



מכתב משקיעים – רבעון 2 לשנת 2018

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2018 עמדה תשואת הקרן על 6.54% לאחר עלויות מסחר. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים, אל מול מדדי ההשוואה¹:

S&P 500 Total Return	ת"א 125	משקיעי הקרן	Legacy Value Partners	תקופה
7.8%	3.7%	6.9%	8.6%	*2016
9.9%	5.8%	3.1%	3.9%	2017
7.8%	-0.3%	9.6%	11.94%	2018 - מחצית ראשונה
27.7%	9.4%	20.7%	26.3%	תשואה מצטברת

*החל מ-2016.6.21

הרבעון השני של שנת 2018 כלל כמה התפתחויות מעניינות בהחזקות ליבה של הקרן במקביל לרגיעה מסוימת בתנודתיות בשווקים.

לאחר ששנת 2017 התאפיינה בירידות חדות בשער הדולר מול השקל, תמורות ביטחוניות בישראל ונתוני המצוינים של הכלכלה האמריקאית (שהובילו להעלאת ריבית של הבנק הפדרלי) הובילו להתאוששות של כ-4.5% בשערו אל מול השקל מתחילת השנה, באופן שהדגים שוב את הכדאיות שבהימנעות מגידור מט"ח בפורטפוליו החוסכת עלויות כבדות.

אנו ממשיכים להיות ממוקדים ברעיונות ההשקעה הטובים ביותר שאני מוצא, וחמש ההחזקות הגדולות של הקרן מהוות כ-60% מערך נכסיה. א-סימטריות משמעותית בין סיכון לסיכוי והגנת דאונייד משמעותית ממשיכים להיות מאפייני ההשקעה הבולטים שאני מבקש לבסס בכל השקעה שמבצעת הקרן בימים אלו.

¹ מדדי ההשוואה המוצגים הם S&P 500 Total Return ות"א 125. הראשון הינו הגרסא משולבת הדיבידנדים של מדד המניות המרכזי בארה"ב והשני הוא מדד המניות המקיף והגדול בישראל, יחדיו הם מהווים את כר ההשוואה המדויק ביותר עבור פורטפוליו ההשקעות שלנו.

תשואת הקרן ותשואת מדדי ההשוואה מוצגות ב - ש, באופן התואם לדעתי לפרופיל ההשקעה של רוב השותפים בקרן.

תשואת "משקיעי הקרן" – הינה התשואה לאחר ניכוי דמי הצלחה ולפני מס אשר השיג שותף מוגבל שנמנה על הקרן מתחילת כל תקופה ועד סופה. יתרות פרטניות באישור וחתימת נאמן הקרן ישלחו ונשלחות לשותפים המוגבלים מעת לעת.



"אוכלת את העולם" – על פייסבוק והשקעות ערך בחברות טכנולוגיה

"Software is eating the world"

מרק אנדריסן, מפתח דפדפן האינטרנט הראשון נטסקייפ ומשקיע טכנולוגיה מצליח

בשנת 2000 התפוצצה בועת הדוט.קום, מה שלכאורה הדגים כי גישתם של משקיעי ערך קלאסיים כוורן באפט של הימנעות מהשקעה בטכנולוגיה הוכיחה את עצמה.

עד היום, משקיעים רבים נוטים מאז ועד היום לפספס את התמורות שחלו ברווחיות ובכוחן של חברות תוכנה ואינטרנט ולעתים טוענים כי מניות הטכנולוגיה לנצח יהיו "בועתיות" ואינן יכולות להחשב להשקעת ערך קלאסית. אני סבור כי דרך חשיבה זו רחוקה מאוד מהאמת.

לדוגמא, בשנים האחרונות הפך מותג הבית של אמזון בתחום הבטריות לפופולרי במיוחד. כמו בתחומים רבים אחרים גם כאן ניצלה החברה את יכולתה לחתוך בעלויות ובמתווכים שבדרך על מנת למכור בטריות לא ממותגות לצרכנים בהנחה של עשרות אחוזים על מחירי בטריות מתוצרת המותג המוביל בארה"ב אנרג'ייזר.

לשפן המפורסם של אנרג'ייזר אין סיכוי להתחרות עם הצעת הערך המנצחת של ענקית הסחר המקוון המחליפה את מוצר הדגל המזוהה עמו. עם זאת, אנרג'ייזר עדיין נסחרת בבורסת ניו-יורק בשווי שוק של כ-3.5 מיליארד דולר ובמכפיל רווח דו ספרתי מכובד.

אז מי כאן בבועה? אמזון או אנרג'ייזר?

אף שאמזון אינה נמנית על החזקות הקרן כרגע בשל תימחורה היקר יחסית, היא דוגמא מאלפת לאופן בו חברות טכנולוגיה, בעיקר מתחומי האינטרנט והתוכנה, אוחזות בכמה מהמודלים העסקיים והיתרונות התחרותיים החזקים ביותר בעולם כיום. המובילות שבהן נמצאות, כל אחת בתחומה, בעיצומם של מהלכים לשאיבת ערך כלכלי שהיה שייך בעבר לעסקי שירותים ותעשייה מסורתיים.

פייסבוק (FB) ואפקט הרשת – נכנסנו להחזקה בפייסבוק בתחילת הרבעון השני, לאחר שמניית החברה ירדה בחדות בעקבות דליפת מידע משתמשים שהוביל אף לדין מיוחד בקונגרס האמריקאי.

פייסבוק היא אחד מהעסקים החזקים והרווחיים בעולם לדעתי, אך שוק ההון אינו רוחש לחברה את הכבוד הראוי לה. למרות צמיחה של למעלה מ-45% לשנה בהכנסות ויותר מכך בתזרימי המזומנים, החברה מתמחרת כיום קרוב יותר לתמחורן של עסקים ממוצעים בהרבה. פייסבוק פיתחה כמה מנועי צמיחה חזקים במיוחד, אך גם אם קצב הצמיחה שלה יואט בשיעור של 50% החברה עדיין תכפיל את הכנסותיה תוך שלוש שנים, ותזרימי המזומנים של החברה ודאי יצמחו בשיעור חד עוד יותר באותה תקופת זמן.

כוחה העיקרי של פייסבוק טמון במשיכת מיליארדי משתמשים לעשות שימוש אדוק בשירותיה ולצרוך תוכן ומידע מסוגים שונים ומשונים, מבלי שהיא מתבקשת להוציא ולו דולר



אחד על ייצור תוכן. "אפקט הרשת" (Network Effect) הופך את התחרות עם פייסבוק לקשה במיוחד – ככל שהפלטפורמות שלה צוברות יותר משתמשים, היא הופכת אטרקטיבית יותר למשתמשים הקיימים, במעין כדור שלג רווחי מאוד.

בשל המידע הרב שצברה על משתמשיה פייסבוק היא כיום כלי הפרסום היעיל בעולם עבור מיליוני מפרסמים, רובם עסקים קטנים, ותעשיות שלמות נוצרו כתוצאה מהסתמכות על שירותיה. בניגוד לגוגל, המתחרה הגדולה בשוק הפרסום האינטרנטי, פייסבוק אינה חולקת הכנסות עם שותפים המזרימים תנועת גולשים לאתריה והערך נשמר במלואו בחברה.

לפייסבוק שני מוקדי הכנסות ורווח – פלטפורמות פייסבוק ואינסטגרם, עם 2.1 מיליארד ומיליארד משתמשים בהתאמה. אף על פי שאנו מתקרבים לציין 15 שנים מאז השקתה של הרשת החברתית בשנת 2004, מספר המשתמשים בה עודנו צומח בקצב דו-ספרתי משנה לשנה וכך גם ההכנסה פר משתמש. לחברה פוטנציאל צמיחה משמעותי בעולם המתפתח שם ההכנסה פר משתמש עומדת על כעשירית מהנתון המקביל בצפון אמריקה.

אינסטגרם בתורה נמנעה מלהתמקד בייצור הכנסות במשך הרבה שנים, אך לפני כשנתיים החלה לשלב פרסום באופן יותר בולט, וכבר עומדת על קצב הכנסות שנתי של למעלה מ-15 מיליארד דולרים. אין כיום פלטפורמת פנאי, בידור, לייפסטייל ואופנה שמציעה למפרסמים איכויות דומות. אינסטגרם גם קולטת את רוב בני הנוער שאינם ממהרים להירשם כיום לפייסבוק כבעבר, באופן שמשאיר את הערך הכלכלי הטמון בהם בחברה.

רגולציה על שימוש במידע של משתמשים שהוטלה לאחרונה באיחוד האירופי ועשויה להיות מיושמת בכל העולם, הופכת את החיים למורכבים יותר בעבור פייסבוק וגוגל, אך לכמעט קשים מנשוא בעבור פלטפורמות קטנות יותר, באופן שמחזק את מעמדה התחרותי של החברה משמעותית.

חמש ההחזקות הגדולות בקרן ואירועי מפתח

- **מדיסון סקוור גארדן (MSG)** – לקראת סיום הרבעון הודיעה הנהלת החברה כי תחל בתהליך הפרדה בין עסקי קבוצות הספורט של החברה, הכוללים את מועדון הכדורסל ניו יורק ניקס ומועדון ההוקי ניו יורק ריינג'רס מעסקי הנדל"ן המניב והבידור הכוללים בין השאר את אולם המדיסון סקוור גארדן במנהטן לצד נכסים איקונים נוספים בארה"ב ובלונדון.

הנהלת החברה הדגימה כי לעתים מוניטין של "עושי צרות" שמגיע מכיוון מסוים (במקרה הנוכחי ניהול ספורטיבי לקוי של קבוצות הספורט שמונע מהן לנצח על המגרש) יוצר קריאה לא נכונה של השוק לגבי יכולתן של חברות ליצור ערך כלכלי משמעותי למשקיעיהן.

- **Ashford inc (AINC)** – התובנה לגבי פערים אפשריים בין תדמיתם של קברניטי חברה לבין איכות הניהול העסקית ויכולתם ליצור ערך לבעלי המניות עמדה לגד עיני גם בכניסת הקרן להשקעה בחברת אשפורד. החברה הופרדה במהלך השנה



- האחרונה משתי קרנות הריט (REIT) אותן היא מנהלת, המחזיקות בפורטפוליו מלונות משמעותי בצפון אמריקה.
- מניסיוני, חברות ניהול של קרנות ריט עשויות להיות עסק מעולה שכן חלוקת העוגה בין לבין הקרנות נוטה להיות מוטה לטובת חברות הניהול. המצב באשפורד לא שונה והחברה נהנית מתנאים רווחיים במיוחד מול הקרנות אותן היא מנהלת.
- לחברה יש אופק מצוין לצמיחה רווחית והיא יצרנית תזרימי מזומנים מצטיינת. עם זאת, מנכ"ל החברה אינו אהוד על ידי שוק ההון בשל השכר המופרז לו הוא זכאי מאשפורד וחיבתו לעסקאות מורכבות. אף שהייתי מעדיף מנכ"ל צנוע יותר, העובדה כי מנכ"ל החברה הוא גם בעל המניות הגדול ביותר, וכי מבנה השכר שלו מורכב בעיקר מאופציות למניות רותמת לדעתי את האינטרסים בינו לבינו בעלי המניות באופן מספק.
- **אידיאו גרופ** – אידיאו המשיכה להצטיין בכל הפרמטרים התפעוליים ואף הציגה ירידה נוספת בעלויות האשראי שלה במהלך הרבעון. מאבק השליטה בחברה ממשיך להתפתח לאחר שהשליטה בחברת שיוכן ובינוי נמכרה לאיש העסקים נתי סייודף אשר הכריז כי הוא רואה באידיאו נכס מפתח בעל איכויות גבוהות וכי שיוכן ובינוי תהיה נחושה לשמר את השליטה בו. במהלך הרבעון הצגתי את [חברת אידיאו](#) בכנס משקיעים בינלאומי של חברת המחקר MOI Global.
 - **Plus 500** – פלוס 500 ממשיכה להיות ההחזקה הגדולה ביותר של הקרן והעלויות הנאות במניה במהלך הרבעון אף הגדילו את שיעורה בפורטפוליו. שנת 2018 מסתמנת כשנה חזקה מגדר הרגיל עבור פלוס. במהלך הרבעון הכריזה החברה על מעבר המניה למסחר בבורסה הראשית של לונדון LSE באופן שיאפשר את כניסתה למדדים אירופיים ובינלאומיים מובילים. בתרחיש שמרני החברה תרשום תזרים מזומנים תפעולי של לפחות חצי מיליארד דולר ב-2018 באופן ששוב מביא אותה להיסחר בשוק במכפיל חד-ספרתי נמוך של 4.5-4, למרות העלויות החדות בשער המניה.
 - **GLIBA) GCI Liberty** – החברה נסחרת בדיסקאונט של למעלה מ-25% לשווי ההחזקות שלה בחברות תקשורת ואינטרנט ציבוריות. חששות בשוק ההון מהמשך ירידה במספר מנויי הטלוויזיה של חברת הכבלים צ'ארטר (אשר במניותיה מחזיקה GCI) הובילו לירידה במניות שתי החברות במהלך המחצית הראשונה לשנה.
- שוק ההון מתעלם מעלייה חדה בכמות מנויי האינטרנט המהיר של צ'ארטר בשנים האחרונות - סגמנט רווחי יותר באופן משמעותי בעסקי החברה - ומיתרונותיה התחרותיים המשמעותיים. לצ'ארטר תשתית התקשורת המהירה והאיכותית ביותר בכל אזור בו היא פועלת בארה"ב והנהלה מצוינת עם רקורד מרשים של יצירת ערך. אף שמניית החברה החלה במסלול התאוששות, הירידות שחוותה מאפשרות להנהלת GCI להפנות חלק ניכר מקופת המזומנים שלה לביצוע רכישה חוזרת של מניותיה בשוק במחיר אטרקטיבי ובדיווחיה הקרובים למשקיעים נדע אם החלה לעשות זאת.



החזקות שנמכרו

הרבעון התאפיין בסיום השקעה במספר רב יחסית של החזקות כחלק מהמיקוד המוגבר של הקרן ברעיונות הטובים והשמרנים ביותר שאני מאתר.

Silicom Ltd - נכנסנו לחברת החומרה הישראלית המתמחה במוצרים לשיפור יעילות התקשורת במרכזי שרתים לאחר שמנייתה ירדה בשיעור חד בתוך זמן קצר בהמשך להודעה על ביטול חוזה גדול. המאזן החזק של סיליקום ומעמדה החזק בשוק הנישה אליו היא פונה אפשרו לה להתאושש מאז תוך סגירת מספר עסקאות גדולות עם שורת לקוחות מכובדת. מכרנו את החזקתנו ברווח של כ-15% אף שיתכן שיש למניה עוד מקום לעליות, על מנת למקד את החזקות הקרן בחברות עם מרווח ביטחון גדול יותר בעסקיהן.

Spectrum ASA – מכרנו את מניות חברת ההדמיות התת-ימיות מנורבגיה ברווח של כ-12%. ההחזקה הייתה דוגמא לאיכות שניתן למצוא בקרב חברות בסקנדינביה – חברה עם מיצוב מצוין בשוק נישה אשר נסחרה בתמחור אטרקטיבי. עובר למכירה מניית החברה המשיכה לעלות בעוד כ-20% ולימדה אותי לקח חשוב על סבלנות.

Flybe PLC – פלייבי היא חברת תעופה אזורית נישתית הפועלת בעיקר בבריטניה. מכרנו את החזקה במניה ברווח של כ-10% לאור חששות שלי מהעמקת המיתון בבריטניה ומיכולתה של הנהלת החברה להמשיך לשפר את ביצועיה.

Live Nation Entertainment – לייב ניישן, מהחזקות הליבה של הקרן במהלך השנה האחרונה, עליה הרחבנו במכתב הרבעון השני לשנת 2017, נמכרה בתשואה של כ-30% על מחיר הרכישה המקורי שלנו. החלטתי לממש את החזקה בשל רמות התמחור הגבוהות יחסית אליהן טיפסה המניה ולהפנות הכסף להחזקות בעלות הגנת דאונייד טובה יותר. יתכן מאוד שהקרן תחזור להחזיק בלייב ניישן בעתיד בהתאם לתמורות במחיר המניה.

לסיכום

המחצית הראשונה לשנת 2018 הדגימה לדעתי באופן טוב את האפשרות להשיג תשואות משביעות רצון גם באסטרטגיה דפנסיבית בה נוקטת הקרן במהלך השנה האחרונה. לסבלנות ולאורך הרוח שלכם כמשקיעים יש חשיבות גדולה ביכולתנו להשיג תשואות עודפות, ואני מודה לכם על האמון שאתם נותנים בי בניהול כספיקם.

קיץ מהנה וצונן,

עומרי ולורט, שותף מנהל