



## מכתב משקיעים – רבעון 3 לשנת 2017

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון השלישי לשנת 2017 עמדה תשואת הקרן על 3.35% לאחר עלויות מסחר. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים ותשואת השותפים המוגבלים, אל מול מדדי ההשוואה<sup>1</sup>:

ת"א 125	S&P 500 Total Return	שותף מוגבל	Legacy Value Partners	תקופה
3.7%	7.8%	6.9%	8.6%	*2016
-2.7%	0%	3.3%	4.1%	רבעון 1
3.0%	-0.1%	-1.1%	-1.1%	רבעון 2
0	5.4%	2.7%	3.3%	רבעון 3
<b>0.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>מתחילת 2017</b>
<b>3.9%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>15.5%</b>	<b>ממועד השקת הקרן</b>

\*החל מ-2016.6.21

בסיום הרבעון השלישי החזיקה הקרן במניותיהן של 13 חברות שונות, כאשר 5 האחזקות הגדולות מהוות כ-60% מנכסי הקרן.

שנת 2017 מסתמנת כעוד שנה של תנודתיות נמוכה בשווקים, מצב חביב עבור רבים מהאלגוריתמים שמנתבים את המסחר היומי בימים אלו ומאתגר עבור מי ששואף למצוא אימטריות עמוקה בתמחור עסקים בשוק. במהלך המחצית השנייה גדל מרכיב המצבים המיוחדים בקרן – חברות אשר הסיטואציה העולה ממאזניהן, מהלך אותו מובילים בעלי השליטה או ההנהלה או מעורבות במיזוג אשר נוקב להן ערך ידוע מראש מגלמים תשואה עתידית תחומה אך דו-ספרתית, בסיכון נמוך ובמסגרת זמן קצרה יחסית של 12-18 חודשים.

<sup>1</sup> מדדי ההשוואה המוצגים הם **S&P 500 Total Return** ו-**ת"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 "**שותף מוגבל**" – 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.

**פטור מאחריות וגילוי נאות:** הכותב הינו בעל עניין אישי בניירות הערך המוזכרים במכתב זה. אין לראות בכתוב המלצה לפעולה מכל סוג. הכותב אינו מחזיק ברישיון ניהול תיקים/ייעוץ השקעות/ייעוץ פנסיוני. מכתב זה אינו הצעה להשקעה בשותפות מוגבלת כמשמעה בחוק ני"ע-1968 ואין לראותו ככזה. היה ויוחלט לראות במכתב זה הצעה היא תפוג תוך 45 יום מתאריך מכתב זה.



מצבים מיוחדים לרוב תלויים פחות במצב השווקים ואף מושפעים פחות מביצועי העסק בטווח הקצר. הזמינות של השקעות מסוג זה משתנה מעת לעת. לשמחתי מאמצי האיתור נשאו פרי ובסיום הרבעון החזיקה הקרן ב-3 אחזקות הנכנסות תחת ההגדרה בסך כולל של כ-25% מנכסיה.

## תרו – תמונת המראה של טבע

**"Knowledge is knowing that a tomato is a fruit, wisdom is not putting it in a fruit salad"**

(מיילס קינגטון, עיתונאי בריטי)

יותר משנתיים עברו מאז קיץ 2015, עת ציוץ של הילארי קלינטון בטוויטר לגבי מחויבותה להורדת מחירי התרופות כנשיאה (אופטימיות...), הוביל למשבר חסר תקדים באמון המשקיעים בסקטור התרופות.

במשך עשורים נחשבו חברות התרופות להשקעה בטוחה ולעסקים המציגים צמיחה קבועה לצד רווחים עצומים אשר מחולקים בנדיבות למשקיעים. בארה"ב הביאה ההצלחה העסקית הזו (לצד חברות ביטוח הבריאות וגורמים נוספים) למצב בו במדינה החזקה והעשירה בעולם מוציא המשק על בריאות את הנתח הגדול ביותר מהתמ"ג מבין מדינות OECD, ומקבל בתמורה מערכת בריאות יקרה ולא יעילה עם פיגור משמעותי במדדי איכות רבים.

את חברת טבע תפסה הסערה כחודשיים לאחר ההכרזה על רכישת חברת אקטוויס בלמעלה מ-40 מיליארד דולר, הגדולה בתולדותיה של החברה אשר כללה גם נטילת חוב עצום. אף שתמחור סקטור התרופות הגנריות כולו ירד בעשרות אחוזים באותו קיץ, נמנעה הנהלת טבע מלנצל את סעיף הנסיגה מעסקת אקטוויס, תמורת קנס מוסכם של כ-2 מיליארד דולר. את העתיד לבוא רובכם ודאי יודעים – אור הזרקורים על מדיניות התמחור שלהן מקשה מאוד על חברות התרופות להמשיך בהעלאות מחירים וחוב העתק שנלקח עבור העסקה מאיים למוטט את טבע אשר מנייתה ירדה כ-80% מהשיא שנרשם סמוך לעסקה.

מנכ"ל טבע אשר דחף לעסקה הכושלת, ארז ויגודמן, אמנם נבחר ל-"איש השנה במשק" לשנת 2015<sup>2</sup>, אך החגיגות היו מוקדמות והוא פוטר בתחילת השנה הנוכחית. אין חולק כי העסקה שקידם "ביססה את מעמדה" של טבע כחברה הגנרית הגדולה בעולם (ואת מעמד הנהלתה כמנהלת החברה הגדולה בעולם), אך זו ככל הנראה הייתה שאיפה לא נכונה ומסוכנת מאוד לעתיד החברה. שאיפה ארצית יותר - יצירת ערך גבוה ככל האפשר לבעלי המניות בסיכון סביר הייתה מביאה הנהלה סבירה להימנע מעסקת אקטוויס ובוודאי לביטולה תמורה קנס של כ-5% בלבד מערך העסקה, כאשר הסיטואציה העסקית השתנתה מקצה אל קצה.

<sup>2</sup> <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001085891>



**מצב מיוחד: תרו תעשיות פרמצבטיות** – פעמים רבות קורה שירידות כוללות וחדות בסקטור מסוים יגבירו את היכולת לאתר בתוכו השקעות ערך, ואני מאמין שתרו היא דוגמה טובה לכך.

תרו היא חברת תרופות גנרית היושבת בישראל ומוכרת בעיקר לשווקי ארה"ב וקנדה. אף ששוויה מגיע לכ-4.5 מיליארד דולר ארה"ב החברה נחבאת אל הכלים יחסית, אולי משום שבעלת השליטה בה היא סאן ההודית ורוב הנהלתה הבכירה זרה.

לתרו אסטרטגיה שונה משמעותית מטבע. החברה שולטת במספר נישות רווחיות וקטנות יחסית בהיקפן ומציגה שולי רווח תפעולי מהגבוהים בתעשייה של למעלה מ-50%. זהו נתון מרשים אך גם מדאיג שכן בסביבה של תחרות גוברת ורגולציה מחמירה "בורות שומן" שכאלו נוטים למשוך מתחרים רעבים. האלמנט המעניין ביותר בתרו ומה שהוביל אותנו להשקעה בה הוא מאזן חזק מאוד, עם כ-1.4 מיליארד דולר במזומן ונכסים פיננסיים קצרי מועד, קרוב לשליש משווי השוק של החברה.

במשך שנים נמנעה הנהלת תרו מלנצל את קופת המזומנים ואת התזרים החזק לטובת החזר כסף למשקיעים בדמות דיבידנדים או רכישת מניות עצמית בשוק, עד שבסוף 2016 הכריזה לפתע ההנהלה על תחילת מהלך רכישה עצמית של מניות בשוק בהיקף של 250 מיליון דולר ומספר חודשים מאוחר יותר על 250 מיליון דולרים עוקבים נוספים.

פעולות אלו של ההנהלה הובילו למצב מיוחד מעניין מאוד – סאן מחזיקה בלמעלה מ-83% מהון המניות של תרו, ואף יותר מכך בזכויות ההצבעה. כאשר תרו רוכשת מניות של עצמה בשוק היא מגדילה את נתח האחזקה של בעלי המניות שנשארו, ובתוכם בעלת השליטה סאן. חוק החברות בישראל קובע כי ברגע שסאן תגיע לאחזקה של 90% מתרו יהיה עליה להציע הצעת רכש בשוק לשאר מניות החברה שבידי הציבור, הצעה שסביר מאוד כי תהיה גבוהה משווי השוק באותו רגע נתון בשיעור של 20-40%, על מנת להשיג קיבול ממחזיקי המניות שנותרו.

לסאן אינטרס חזק מאוד להפוך את תרו לחברה פרטית וכך לפנות לעצמה נתיב לקופת המזומנים של תרו, לצרכי ניצול הזדמנויות רכישה בשוק חברות הגנריקה הנוכחי.

כל אלו הובילו אותנו לרכוש את מניות תרו, במכפיל תזרים חופשי לשווי שוק של פחות מ-9 (בניכוי המזומן במאזן) ועם מאות מיליוני דולרים המוזרמים מהחברה עצמה אל מניותיה בשוק, במחיר ממוצע דומה למחיר בו נכנסנו אליה, כאשר קצב רכישת המניות הנוכחי מבטיח כי כבר בתחילת השנה הבאה תגיע בעלת השליטה סאן לצומת המדובר בו אחזקתה במניה תתקרב ל-90% מתרו. כך, ללא קשר חזק לתוצאותיה העסקיות של תרו בטווח הקצר והבינוני, הופכת אחזקה בה להשקעה ביחס סיכון-סיכוי מאוד לא סימטרי עם הגנת דאוניסייד חזקה ואפשרות לתשואה דו ספרתית מספקת.



## אחזקות שנמכרו במהלך הרבעון השלישי

**State National Companies** – כפי שקורה לעתים, "נחטפה" מאיתנו פלטפורמת הביטוח הרווחית הזו בטרם עת ונרכשה בשלמותה על ידי ענקית הביטוח מרקל. מכרנו את המניות ברווח של למעלה מ-20% על מחיר הרכישה המשוקלל שלנו, בתקופה קצרה יחסית של פחות מחצי שנה.

**Plus 500** - מכרנו את פלוס לאחר תשואה משולבת דיבידנדים שחולקו של למעלה מ-150% על מחיר הרכישה המשוקלל שלנו. זאת בעקבות מעבר של החברה לצמיחה גבוהה ומפתיעה יחסית שהיוותה "בונוס" על תזת ההשקעה המקורית שהתבססה על צפי לשימור רווחיה הקיימים של פלוס. ההתלבטות "מתי למכור" חברות מוצלחות, אשר מתבררות גם כהשקעות מוצלחות, היא תמיד קשה ואולי מצדיקה התייחסות מיוחדת באחד ממכתבי הקרן הבאים. פלוס עדיין זולה למדי אך במחירה הנוכחי סיכוני הקצה בתרחישי רגולציה שונים על החברה מטרידים יותר. יתכן כי נשוב אליה בעתיד, בתקווה לאחר פאניקה כזו או אחרת מהסוג שאפשר לנו לרכוש את החברה המצוינת הזו במכפיל נמוך מ-4 על רווחים נמוכים זמנית כפי שהתאפשר לנו השנה.

**סאפיינס** – רכישת סטונריבר האמריקאית מעמידה את סאפיינס בפני סיכון תפעולי משמעותי יחסית ואף מגבירה את הסיכון הפיננסי בחברה עקב חוב בגובה עשרות מיליוני דולר ארה"ב שנטלה. בצירוף חוסר שביעות רצוני מרמות הגילוי של ההנהלה לגבי אסטרטגיה עתידית והצלחתה להטמיע רכישות שנעשו בעבר החלטתי למכור את המניה בהפסד של כ-10% לטובת השקעות עם הגנת דאונסייד טובה יותר.

**Destination XL** – מכרנו את מניות רשת חנויות ההלבשה לגברים גדולים או שמנים במיוחד בהפסד של כ-20% על מחיר הרכישה המשוקלל. החברה נסחרה, ועודנה נסחרת, במכפיל חד ספרתי נמוך על התזרים החופשי אותו מייצר העסק, אך סביבת הפעילות של שחקני קמעונאות מסורתיים בארה"ב הפכה קשה מדי לחיזוי בעקבות העלייה המטאורית של אמזון והתפרסותה המתמשכת לתחומי מסחר נוספים.



## 5 האחזקות הגדולות בקרן בסיום הרבעון השלישי

<p>פלטפורמת ההופעות החיות הגלובלית משלבת מודל עסקי מהחזקים בעולם הבידור והמדיה כיום עם רוחות משמעותיות בגובה מכיוון הרגלי צרכנים משתנים ומחויבותם הגדלה של אמני צמרת לסיבובי הופעות ארוכים</p>	<p><b>Live Nation Entertainment</b></p>
<p>מותג האינטרנט המזוהה ביותר עם המעבר של עולם התיירות אונליין נמצא בתקופת מעבר בין מודלים עסקיים אשר הביאה לירידה במחיר המניה באופן המספק מרווח ביטחון רחב. עם 415 מיליון משתמשים בכל חודש TRIP היא החברה העצמאית הבכירה בתחום אשר טרם נשלטת על ידי הענקיות פרייסליין ואקספדיה, ומשכך יעד ברור לרכישה. גם פעולות ההנהלה מלמדות כי אפשרות זו הפכה ריאלית מאוד לאחרונה.</p>	<p><b>TripAdvisor</b></p>
<p>מצב מיוחד בחברת אחזקות ישראלית השולטת בחברת אידיאו פרופרטיז לה מעל 20,000 דירות בעיר ברלין. מאבק השליטה שהתפתח בחברה בין חברת שיכון ובינוי לקרן אפולו האמריקאית מביא לפתחנו, כמחזיקי מניות מיעוט, שני גופים עתירי משאבים הזקוקים למניות שבידינו. בינתיים, אנו שותפים לבעלות על נדל"ן מבוקש בעיר מהחשובות באירופה, אשר שכר הדירה ממנו צומח בעקביות, ומתחת לשווי הנכסי.</p>	<p><b>אידיאו</b></p>
<p>חטיבת דרום ומרכז אמריקה של ענקית הכבלים ליברטי הפכה זה מכבר לחברה נפרדת ותיהפך לחברה עצמאית לגמרי בסוף השנה. לחברה נכסי כבלים וסלולר איכותיים בשוק בתולי יחסית והיא מנוהלת על ידי ההנהלה הטובה בתחום הכבלים בעולם. הוריקן הארווי וההרס שזרע בפורטו ריקו פגעו במחיר המניה במהלך הרבעון ואחריו אך החברה הודיעה כי היא מחזיקה בכיסויי ביטוח נרחבים</p>	<p><b>LILA</b></p>
<p>הורחבה לעיל</p>	<p><b>תנ</b></p>

גם במהלך הרבעון השלישי צירפה הקרן מספר משקיעים חדשים. אני שמח לשרת בסיס הולך וגדל של משקיעים המוצאים את הלך החשיבה של הקרן הולם לצרכיהם ומודה לכולכם, חדשים וותיקים כאחד על הבעת האמון המתמשכת.

בברכת סוף שנה אזרחית מוצלח בשווקים ובכלל,

עומרי ולורט

שותף מנהל