

# VALUE OWLS MICROCAP



## DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ ROKU 2024

**Roman HOLÍK**

Správce fondu Value Owls  
MicroCap

Ing. Roman Holík

Správce portfolia VOM

[spravce@valueowls.cz](mailto:spravce@valueowls.cz)

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

Pražákova 1008/69, Štýřice, 639 00 Brno

<http://valueowls.cz>

**Brno 22.1.2025**



### Obsah

1	Úvodní slovo .....	3
2	Výsledky fondu v roce 2024 .....	3
2.1.	Poplatky a kapitálová struktura fondu .....	6
3	Komentář k vývoji trhů .....	8
4	Zajímavosti z průběhu roku .....	10
4.1.	Volatilita jako přítel .....	10
4.2.	Text SA a nutnost být stále na špičkách .....	11
4.3.	Touax, ach ty jazyky .....	12
5	Změny v rámci legislativy spojené s fondem .....	13
6	Závěr .....	13



### 1 Úvodní slovo

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

Jistě jste si už povšimli, že fond vstupuje do nového roku s novým jménem. Jak jsem avizoval v dopise za první pololetí, dne 1.7.2024 začalo platit nové nařízení ohledně alternativních investičních fondů podle ZISIF §15. Současné jméno strategie zní Value Owls Microcap a současné jméno společnosti zastřešující tuto strategii je Value Owls, osoba rizikového kapitálu, s.r.o. Takové jméno jsem si ne zvolil pro firmu sám. Osoba rizikového kapitálu tvoří součást jména právě na základě nových nařízení. Pro připomenutí znovu vypíši změny níže.

Fond má za sebou úspěšné období roku 2024. Od posledního dopisu přibylo v portfoliu 6 firem. Poslední firma byla nakoupena na úplném začátku roku 2025. V průběhu roku také došlo k revizi tzv. kandidátského listu firem, který v době psaní této zprávy obsahuje 31 firem. Na začátku minulého roku jsem zmínil plán fondu, kdy do konce roku 2024 bude portfolio naplněno 20 pozicemi v rozdílných firmách. To se bohužel nepodařilo naplnit. Existují proto 2 hlavní důvody. V žádném případě se nechci vymlouvat, ale mým záměrem je plně informovat spoluinvestory o dění ve fondu, a proto tyto důvody zmíním. Prvním důvodem je, že se ne všechny zamyšlené pozice podařilo nakoupit, jelikož jejich cena už přesahovala pro mě přijatelnou výši. Druhým důvodem je, že během roku došlo k odprodání 2 pozic v rámci portfolia fondu. První z těchto dvou zastupuje v minulém dopisu zmíněná pozice New Work SE (NWO), kdy se majoritní majitel firmy rozhodl stáhnout ji z trhu; a druhá Text SA (TXT), kterou fond držel v průběhu roku a rozhodl jsem se, že nové směřování vytyčené managementem firmy je špatným směrem a pozici jsem odprodal. Více o Text SA v zajímavostech níže. Fond tedy v době, kdy píšu tento dopis, drží 19 pozic v různých firmách po celém světě. Tento nedostatek hodlám v blízké době napravit.

Dříve jsem zmiňoval problém s přístupem na korejskou burzu. Na základě zejména demografického a politického vývoje země už ovšem nebudu o vstup na korejskou burzu usilovat. Počet narozených dětí na ženu v Jižní Koreji je v okolí 0,7. Pro porovnání, pro udržení konstantního množství populace je potřeba zhruba 2,1 narozených dětí na jednu ženu. Z toho vyplývají výrazné problémy pro chod státu i pracovní sílu v delším období. Jsem si určitě vědom argumentů, že tohle jsou přesně důvody, proč by mohly být na Korejské burze zajímavé tituly, ale v současnosti jsou zajímavé tituly i jinde bez nutnosti procházet zdoluhavým procesem, který by malý fond, jako je ten náš, musel absolvovat.

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 MC<sup>1</sup>, (ii) RUSSELL Microcap®, (iii) RUSSELL 2000,

---

<sup>1</sup> MC znamená Micro Cap (v USD).



(iv) MSCI WORLD SC<sup>2</sup>, (v) VOM fond<sup>3</sup> (vi) DOW<sup>4</sup> (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. – 31.12.2024 (v USD)

MSCI WORLD MC	RUSSELL Microcap®	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	<b>VOM fond</b>
+6,13 %	+13,7 %	+11,54 %	+8,65 %	<b>+17,63 %</b>

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 výrazného oslabení CZK vůči USD a mírného oslabení vůči EUR (konkrétně se jedná o vývoj za předmětné období 2.1. – 31.12.2024 o hodnotách 8,03 % USD/CZK a 2,03 % EUR/CZK). Takto přepočtené výnosy jsou uvedeny v tab. č. 2. Co se týká přepočtu portfolia, zvolil jsem metodiku indexace na USD. Pomocí přepočtu všech jednotlivých pozic, které jsou celkem už v 9 různých měnách, včetně úroků a dividend, na USD. Proto se výnos v CZK liší od posunu 8,03 % USD/CZK oproti ostatním indexům. Indexaci jsem zvolil hlavně z důvodů přesnějšího srovnání portfolia fondu s indexy denominovanými v USD. Přepočít fondů denominovaných v USD na CZK je už druhořadé pro srovnání portfolia s indexy a dělalo se na základě změny kurzu USD/CZK.

Tab. č. 2: Výnos fondu ve srovnání s konkurenčními indexy za období 2.1. – 31.12.2024 (v CZK)

MSCI WORLD MC	RUSSELL Microcap	RUSSELL 2000	MSCI WORLD SC	<b>VOM fond</b>
+14,16 %	+21,73 %	+19,57 %	+16,68 %	<b>+24,11 %</b>

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Celkový hrubý výnos fondu v CZK činil 24,11 %. Fond tak ve svém působení výrazně převýšil svými výsledky konkurenční indexy sledující oblasti Microcapu (Mikro kapitalizace) a Smallcapu (Malá kapitalizace). Je třeba ovšem zmínit, že zrovna tyto indexy 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.

Stejně tak chci zdůraznit, že v současnosti MSCI World Micro Cap Index (MSCI WORLD MC) nabízí nejrelevantnější srovnání se strategií fondu. Je to z důvodu složení indexu na základě geografie alokace kapitálu a zaměření na Microcap společnosti. Jak můžete vidět na obrázcích níže (MSCI WORLD MC index vpravo), portfolio našeho fondu je sice více zatíženo na Severní Ameriku a Velkou Británii na úkor Japonska a dalších méně zastoupených zemí, ale stále je MSCI WORLD MC indexu velmi podobné. Stejně tak zastoupení pozic v denominaci EUR by se rozpadlo na jednotlivé státy v rámci metodologii MSCI WORLD MC

<sup>2</sup> SC znamená Small Cap (v USD).

<sup>3</sup> VOM znamená Value Owls Microcap.

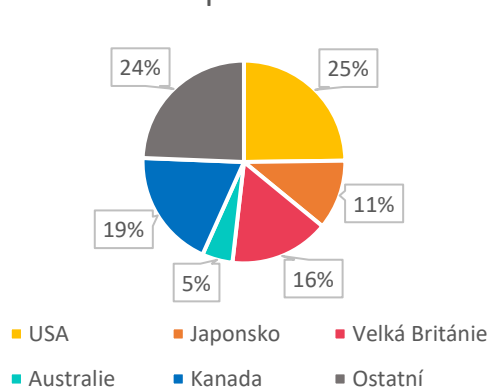
<sup>4</sup> DOW znamená Dow Jones Industrial Average.



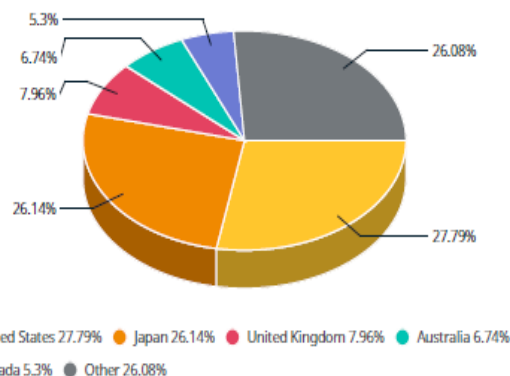
indexu, jelikož fond drží pozice ve Francii, Nizozemsku a Německu. Tyto země tak zapadly do kolonky ostatní i s Polskem (PLN) a Norskem (NOK).

Graf č. 1: Geografické rozložení pozic (výsledky platné k 31.12.2024)

Geografická alokace otevřených pozic



COUNTRY WEIGHTS

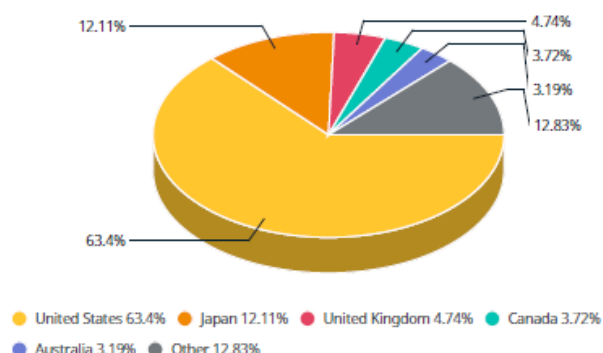


Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování a fact sheetu MSCI World Micro Cap Indexu (v USD) k 31.12.2024 (<https://www.msci.com/documents/10199/bb1a8751-be89-4172-b732-853da686b9a6>)

Pouze pro srovnání MSCI World Small Cap index (MSCI WORLD SC), který si fond stanovil při svém založení jako benchmark, vůči kterému se chce porovnávat, nabízí geografickou alokaci kapitálu viz graf č. 2.:

Graf č. 2: Geografické rozložení pozic (výsledky platné k 31.12.2024)

COUNTRY WEIGHTS



Zdroj: Fact sheet MSCI World Small Cap Index (v USD) k 31.12.2024 (<https://www.msci.com/documents/10199/255599/msci-world-small-cap-index.pdf>)



Je možné, že fond v budoucnu přehodnotí svůj benchmark z MSCI WORLD SC na MSCI WORLD MC (pokud index MSCI WORLD SC bude pokračovat s tak výraznou alokací kapitálu v USA), aby benchmark lépe odrážel jednak zaměření na konkrétní velikost společností a jednak geografickou alokaci portfolia. Ovšem cíl zhodnocení aktiv fondu zůstane nezměněn.

Tab. č. 3: Výnos fondu ve srovnání s největšími indexy za období 2.1. – 31.12.2024 (v USD)

S&P 500	NASDAQ	DOW	MSCI WORLD	<b>VOM fond</b>
+25,02 %	+29,58 %	+14,99 %	+19,19 %	<b>+17,63 %</b>

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Bohužel v porovnání s největšími fondy v rámci světových investičních trhů fond zůstal pozadu.

Situace z první poloviny roku 2024, kterou jsem zmiňoval se vůbec nezměnila ani dokonce roku. Tzv. „Magnificent Seven“ neboli sedm největších firem S&P 500 se postaralo o zhruba 53 % celkového výnosu S&P 500 a na konci roku zastupovalo zhruba 1/3 celkové hodnoty indexu. Z toho pouze Nvidia, tj. jediná společnost, byla zodpovědná za 1/5 celkového výnosu indexu v roce 2024. Připomenu, že fond obsahuje mimo ně ještě dalších 496 firem. Trend poháněný přesvědčeními o AI (umělé inteligenci) tak stále pokračoval. Nedávno jsem vyslechl velmi zajímavý názor, že růst největších společností, které jsou nějakým způsobem propojeni s oblastí AI, vychází ze situace právě na trzích spojených s AI. Vývoj těchto řešení a jejich následný rozvoj je výrazně nákladný, a tak jsou firmy, vyvíjející tyto technologie, nuceny se obrátit na už na trhu zaběhlé firmy, které nemají příliš hluboko do kapsy. To právě bývají firmy obsažené v „Magnificent Seven“ jako Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon atd. Stejně tak jsou ty stejné firmy velmi dobrým zdrojem obrovského množství unikátních dat, na kterých se dají AI velmi dobře vytrénovat. Spojení s těmito firmami tak dává velký smysl. Je tedy pochopitelné očekávání trhů, že vítěz v AI s velkou pravděpodobností vzejde od některé z těchto firem. Vítěz ovšem může být v tomto smyslu pouze jeden.

## 2.1. Poplatky a kapitálová struktura fondu

Náklady a poplatky se oproti první polovině roku 2024 nezměnily, i když jsou započteny do výpočtů pro celý rok. Je to spojeno s jejich výpočtem. Udávané hodnoty jsou vzhledem k celkové hodnotě portfolia (NAV) k 31.12.2024 neboli jejich procentuální podíl na NAV k 31.12.2024. NAV se během roku rozrostl nejenom díky zhodnocení investic, ale také díky přílivu nových peněz do fondu.

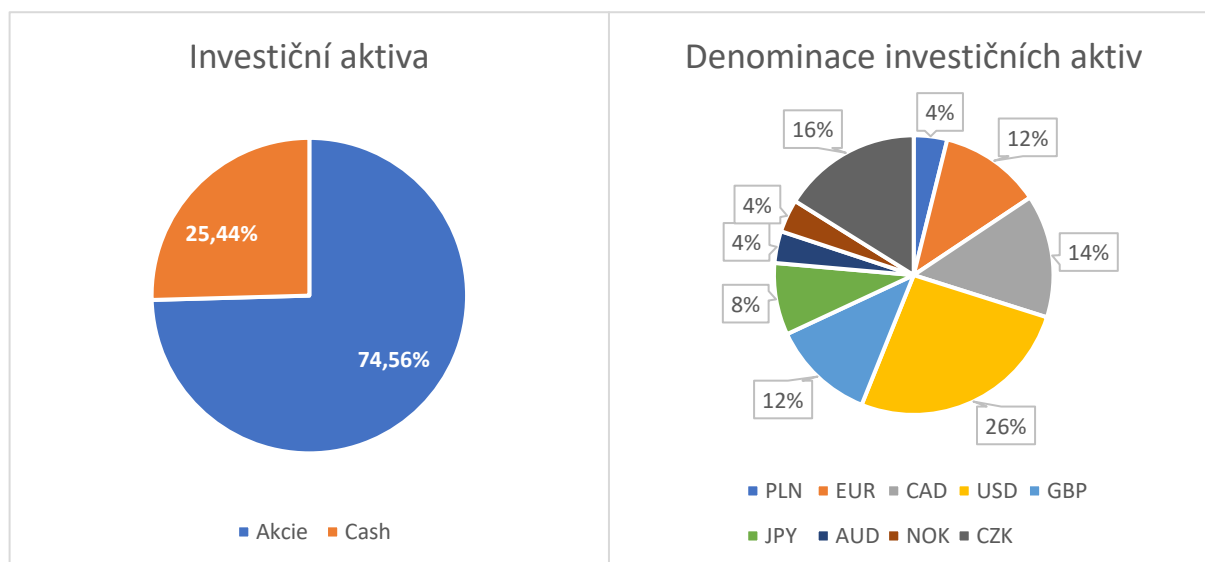


Tab. č. 4: Náklady a čistý výnos fondu

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v roce 2024	0,11 p. b.
Poplatky spojené s provozem fondu v roce 2024 (řádek 3 + 4)	2,66 p. b.
Poplatky za správu aktiv fondu (management fees)	0,44 p. b.
Poplatky za výkon kapitálu fondu (performance fees)	2,22 p. b.
<b>Čistý výnos spoluinvestorů VOM v roce 2024</b>	<b>20,68 %</b>

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Graf č. 3: Kapitálová struktura fondu (výsledky platné k 31.12.2024)



Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Z hlediska struktury kapitálu v rámci fondu je zhruba 75 % investováno do akcií a 25 % drženo v hotovosti. 26 % podíl USD a 16 % podíl CZK na celkovém portfoliu je výsledkem rozhodnutí držet hotovost v USD a CZK a čerpat tak úroky mezi 2 a 3 % na nevyužívanou hotovost.

Bohužel stále není zainvestovaný plný objem prostředků v portfoliu fondu. Jak jsem vysvětlil výše, v nejbližší době bude tento nedostatek napraven. Ovšem plné zainvestování nutně neznamená nemít volné hotovostní prostředky pro příležitostný nákup pozice nebo navýšení pozice v rámci už držené firmy. Plné zainvestování se tak v dohledné době bude pohybovat zhruba v okolí 90 % portfolia v akciích. Navíc graf rozdělení investičních aktiv platí k 31.12.2024, tzn. před nákupem poslední pozice na začátku ledna 2025. Současný poměr je zhruba 21/79.



### 3 Komentář k vývoji trhů

Poslední dva až tři roky se skutečně nesly ve znamení AI (umělé inteligence) a všech různých možností, jakými by AI mohla zvýšit produktivitu práce. Jak už jsem zmínil, nejvíc z toho profitovaly velké společnosti, které se různými způsoby v této oblasti pohybují nebo mají zájem se pohybovat. Stále platí skutečnosti, které jsem rozebíral v dopise z konce roku 2023. Současný růst indexu S&P 500 složeného z největších společností na americké burze, nemůže mít dlouhodobého trvání. Rozhodně ne pokud poráží indexy složené z malých společností, které v historii měly mnohem dynamičtější růst. Zmíním historická data, které naznačují, že v budoucnosti by mělo investování do malých společností být opět výnosnější než investice do velkých společností.

Výnosy indexů nad 18 % jsou výrazně nadstandardní. Pro představu průměr výnosů S&P 500 (reprezentační index pro velké firmy) je v okolí 10 % za posledních 100 let. Když se podíváme na S&P 500 od roku 1928, zjistíme, že pokud nastanou dva po sobě následující roky s výnosy nad 18 %, zpravidla následuje korekce ve formě podprůměrného pozitivního nebo negativního výnosu.

Tabulka č. 5: Hrubé výnosy S&P 500 od roku 1928

S&P 500: Total Returns (1928 - 2024)									
Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return
1928	43.8%	1948	5.7%	1968	10.8%	1988	16.6%	2008	-37.0%
1929	-8.3%	1949	18.3%	1969	-8.2%	1989	31.7%	2009	26.5%
1930	-25.1%	1950	30.8%	1970	3.6%	1990	-3.1%	2010	15.1%
1931	-43.8%	1951	23.7%	1971	14.2%	1991	30.5%	2011	2.1%
1932	-8.6%	1952	18.2%	1972	18.8%	1992	7.6%	2012	16.0%
1933	50.0%	1953	-1.2%	1973	-14.3%	1993	10.1%	2013	32.4%
1934	-1.2%	1954	52.6%	1974	-25.9%	1994	1.3%	2014	13.7%
1935	46.7%	1955	32.6%	1975	37.0%	1995	37.6%	2015	1.4%
1936	31.9%	1956	7.4%	1976	23.8%	1996	23.0%	2016	12.0%
1937	-35.3%	1957	-10.5%	1977	-7.0%	1997	33.4%	2017	21.8%
1938	29.3%	1958	43.7%	1978	6.5%	1998	28.6%	2018	-4.4%
1939	-1.1%	1959	12.1%	1979	18.5%	1999	21.0%	2019	31.5%
1940	-10.7%	1960	0.3%	1980	31.7%	2000	-9.1%	2020	18.4%
1941	-12.8%	1961	26.6%	1981	-4.7%	2001	-11.9%	2021	28.7%
1942	19.2%	1962	-8.8%	1982	20.4%	2002	-22.1%	2022	-18.1%
1943	25.1%	1963	22.6%	1983	22.3%	2003	28.7%	2023	26.3%
1944	19.0%	1964	16.4%	1984	6.1%	2004	10.9%	2024	25.0%
1945	35.8%	1965	12.4%	1985	31.2%	2005	4.9%		
1946	-8.4%	1966	-10.0%	1986	18.5%	2006	15.8%		
1947	5.2%	1967	23.8%	1987	5.8%	2007	5.5%		

Zdroj: X, Charlie Bilello

(<https://x.com/charliebilello/status/1876734527185256572/photo/1>)



Jak si můžete všimnout, existují i výjimky k pravidlu dvou po sobě jdoucích nadstandardních výsledků. Stejně tak ale platí, že čím déle tyto nadstandardní výsledky trvají, tím tvrdší je následující korekce. Existuje tak velká pravděpodobnost, že v roce 2025 proběhne korekce indexu S&P 500. To samo o sobě nemusí být nutně špatná zpráva pro malé společnosti. S&P 500 výnosy jsou poháněny z velké části pouze 7 společnostmi. V roce 2023 se těchto 7 firem podílelo na zhruba 2/3 celkového výnosu indexu a v roce 2024 to bylo 53 %. Korekce S&P 500 by se tak měla týkat především těchto velkých firem a obecně poslední dva roky přehlížené malé společnosti by se mohly opět dostat do hledáčku investičních fondů.

Často zde zmiňuji malé a velké společnosti. Pokud budeme řešit americký trh, zvolíme si jako reprezentanta malých společností index Russell 2000 a S&P 500 jako reprezentanta velkých firem. Od roku 2017 až na jednu výjimku S&P 500 poráží Russell 2000. Takové období nastalo za posledních 50 let pouze dvakrát. Během éry „Nifty Fifty“, která v 70. letech minulého století vyústila v propad společností, které předtím byly vnímány jako neporazitelné a „Dot com“ bublinu, která praskla v roce 2000. Následně po těchto událostech Russell 2000 index opět začal porážet S&P 500 index. A tyto dvě události/období nejsou vzdálené dnešku. Stejně jako během „Nifty Fifty“ éry i dnes existují firmy, které vypadají neporazitelně. Sedmička největších společností S&P 500 přezdívaná „The Magnificent Seven“ (Velkolepá sedmička) je výborným příkladem. Zároveň v současnosti probíhá skutečný rozmach umělé inteligence stejně jako během „Dot com“ éry, kdy probíhal rozmach internetu jako budoucího zázraku produktivity práce. Nedokáží přesně určit, jestli se současnost podobá více éře „Nifty Fifty“ nebo „Dot com“ nebo dokonce nějakému průniku či kombinaci těchto ér. Existuje také možnost, že se mýlím. Pokud ovšem je na tom minimálně něco pravdy, pak je mnohem důležitější, co následovalo po těchto érách, a to byl výrazný růst malých společností. Ukáži na příkladu s érou „Dot com“. V tabulce jsou vyznačeny výsledky indexů Russell 2000 (R2000) a S&P 500 (S&P 500) na 3. a 4. řádku a 1. a 2. řádek obsahuje celkový majetek, pokud bychom na úplném konci roku 1993 vložili do obou indexů 100 USD. Ve sloupcích vyznačených zelenou S&P 500 poráží ve výnosech Russell 2000 a u modrých je to naopak.

Tabulka č. 6: Hrubé výnosy S&P 500 a Russell 2000 (1994-2006)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
S&P 500	100	101,32	139,3961	171,4014	228,5809	293,9093	355,7478	
R2000	100	98,2	126,187	147,0079	179,9376	175,4392	212,8077	
S&P 500 Return		1,32 %	37,58 %	22,96 %	33,36 %	28,58 %	21,04 %	
R2000 Return		-1,80 %	28,50 %	16,50 %	22,40 %	-2,50 %	21,30 %	
	1993	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
S&P 500	100	323,3748	284,8932	221,9318	285,6262	316,7595	332,2807	384,781
R2000	100	206,4235	211,5841	168,2093	247,7724	293,1147	306,598	363,012
S&P 500 Return		-9,10 %	-11,90 %	-22,10 %	28,70 %	10,90 %	4,90 %	15,80 %
R2000 Return		-3,00 %	2,50 %	-20,50 %	47,30 %	18,30 %	4,60 %	18,40 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování a Charlie Bilelloho dat (<https://x.com/charliebilello/status/1806085095423725917>)

Tabulka krásně ukazuje jaký nadskok získal index S&P 500 během prvních 6 let ohledně zhodnocení investice. Ovšem následujících 7 let index S&P 500 výrazně zaostal za výnosem indexu Russell 2000. Konečné zhodnocení investic za toto období je velmi podobné. To



samo o sobě není dobrá zpráva pro Russell 2000 nebo obecně pro strategii našeho fondu. Nicméně myslím, že se nacházíme v období, kdy dává smysl se na menší společnosti soustředit.

Tabulka č. 7: Hrubé výnosy S&P 500 a Russell 2000 (2017-2024)

	1993	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
S&P 500	100	918,3494	877,9421	1154,494	1366,921	1759,227	1440,807	1819,739	2275,038
R2000	100	822,736	731,2477	917,8622	1101,067	1264,246	1005,834	1176,122	1311,846
S&P 500 Return		21,80 %	-4,40 %	31,50 %	18,40 %	28,70 %	-18,10 %	26,30 %	25,02 %
R2000 Return		14,58 %	-11,12 %	25,52 %	19,96 %	14,82 %	-20,44 %	16,93 %	11,54 %

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování a Charlie Bilelloho dat (<https://x.com/charliebillelo/status/1806085095423725917>)

"Historie se neopakuje, ale rýmuje," je citát, který je připisován Marku Twainovi, a poprvé jsem ho slyšel od Howarda Markse v jednom z jeho memorand. Nelze než souhlasit s tímto tvrzením. I když v tabulce nám úplně nesedí rok 2020, musíme připustit, že to nebyl úplně normální rok, co se týká finančních trhů nebo života obecně. Proto mu nepřikládám takovou váhu jako ostatním rokům uvedených v tabulce č. 7. A z mého pohledu tedy existuje velká pravděpodobnost na základě toho, co víme, že následujících 5-7 let bude nadprůměrných pro malé společnosti, jelikož se můžeme nacházet ve zlomovém bodě nebo mu velmi blízko, stejně jako byl v tabulce výše rok 2000. A jak určitě víte, fond má strategii jejíž časový horizont je 5 let. Fond by tak z této situace, pokud ji čtu správně, měl výrazně profitovat.

#### 4 Zajímavosti z průběhu roku

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

##### 4.1. Volatilita jako přítel

V druhé polovině tohoto roku se fondu dlouhodobě nedařilo koupit pozici v japonské společnosti za cenu, která by se mi líbila. Společnost se pohybuje ve velmi lukrativním odvětví CRO (Contract Research Organization<sup>5</sup>), kde spolupracuje s velkými farmaceutickými společnostmi, které na ni přenáší velkou část povinností se sběrem, vyhodnocování a reportování ohledně léků na trhu. Firma se mi zdála kvalitní, management rozumný ale bohužel cena tomu odpovídala, i když se nepohybovala příliš nad mnou stanovenou nákupní cenou. Měl jsem tak aktivní příkaz na nákup akcií této firmy za fixně stanovenou cenu. Japonský index Nikkei 225 v následujících 3 obchodních dnech začínajících 1. srpna ztratil zhruba 19 % své hodnoty a obecně celý japonský akciový trh zažil výrazný propad. Důvodem byl už v rámci historie dobře zaběhnutý tzv. „Yen carry trade“. Jedná se o investiční strategii, kdy si investor půjčí v měně s velmi malými úroky (Yen) a pak tuto měnu promění v měnu s mnohem většími úrokovými mírami jako je USD. Navíc je výhoda, pokud dlouhodobě USD posiluje vůči Yenu, což znamená, že držení USD místo Yenu vám už jako takové přináší výnos, jelikož vás zaplacení půjčky v Yenech bude stát v budoucnu méně. Avšak bohužel pro tuto strategii, 31. července Japonská centrální

<sup>5</sup> Společnosti poskytující podporu farmaceutickému, biotechnologickému a zdravotnickému průmyslu ve formě výzkumných služeb outsourcovaných na smluvním základě.



banka překvapila zvýšením úrokových měr celý trh, což vedlo nejenom ke zdražení půjček v Yenech, ale také k posílení Yenů vůči USD. To vedlo k masivní snaze o vystoupení z těchto strategií a zaplacení půjček, které byly z velké části zainvestovány i na Japonských akciových trzích, a tedy i k nutnosti odprodeje těchto pozic. To vedlo k propadu japonských akciových trhů a posléze z části i amerických, jelikož proměněné Yeny v USD byly zainvestovány i na amerických trzích.

Pro nás tento propad znamenal nakoupit za dobrou cenu a bez problémů s Yenem, jelikož strategii „carry trade“ náš fond neprovozuje. Je to krásná ukázka, jak volatilita na trzích může být, a s naší strategií v naprosté většině případů je, přítel. Je nutné si uvědomit, že cenová volatilita není volatilitou vnitřní hodnoty společnosti. I když v průběhu roku cena firmy může oscilovat v rámci desítek procent, neznamená to, že i její skutečná hodnota osciluje stejným způsobem. Pokud fond stanoví určitou vnitřní hodnotu, která se blíží reálné hodnotě společnosti a pokud fond nenakupuje na dluh, cenová volatilita směrem dolů vytváří pouze příležitost dokoupit akcie za ještě lepší cenu a volatilita směrem nahoru, pokud je pozice už nakoupena, je vítána. U malých společností je vyšší volatilita poměrně běžná. Tato volatilita je i důvodem smluvní 3leté fixace vložených peněz do fondu. Může se totiž stát, že cenová volatilita způsobí v jednom roce negativní výsledek, a tak bych chtěl spoluinvestory ochránit před rozhodnutím na základě cenové volatility, která pro nás není v naprosté většině případů nepřítelem.

#### **4.2. Text SA a nutnost být stále na špičkách**

Na začátku září jsem koupil do portfolia zajímavou polskou firmu Text SA. Jejím produktem byla platforma pro řízení, zjednodušení a AI data-mining textové komunikace se zákazníkem s nástroji na získávání nových klientů a management komunikace se zákazníky. I když to nebývá zvykem u evropských společností, Text SA měl a nespíš ještě stále má zhruba 10% podíl na US trhu. Byla dle mého názoru usazena na správné části trhu. Celý trh takového softwaru nabízí vše od řešení zdarma až Enterprise balíčky pro obrovské společnosti stojící tisíce dolarů. Text SA se zaměřovala na malé a středně velké společnosti, které potřebovaly sofistikovanější řešení, než nabízela řešení zdarma, ale už ne tak komplexní jako nabízela řešení pro velké firmy za ohromné ceny. Dá se tak říci, že Text SA měl svoji mezeru na trhu, kterou si udržoval i na základě jejich metody naceňování služeb. Text SA má totiž pravidlo, že nezvedá ceny jednoduše na základě nákladů, ale spíše stanovuje cenu na základě nabízené hodnoty zákazníkovi. Pokud tak dodají vyšší hodnotu klientovy, naučtují si vyšší poplatek. Text SA dokonce umožňuje externím developerům vyrábět pluginy a další vylepšení jejich platformy a prodávat je přes jejich Marketplace přímo koncovým uživatelům. Navíc v Polsku platí zákon, který ustanovuje tzv. IP Box. Tzn. že pokud je duševní vlastnictví vyvinuto v Polsku (software do toho spadá), daná firma v Polsku ze zisku z tohoto duševního vlastnictví platí pouze 5% daň. I z tohoto důvodu má firma ziskovou marži v okolí 50 %.

Poměrně záhy po nákupu této společnosti však přišla firma s nápadem vývoje Suite řešení, které má být velmi komplexním balíčkem služeb, který z mého pohledu míří na konkurenci v rámci větších firem. Bohužel pro Text SA, podle mého přesvědčení, se jedná o odvětví, kde se svou nabídkou nemají žádnou šanci uspět, jelikož komplexnost nabízených služeb pro větší firmy je nesmírná a zahrnuje balíčky, které nabízí služby daleko přesahující možnosti Textu SA. Navíc vyplavaly napovrch některé tweety CEO Text SA, který přistupoval ke konkurenci jako k něčemu, čím se není třeba zabývat. To rozhodně není ideální přístup k řízení firmy a značně to podkopalo moji důvěru v management. Protože



do fondu kupuji akcie, kde vidím potenciál pro dlouhodobý růst, společnost Text SA jsem prodal. Nevěřím, že s novou strategií cílení na větší firmy uspějí a myslím, že managementu příliš stoupl do hlavy úspěch z minulých let, pokud jsou ochotni dělat veřejně taková prohlášení a pouštět se do boje s mnohem lépe usazenými firmami mimo jejich část trhu.

Proto je skutečně důležité sledovat dění ve firmách, které má fond v portfoliu, a to především u menších firem, kde změna směřování firmy je otázkou pouze jednoho nebo maximálně pár jednotlivců a zároveň tyto mále firmy na těchto jednotlivcích stojí a jejich ztráta se může výrazně negativně podepsat na budoucnosti firmy.

### 4.3. Touax, ach ty jazyky

Už je to nějaký čas, co jsem psal o Touaxu a musím říct, že je to bez jakýchkoliv pochybností v současnosti nejhorší pozice fondu. Touax je francouzská společnost, která operuje v železniční a bářkové dopravě a v pronájmu převozních lodních kontejnerů. Už nějakou chvíli mi tato akcie pije krev, jelikož nevidím důvod, proč by se cena této akcie měla pohybovat tak nízko. Účetní hodnota firmy je 3násobek současné ceny a skutečná hodnota aktiv se pohybuje někde v okolí 6násobku současné ceny. Proto jsem v průběhu druhé poloviny roku procházel, zda jsem něco nevynechal nebo něco nepřehlédl. Ukázalo se, že překladač z francouzštiny do angličtiny špatně přeložil jedno poměrně zásadní slovo. Tím slovem bylo „bearer“ neboli nositel (držitel). Místo toho překlad byl „carrier“ což je blíže k přepravci („přenositeli“). V daném kontextu mi to nepřišlo divné, a tak jsem během analýzy tomu nevěnoval přílišnou pozornost. Ovšem rozdíl je důležitý. Ve finančním světě stále existují, i když velmi vzácně, ať už dluhopisy nebo i akcie, které nejsou psány na konkrétní osobu, ale vlastní je ten, který je v papírové formě zrovna drží v ruce, nese v kufříku či jiném zavazadlu nebo je má na své jméno uložené u finanční instituce. Lze tak přenášet v poměrně malém objemu velké množství peněz a neexistuje žádná digitální stopa s touto transakcí spojená. Asi už chápete, kam tím mířím. Ano, používá se to především pro nelegální účely či skrývání majetku. Bohužel, jak je psáno ve výročních zprávách Touaxu, 66 % jejich akcií je přesně tohoto formátu. Jinými slovy nemáme ponětí, kdo vlastní 66 % společnosti. Dodám, že fond samozřejmě drží registrované a kótované akcie firmy. Pro ocenění firmy tohle dle mého názoru takový problém není, jelikož známe celkové množství akcií. Bohužel to ale vytváří problém chybějícího dna ohodnocení společnosti. Normálně by s velkou pravděpodobností společnost, která se prodává za 1/6 své skutečné hodnoty, byla dávno odkoupena konkurencí nebo hedgeovým fundem či jinou finanční institucí, jelikož to je příliš dobrá šance než toho nevyužít. Ovšem protože neznáme majitele „bearer“ akcií a lze s nimi komunikovat pouze skrze instituce, kde jsou tyto akcie vloženy a zároveň existence bankovního tajemství neumožňuje prozradit jejich identitu. Co více nejsem si vědom zákona, že „bearer“ akcie musí být uloženy u nějaké finanční instituce, a tedy není jisté, zda by se ke všem vlastníkům vůbec podařilo dostat. A velká většina zbytku akcií je vlastněna rodinou, která firmu spravuje už přes 170 let, a to nevíme, zda tato rodina nevlastní i nějakou část z „bearer“ akcií. Odkoupit tak firmu Touax nepřipadá v úvahu, a proto ani neexistuje dno ocenění společnosti, které by z pohledu vlastněných aktiv drželo cenu společnosti nad určitou hranici. Nicméně i z pohledu historického vývoje ceny, tento stav nepřekážel firmě v ocenění za účetní hodnotu svých aktiv, a i proto je společnost stále v portfoliu.



## 5 Změny v rámci legislativy spojené s fondem

V první polovině tohoto roku jsem Vás informoval o nastávajících změnách v legislativě spojených s tímto fondem. Pro připomínku zde tuto informaci zopakuji. 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. Společnost byla přejmenována na Value Owls, osoba rizikového kapitálu, s.r.o. jak je stanoveno v bodu 1 a i v bodě 2.

## 6 Závěr

Za své dva roky existence fond hodnotil podílovou jednotku z 1,00 na 1,338. Fungování fondu se neobejde bez optimismu, důkladné práce a těžkých rozhodnutí. Nicméně je to i výzva intelektuálního charakteru, která prověří jednotlivce, zda skutečně má kapacitu a zájem dělat analýzu pořádně, zda je ochoten se učit nové věci nebo popřípadě přehodnotit svoje úvahy ve světle nových informací nebo zda je ochoten zahodit týdny práce, protože našel znepokojující informace o dané společnosti. Správa portfolia je každodenní boj o to dělat věci správně z metodologického hlediska, ale i z toho mentálního a morálního. A i když to stojí spoustu úsilí, je to práce, kterou bych za nic nevyměnil. Pokud chceme, aby fond vyniknul svými výsledky, musíme k tomu přistoupit podle W. Churchilla: „Chcete na světě vyniknout? Musíte pracovat, zatímco ostatní se baví.“ Naštěstí pro nás jsem v tomto citátu našel mezeru. Bavím se, když pracuji. A za tuto příležitost děkuji.

Za Value Owls Microcap a s poděkováním,

**Roman Holík**