionů amerických dolarů. Zároveň americká vláda poskytla programy na podporu ekonomiky v hodnotě asi 4,6 bilionů amerických dolarů. Samozřejmě je jasné, že se tyto dvě hodnoty překrývají, ale pojďme se podívat na růst ekonomiky během této doby.

Americké HDP činilo objem 21,43 bilionu amerických dolarů za rok 2019 a zhruba 25,5 bilionu amerických dolarů za rok 2022. Růst za dané období tak tvořil zhruba 4,1 bilionu amerických dolarů, což ani nepřevyšuje hodnotu pomocných vládních programů. To skutečně jako zdravý růst nevypadá. V roce 2023 ve 3. kvartálu došlo k růstu reálného HDP o 4,9 %, což bylo nad rámec očekávání. Zásluhy byly připsány spotřebě lidí, produkci zásob firmami, rezidentnímu investování a růstu výdajů vlády. Spotřeba lidí a tvorba zásob měla zásluhu na čtyřech procentních bodech (p. b.) tohoto růstu (2,7 a 1,3) a proto je vhodné se touto oblastí zabývat. V minulém dopisu jsem již ukazoval, jak se finanční polštář populace USA velmi ztenčuje. Rok 2023 nebyl výjimkou a depozita u bank se výrazně propadla v první polovině roku a poté se pohybovala stabilně zhruba na stejné úrovni.



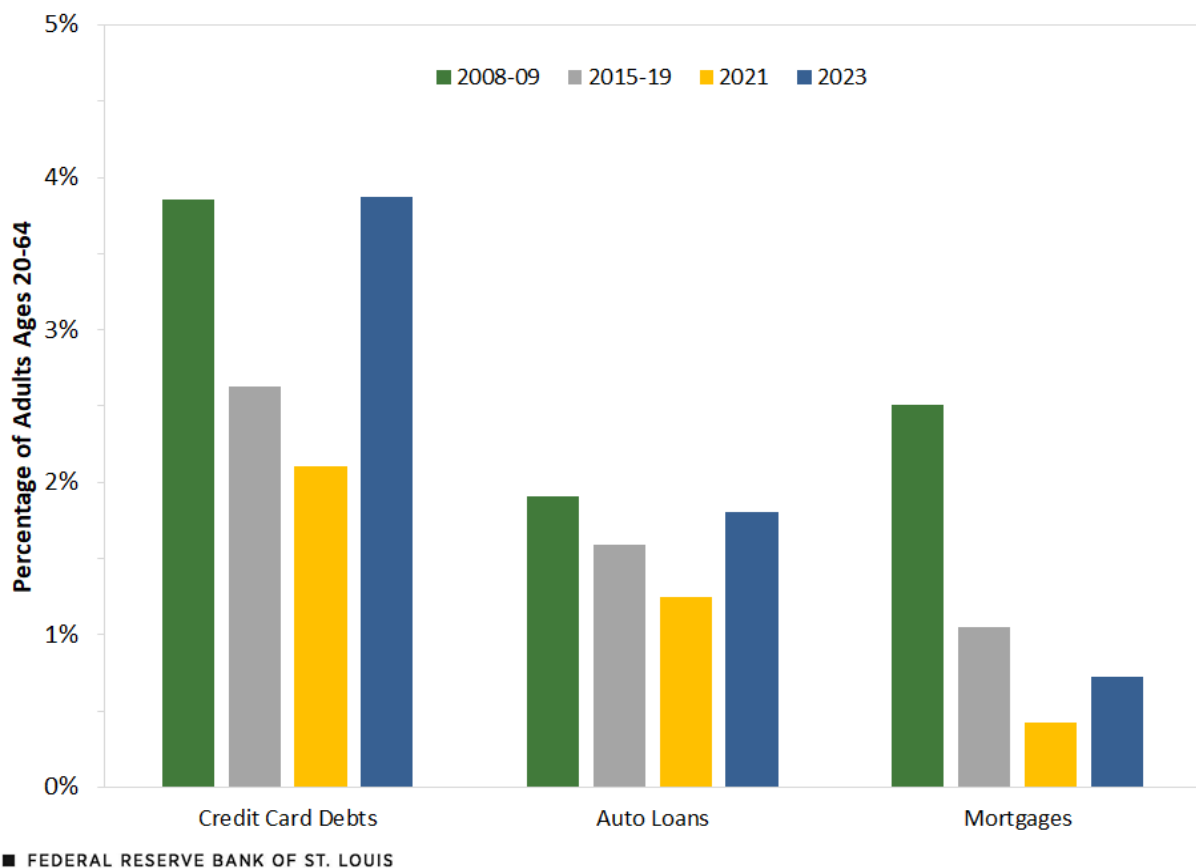
Graf č. 4: Vývoj depozit všech komerčních bank (biliony USD)



Zdroj: Federal Reserve Economic Data (2024, online)

Zároveň je podle dat americká populace stále více vystavována finanční zátěži z různých druhů úvěrů. Např. problémy s úvěry spojenými s kreditními kartami (roční úrok kolem 20 %) se pohybují na stejné úrovni jako během finanční krize 2008-9. Graf č. 5 v tomto kontextu ukazuje procento jednotlivců ve finančních problémech v rámci jednotlivých klíčových spotřebitelských odvětví. V rámci spotřeby obyvatelstva to z mého pohledu skutečně nevypadá na odraz ode dna a výrazný budoucí růst ekonomiky. V tomto směru tak zůstávám pesimistický.

Graf č. 5: Procento jednotlivců ve finančních problémech



Zdroj: Sánchez, Mori (2023, online)



Tvorba zásob je velmi zajímavé téma v tomto podání. Zvýšená tvorba zásob může mít dvě vysvětlení. Firmy očekávají budoucí zvýšenou poptávku po jejich zboží nebo firmy v daném roce prodaly mnohem méně, než očekávaly, a tak zbytek jejich produktů vstoupil do zásob, které se pro účel HDP počítají jako produkce mínus prodej. Růst zásob tak navyšuje HDP, ale nutně nemusí být pozitivním znamením. Co hovoří spíše pro druhou variantu vysvětlení je množství bankrotů v rámci USA. I když firemní bankroty se pohybují stále pod průměrem posledních 10 let, v roce 2023 množství bankrotů narostlo o 30 %. Co je zajímavější, oproti 2022, kdy zažádalo o bankrot 16 firem s aktivy nad 1 miliardu dolarů, v roce 2023 se tato hodnota měla zdvojnásobit, což je výrazně nad průměrem z let 2005–2022. Opět lze mít pochyby ohledně výrazně pozitivním budoucím vývoji ekonomiky.

Posledním makroekonomickým tématem, ke kterému se chci vyjádřit, je inflace a její soudobé "klesání" nejenom v USA ale třeba i v ČR. Stlačení inflace zpět na 2 % problém nekončí. Inflace ze své definice je změna cenové hladiny. Uvedu to na příkladu. Vezmeme si ekonomiku, která obsahuje pouze jeden produkt, jogurt. Jogurt v roce 2020 stál 20 Kč. Vlivem pandemie cena jogurt vzroste v roce 2021 na 22 Kč. To je inflace pro rok 2021 10 %. Následující rok cena opět vzroste o 2 Kč, ovšem inflace pro rok 2022 je už jenom 9,1 %. A v roce 2023 už vzroste jenom o 1 Kč, což je inflace 4,17 %. Inflace nám tak klesá nejenom samovolně, když počítáme ze stále vyššího základu, ale také při snižování rychlosti zdražování produktů. Proto inflace bez srovnání s růsty platů a obecně příjmů vykazuje skutečně velmi malou vypovídající hodnotu ohledně kvality života a kupní síly obyvatelstva. Cílem rostoucí ekonomiky není snížit inflaci na 2 %, ale zařadit růst reálného bohatství obyvatelstva. Tudiž v naší fiktivní ekonomice musíme dohnat 25% růst ceny jogurtu 25 % růstem mezd, abychom na tom byli aspoň stejně jako v roce 2020. Ovšem takové posílení kupní síly může opět vést k nárůstu inflace, která v historii skutečně nebyla pouhým jedním cyklem růstu a propadu, ale tímto cyklem si prošla několikrát za sebou. Tímto jsem se zabýval právě v minulém dopise. V tomto smyslu je tedy skutečně třeba si dát pozor na tvrzení typu: "inflace je zpět na 2 %, problém je zažehnán".

4 Zajímavosti z průběhu roku

V průběhu roku 2023 byl fond vystaven situacím, které tvoří připomínku nevyzpytatelnosti světového dění a nutnosti mít důvěru ve vlastní náhled na situaci, přičemž tento vlastní náhled ovšem musí vycházet ze získaných objektivních dat. Rovněž tyto momenty připomínají, že investování je nedokonalý systém závislý na technologiích a legislativní struktuře, kde se vyplatí mít zavedené pojistky proti jejich selhání. Chci se s Vámi o tyto jednotlivé momenty podělit formou tří případů firem: M.T.I Wireless Edge (MWE), Toaux (TOUP), Best of the Best (BOTB).

4.1 M.T.I Wireless Edge (MWE)

V případě MWE se jedná o firmu zaměřující se na tři různé činnosti. První činnost tvoří chytrá technologie zavlažování, kde firma dodává technologie pro zemědělství, které přes senzory ovládají celý systém zavlažování na daném pozemku. Druhou činností je distribuce a konzultační služby spojené s RF a mikrovlnou technologií, kde jedním z velkých klientů je i Izraelské ministerstvo obrany. Poslední činností je navrhování, vývoj a výroba specializovaných antén pro vojenské i komerční využití. Jak už asi Izraelské ministerstvo obrany napovědělo, jedná se o izraelskou firmu.



Nákup této firmy jsem dokončil dopoledne 6.10.2023. Další den, když jsem se probudil a začal číst novinky, nestačil jsem se skutečně divit. V 6 hodin ráno místního času se Hamas pustil do největší operace proti Izraeli za poslední desítky let, která obsahovala, mimo mnoha jiných ohavností, vystřelení 5500 raket na území Izraele a zavraždění téměř 1200 Izraelců. To samozřejmě vedlo k přehodnocení celého investičního záměru s touto akcí. Naštěstí se jednalo o sobotu a do otevření trhu bylo dost času. Po vyhodnocení všech faktů spojených s touto událostí jsem usoudil, že to je v dlouhém období spíše pro firmu příležitost a po propadu ceny jsem ještě navýšil pozici v této firmě. I tak je MWE nejhorším výsledkem v rámci fondu pro rok 2023, a to především z důvodu všeobecného propadu izraelského akciového trhu a izraelské měny. Skutečně výborná lekce v nepředvídatelnosti budoucího vývoje akcií i světového dění z pohledu tvorby analýzy a předpovědi budoucího vývoje firmy a jejího odvětví.

4.2 Toaux (TOUP)

Toaux je firma zaměřující se na leasing kontejnerů, vlakových vagonů a bárek. Zároveň k nim poskytují i jejich správu a údržbu. Provozují i investiční fond, v jehož rámci se zaměřují na stejnou činnost ale už pro třetí strany. Když se člověk podívá na Touax letmým pohledem, musí dát okamžitě ruce pryč. Malá firma s obrovským dluhem a ve vysoce kapitálově náročném odvětví s nízkou návratností kapitálu. Co horšího může být. A i díky tomu se firma prodávala a stále prodává pod svou účetní hodnotou. Když se ovšem podíváme hlouběji na dluh firmy, zjistíme, že zhruba 70 % tohoto druhu je tzv. "non-recourse" neboli bez možnosti postihu.

Firma funguje i na principu nákupu na objednávku od klienta a posléze pronájmu daného aktiva tomuto klientovi. Pokud by klient přestal platit a pro aktivum už nebude jiné využití, banka má nárok pouze na odejmutí daného aktiva, a ne na žádné další platby s tím spojené. Hodnotu dluhu lze tak jednoduše odečíst od hodnoty aktiv společnosti. Účetní hodnota v tomto případě ovšem neodpovídá skutečné hodnotě aktiv firmy. Aktiva firmy mají velmi dlouhou dobu opotřebení. Vlakové vagóny mezi 40-50 lety a kontejnery 15 let převozu na vodě a pak další 20 let možnosti využití na souši. Je třeba tak použít spíše určení ceny pomocí nákladů na nahrazení aktiva. A právě v tomto případě se ceny v rámci času posunuly výrazně výše. Konečná odhadnutá skutečná cena aktiv firmy se tak v době nákupu pohybovala podle odhadů mezi 20-22 euro za akcii. Cena akcie byla 8,2 eura a účetní hodnota v okolí 12 euro za akcii. Toto ocenění jsem si vysvětloval v dané době vysokým dluhem společnosti v páru s očekáváním přicházející recese, což by firma určitě pocítila.

Následně ovšem po nákupu se cena firmy dále propadala a klesla až na 3,85 euro za akcii, což bylo méně než třetina účetní hodnoty. Během dané doby jsem neustále vyhledával informace, které by ospravedlnily takový pokles. Žádné takové informace jsem nenašel, a proto jsem postupně dokupoval, jelikož z mého pohledu příležitost narůstala. Dokoupil jsem za 5 euro za akcii a pak za 4 eura za akcii, což vedlo k naředění původní vstupní ceny a na konci roku po opětovném růstu ceny se firma pohybuje v okolí breakeven (náklady na nákup akcie se rovnají její současné hodnotě). Je tak skutečně důležité nehodnotit společnost podle vývoje tržní ceny, ale soustředit se na vývoj vnitřní hodnoty, která po celou dobu pohybovala na stále stejné úrovni. Jak už říkal Benjamin Graham: "In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.". Volně



přeloženo, trhy v krátkém období jsou o popularitě, ale v dlouhém období jsou o kvalitě. A na to sazí i náš fond.

4.3 Best of the Best (BOTB)

Tato společnost provozuje online hru založenou na principu náhody (ovšem podle UK práva se nejedná o loterii, a tak má jiný daňový status). Jedná se o způsob mikrotransakcí, za které se kupují body pro možnost vložení tipu na výhru, kterou si soutěžící vybere. Společnost prošla restrukturalizací, kde z kamenných poboček přešla čistě do online prostoru. Stala se tak vysoce ziskovou, s malými náklady na kapitál a možnosti rychlého růstu bez nutnosti investovat velký dodatečný kapitál.

V době, kdy jsem firmu analyzoval, měla společnost asi 1,8M aktivních hráčů. Typ této hry "Spot the Ball" byl známý především v historii ve formě obrázků v novinách a v té době měl kolem 3 milionů hráčů pouze ve Velké Británii. Online forma této hry by mohla mít mnohem více soutěžících, a to nejen ve Velké Británii. A očividně jsem nebyl jediný tohoto názoru, jelikož firma Global Invest Limited Playtech miliardáře Teddy Sagiho koupila 30% podíl ve firmě v srpnu 2022. Můj záměr byl koupit tuto firmu na přelomu roku 2022 a 2023. Bohužel vznikl problém u brokera, který, přestože indikoval možnost nákupu této akcie, nakonec neumožnil tento nákup provést, jelikož se vyskytl problém v rámci jejich "compliance office". O to hůř, že tohle byl první akciový nákup do fondu a hned byl fond nucen hledat alternativního brokera. To se samozřejmě povedlo, ovšem příliš pozdě a cena společnosti vystoupala příliš vysoko pro obhájení nákupu za danou cenu. Později v polovině roku 2023 Global Invest Limited oznámil, že koupí zbytek společnosti za 5,3 libry za akcii. Fond tak přišel zhruba o 55 % anualizovaného výnosu z této investice. Důležitá lekce zde je vždy přemýšlet ne pouze nad analytickou částí, ale také nad technickým provedení nákupu a úkonů s ním spojených, protože ne všechno, co broker tvrdí, je pravda.

5 Závěr

Jedna z krásných věcí ohledně řízení fondu a analyzování firem je, že člověk má možnost se pořád učit. Problémy, které je člověk nucen řešit často bývají jak výzvou intelektu, tak i odhodlání. Člověk trpící intelektuální zvědavostí si skutečně přijde na své. Je důležité si pokládat správné otázky a, jak jsem se naučil od zesnulého Charlieho Mungera, "invert, always invert" neboli neptat se jenom např. na to, co pro společnost může být pozitivní, ale také i na to, co pro ni může být katastrofou. To, co se snažím dělat v rámci našeho fondu, opět nejlépe vystihl sám Charlie. A i z mé strany, jelikož jsem ho vnímal jako svého mentora a vzor, bych chtěl tímto citátem, který nechám v angličtině, uctít jeho památku: "Spend each day trying to be a little wiser than you were when you woke up. Discharge your duties faithfully and well. Systematically you get ahead, but not necessarily in fast spurts. Nevertheless, you build discipline by preparing for fast spurts. Slug it out one inch at a time, day by day."

Za Value Owls Capital Management a s poděkováním,

Roman Holík



6 Seznam použitých zdrojů

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. Deposits, All Commercial Banks. [2024]. online. [cit. 2024-01-22]. Dostupné z: <<https://fred.stlouisfed.org/series/DPSACBW027SBOG>>.

PERRITT CAPITAL MANAGEMENT. Dollar Strength And Small-Cap Stock Returns. [2018]. online. [cit. 2024-01-22]. Dostupné z: <<https://www.perrittcap.com/wp-content/uploads/Perritt-Research-Dollar-Strength-and-Small-Cap-Stock>Returns3-1.pdf>>.

SÁNCHEZ, Juan M., MORI, Matasaka. Share of Americans in Financial Distress Reaches High Levels. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2023. Dostupné z: <<https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2023/dec/share-americans-financial-distress-reaches-high-levels>>.

WALL STREET JOURNAL. It's the Magnificent Seven's Market. [2023]. online. [cit. 2024-01-22]. Dostupné z: <<https://www.wsj.com/finance/stocks/its-the-magnificent-sevens-market-the-other-stocks-are-just-living-in-it-5d212f95>>.