



סיכום שנת 2016

שותפים יקרים שלום רב,

במהלך המחצית השנייה של 2016 הייתה תשואת הקרן ברוטו 12.1%, לאחר עמלות מסחר ועלויות. להלן פירוט תשואת הקרן המצטברת מיום תחילת פעילות הקרן אל מול מדדי ההשוואה¹:

ת"א 100	S&P 500 Total Return	שותף מוגבל	הקרן	תקופה
-2.02%	0%	-3.14%	-3.14%	21.6.16-30.6.16
5.86%	7.8%	9.68%	12.1%	מחצית 2 - 2016
3.72%	7.8%	6.86%	8.58%	תשואה מצטברת

כזכור, המטרה העומדת לנגד עינינו בקרן היא להשיא תשואה עודפת מול מדדי הייחוס בשיעור שנתי של 5-15% לאורך תקופות זמן ארוכות יחסית של 3-5 שנים. במהלך המחצית השנייה של 2016, הראשונה של הקרן תחת המבנה הנוכחי כשותפות מוגבלת בפיקוח נאמן, עמדנו במשימה אך אסטרטגיית ההשקעה של הקרן הנותנת משקל נמוך לתנודתיות קצרת טווח מבטיחה כי יהיו רבעונים ומחציות בהן לא נעמוד בה בעתיד.

לתפישתי, עמידה סבלנית על עקרונות בחירת ההשקעות בקרן – איתור חברות בעלות יתרונות תחרותיים חזקים וברי-קיימא, הנסחרות עמוק מתחת לערכן והקצאת חלק ניכר מההון אל הרעיונות הטובים ביותר, מתוך הבנה כי אלו קיימים במשורה, צפויה להמשיך "לספק את הסחורה" על פני מחזורים עסקיים של מספר שנים.

במכתביי אליכם אחת המטרות המרכזיות היא לשפוך אור על תהליך החשיבה שלי בעת בחירת ההשקעות בקרן באופן שישרת את יכולתנו לשמר את גישת ההשקעה גם בעת משברים בשווקים, שכזכור קרו למכביר גם ב-2016 ויקרו גם בעתיד.

בסיום השנה, 5 האחזקות הגדולות בקרן מהוות כ-60% מנכסיה והן תרמו כ-80% מהתשואה. סקירה של אחזקות אלו מובאת בסוף מכתב זה.

היכולת להקצות את נכסי הקרן אל הרעיונות הכי טובים עומדת על שלוש רגליים:

1. **יתרון לקוטן** – תחום ההשקעות הוא מהתחומים היחידים בעולם העסקים בהם יש יתרון משמעותי לקוטן (אולי לצד ענף החומוסיות ☺). היכולת לאתר חברות מעולות, השולטות בנישות רווחיות, ונמצאות הרחק מהישג ידם של גופים מוסדיים מהווה יתרון תחרותי משמעותי. האחזקה הגדולה בסנו, עליה ארחיב להלן, היא אחת מהדוגמאות הטובות לעומקו של היתרון הזה כאשר הוא מנוצל כראוי.

¹ מדדי ההשוואה המוצגים הם S&P 500 Total Return ו-ת"א 100. הראשון הינו הגרסא משלובת הדיבידנדים של מדד המניות המרכזי בארה"ב והשני הוא מדד המניות המקיף והגדול בישראל ולכן מהווים את כר ההשוואה המדויק ביותר עבור פורטפוליו¹ ההשקעות שלנו. התשואה המוצגת היא שקלית. לאורך זמן הימנעות מגידור מט"ח בתיק חוסכת לנו עמלות ביצוע נכבדות, ויתור משמעותי על גמישות, חוסר יעילות מבחינת מיסוי ועוד. התשואות המוצגות לכל תקופה הן התשואות ברוטו שרשם משקיע הנמצא בקרן מתחילת התקופה ועד לסופה. היתרות האישיות של כל אחד מן נשלחו בנפרד לעיונכם.



2. **אופק ההשקעה ארוך-טווח של השותפים המוגבלים** – גישה סבלנית וארוכת טווח היא יתרון מובנה בהשקעות בכלל ובפרט בשוק ההון, בו רובו המוחלט של הכסף מחליף ידיים על בסיס שיקולים לטווח קצר, היא הופכת למחולל ערך עוצמתי במיוחד.
- השאפה ל"ריצה למרחקים ארוכים" קיימת בקרן לכל אורך "שרשרת הערך": החל מהתהליך הקריטי של בחינת ההתאמה ההדדית בין הקרן לבין משקיעים פוטנציאליים, עובר במודל התגמול של השותף הכללי המבוסס על הצלחה ארוכת טווח בלבד, וכלה בבחירת ההשקעות עצמן. אנו תמיד נעדיף חברות אשר צפויות ליצור ערך גדול למשקיעים בטווח ארוך יחסית של 2-5 שנים מאשר חברות עם "קטליזטור" קצר טווח כמו אירוע מאקרו כזה או אחר.
- רבות מההנהלות בחברות הפורטפוליו בקרן מיישמות בעצמן גישה המעדיפה ניהול העסק והקצאת ההון בו לשם יצירת ערך אדיר בטווח הארוך, על-פני פעולות שישמחו את שוק ההון בטווח הקצר.
3. **השקעה רק כאשר מרווח הביטחון רחב** – צ'רלי מאנגר, יד ימינו ושותפו של וורן באפט ב-50 השנים האחרונות בקירוב, ביטא פעם את פילוסופיית הגנת הדאוונסייד של הצמד באמצעות המנטרה הקליטה: "*Invert, always invert*". הכוונה היא לנתח כל רעיון השקעה פוטנציאלי מהתסריט הסביר הכי גרוע שעלול להתרחש. חובבי המתמטיקה יזהו זאת עם הטכניקה השימושית של "הוכחה בשלילה".
- לגאסי היא קרן עם מידת חופש גבוהה יחסית, ויש לנו את הפריבילגיה להמתין ולשאוף למשוואות סיכון-סיכוי אופטימליות. הקרן תחזיק רק בחברות מעולות במחיר טוב או חברות טובות במחיר מעולה, בהן להערכתנו ניתן להבין ברמה גבוהה של ודאות איפה נעמוד גם אם תזת ההשקעה לא תתממש.

כנו – סערה מושלמת בשירות מרווח הביטחון

סנו, אשר צורפה לפורטפוליו במהלך הקיץ האחרון, היא ציפור נדירה במיוחד של חברה מעולה במחיר מעולה. זו חברה שכל ישראל, כמובן, מכיר, העוסקת באחד התחומים הבנאליים בכל ספר לימוד גנרי על השקעות – מוצרי הצריכה השוטפת, האל-מחזורית. את הרצפה צריך לשטוף ואת חדר האמבטיה צריך להבריק גם בימי מיתון, ואכן קלישאה זו מדויקת להפליא – הכנסות החברה המשיכו לצמוח בשנות המיתון האחרון 2008-2009 והרווח התפעולי כמעט ולא נפגע.

מניות כמו סנו לא אמורות לגלם בתוכן הזדמנות משמעותית לתשואה עודפת בסיכון נמוך, ובכל זאת התמחר בו קנינו את סנו גילם דיסקאונט חריג במיוחד מול חברות מתחומים דומים, בארץ ובעולם:

חברה	אסם	שטראוס	פרוקטר וגמבל	Clorox	סנו
תחום עיקרי	מזון	מזון	אחזקת בית וטיפוח אישי	אחזקת בית	אחזקת בית וטיפוח אישי
מדינה	ישראל	ישראל	ארה"ב	ארה"ב	ישראל
מכפיל רווח ל - EV*	~22	~31	~24	~26	~8.5

*ה- Enterprise Value של חברה מגלם את שווי השוק שלה + מזומן במאזן - חוב במאזן. כאשר רכשנו את מניית סנו לפי שווי שוק של כ- 1.7 מיליארד ש"ח קיבלנו לצד עסק תפעולי גם למעלה מ-300 מיליון ש"ח מזומן ללא חוב בקופת החברה, אשר יכול לשמש את החברה ברכישות עתידיות או להיות מוחזר למשקיעים עם הזמן. זוהי דרך מדויקת יותר להעריך את מידת האטרקטיביות האמתית בתמחורן של חברות מתחומים אל-מחזוריים שלרוב לא דורשים השקעות נרחבות מקופת החברה בתחזוקה השוטפת של העסק.

אם כך, מהמדגם המצורף עולה כי הקרן נכנסה לאחזקה בסנו בתמחור של למטה משליש מהתמחור של כמה מחברות מוצרי הצריכה הידועות בישראל ובארה"ב (באירופה המחירים לרוב אף יקרים יותר מסיבות שונות). זהו אלמנט מעודד מאוד, בשני מובנים: מבחינת הדאוונסייד – כאשר אף במאורע נדיר של ירידה של 30-40% במניות החברות הדפנסיביות הללו היה נשמר מרווח ביטחון תמחורי מספק בין לבין סנו; ומבחינת האפסייד – מניית סנו יכולה להכפיל עצמה מהמחיר בו רכשנו אותה ועדיין



להיות בדיסקאונט מהותי מול חברות השוואה. יתרה מכך, ניתוח נכון של הדברים חייב להביא למסקנה שסנו היא אף חברה איכותית יותר מחברות המזון הגדולות, למשל, אשר עומדות בפני שינוי משמעותי בטעמי הקהל וברגולציה עליהן. ואכן, בחצי השנה שעברה המניה כבר רשמה תשואה של כ-35% ממחיר הקנייה הממוצע שלנו, ועדיין נשאר "בשר" משמעותי לעליות נוספות.

במצבים שכאלו, חובה לשאול – איך ההזדמנות הזו הייתה ועודנה קיימת בסנו, והאם אנחנו מפספסים משהו?

להערכתנו, להיווצרות ההזדמנות בסנו הביא שילוב נדיר מספר גורמים:

- **עיוות (א'):** סנו היא חברה גדולה יחסית במשק הישראלי - נסחרת בבורסה זה עשרות שנים, עם הכנסות של מעל 1.5 מיליארד ₪ בשנה ושוי שוק גבוה. אך משפחת לנדסברג, המייסדים ובעלי השליטה של החברה, מחזיקה ביותר מ-87% מהון המניות של החברה, מה שמותיר בידי הציבור הסוחר בבורסה קצת מתחת ל-13% מהמניות אשר שויין בקיץ האחרון הגיע לכ-210 מיליון ₪.
- זוהי כמות "צפה" של מניות שהופכת את ההשקעה בחברה לכמעט בלתי אפשרית עבור הגופים המוסדיים. עבור חברות הביטוח הגדולות, כמו הראל לדוגמא, אשר משקיעה במניות עבור לקוחות הפנסיה שלה, והתיקים המנוהלים סכומים של עשרות מיליארדי ₪, השקעה של פחות מ-50 מיליון ₪ במניה מסוימת תתקשה מאוד להשפיע על התשואות הכוללות שמציגה החברה ללקוחותיה, ולכן כמעט בכל המקרים גופים מסוגה אפילו לא טורחים להציב אנליסט על חברות כמו סנו.
- כאשר רוב רובם של השחקנים הפעילים בשוק מנועים מגישה לעסק כמו סנו רק משום שהם גדולים מדי, הדבר תורם ליצירת עיוות אדיר במחיר מניית החברה.
- **עיוות (א'1):** שווי השוק של סנו היה מספיק כדי להכניסה למדד ת"א 100, אך בשל שיעור אחזקות ציבור הנמוך מ-20%, החברה אינה נסחרת במדד כלשהו, דבר שמדיר את מנייתה מכלל תעודות הסל הפאסיביות.
- **עיוות (ב'):** נכנסנו ל"סנו" בעת ששווי השוק עמד על כ-1.7 מיליארד ₪, לאחר פרסום תוצאות רבעון 1 לשנת 2016. השנה שקדמה לה, 2015, הייתה קשה באופן יחסי לחברה - הפעילות בנפח קטן יחסית (פחות מ-10% מההכנסות) במזרח אירופה נפגעה מפלישת רוסיה לאוקראינה, וקריסת רשת "מגה" בארץ יצרה מחיקה חד-פעמית של 23 מיליוני ₪. אלו הובילו לרווח שנתי נקי מדוכא יחסית של כ-110 מיליון ₪. כלומר מכפיל רווח נקי/EV של 12.5 על רווחי שנה בה דברים "הלכו קשה" בעסק. זאת היווה עדות ושירות מעולה להבנת עומק מרווח הביטחון בהשקעה. ברבעון 1 לשנת 2016 "סנו" כבר הרוויחה קרוב ל-40 מיליוני ₪, תוך שמאמצי ההתייעלות והוזלת עלויות חומרי הגלם של ההנהלה הגיעו לפרקם, ובהתאם לטראק רקורד של החברה, ניתן בקלות למתוח קו ישר מהרבעון הראשון אל שאר השנה ולצפות שהחברה תרוויח 150-160 מיליוני ₪ ב-2016 כולה. הרבעון השני והשלישי אשר פורסמו זה מכבר איששו את ההשערה.
- **הנחה שגויה של השוק (א'):** "סנו מוכרת מוצרי ניקיון, תחום רווי, ואינה יכולה לצמוח". בעבר, סנו התמקדה כמעט בלעדית בתחום אחזקת הבית. הצריכה הכוללת בתחום זה עולה די בצמוד לגידול באוכלוסייה ובאינפלציה, כאשר ישראל היא מהמדינות היחידות במערב שאוכלוסייתה ממשיכה לגדול בקצב קבוע ומוצריה של החברה נקנים על ידי כל שכבות וסוגי האוכלוסייה במדינה ללא הבדלי תרבות משמעותיים. כך, בשנים 2007-2015 צמחו הכנסות החברה בשיעור שנתי ממוצע של 4.5% (CAGR) ועלו בשיעור מצטבר של קרוב ל-50%. בנוסף, לצד תחום אחזקת הבית, זה יותר מעשור שסנו היא גם אחת מיצרניות מוצרי הטיפוח האישי הגדולות בישראל. חטיבת "קוסמופארם" שלה מתמחה במוצרי עם Value for Money



גבוה, וחולשת על מגוון מותגים ידועים ביותר בתחום הרווחי והצומח, עליהם נמנים: "קרליין", "כיף", "נקה 7", "Crema", "אורביטול" ועוד. באותה תקופת זמן (2007-2015) הכנסות "קוסמופארם" שילשו עצמן, בשיעור גידול שנתי ממוצע של כ-13%.

- **הנחה שגויה של השוק (בי):** "סנו מצליחה כעת, אך בקרוב המותג הפרטי של הרשתות השונות מצד אחד וחברות בינלאומיות על מותגיהן הזוהרים מצד שני, יחלישו אותה מאוד".

אפשר להבין מאיפה הטענה הזו מגיעה – "סנו" אכן מתמודדת עם ענקיות בינלאומיות בכל הקטגוריות בהן היא פעילה. אולם, זהו המצב כבר מעל 20 שנה, מאז רפורמת הייבוא (הסרת מכסים ומיסי קנייה, הקלה רגולטורית וכו') שערכה ממשלת רבין בתחום מוצרי הצריכה השוטפת. למעשה, "פרוקטר אנד גמבל" פועלת בארץ מאז שנת 1997, "יוניליוור" מאז אמצע שנות ה-90, "הנקל" הגרמנית קנתה את "סוד" הישראלית לפני יותר מ-15 שנים ועוד. גם במחצית הראשונה של 2016 "סנו" הגדילה נתחי שוק בקטגוריות ניקוי רבות, היא שחקנית טופ-2 כמעט בכל קטגוריה בתחום ובחלקן מונופול של ממש (המותג "סנו ז'אוול", למשל, חולש על מעל ל-50% משוק האקונומיקה!). מתחרותיה, מנגד, עדיין מתקשות לעתים לפצח את ההעדפות של הישראלים בתחומים רבים ונדרשות לרפורמות ורה-ארגון לא פעם. גם המותג הפרטי לא מאיים על סנו כפי שחושבים, והנתונים מראים כאמור שדווקא במוצרים בהם הוא מאוד נפוץ כמו אקונומיקה, נתח השוק של "סנו" גבוה במיוחד. כאשר ההפרש מסתכם בשקלים בודדים במוצר בסיסי הצרכן אדיש ובוחר במותג המוכר לו מזה עשרות שנים, ומאידך, במוצרים יקרים יחסית המיועדים לתחום רגיש כמו אבקת כביסה או שמפו לשיער יש חשש מובנה של הצרכן הדוחף אותו "לסמוך" על "סנו" על-פני המותג הפרטי.

כל אלו אפשרו לנו לבנות פוזיציה ראשונית של כ-13% מנכסי הקרן במי שהיא לטעמי מחברות מוצרי הצריכה המוצלחות בעולם, השקעה אשר נכון לכתיבת מכתב זה הובילה לתשואה של למעלה מ-35% (שהם כ-4.5% מתשואת הקרן), והיד עוד נטויה.

אחזקות שנמכרו במהלך המחצית

וורנטיס של וולס פארגו – עלייתו של דונלד טראמפ הביאה לעלייה מהירה יחסית במחירן של מניות הבנקים האמריקאים. השוק עבר באחת מתפישה פסימית מאוד של הבנקים, לתפישה שתואמת יותר את תפישתי באשר לכוח הרווח שלהם בשנים הקרובות. וולס פארגו הוא הבנק האיכותי בארה"ב, אשר סבל השנה מפרשת חשבונות פיקטיביים שפתחו נציגיו ללקוחות על-מנת לעמוד ביעדי המכירות הגבוהים שהוצבו להם. האחזקה נמכרה גם משום שמועד הפקיעה של הוורנטיס מתקרב (פחות משנתיים), מה שהפך אותם לתלויים יותר במאורעות הטווח הקצר, ולכן לא מתאימים לאופי ההשקעות בקרן. האחזקה נמכרה ברווח של כ-40%, שתרם כ-1.5% לתשואת הקרן.

ממן – ממן היא מונופול ישראלי שקט ונישתי, עם הנהלה מצוינת, בעלת יכולת לבנות ולשמר יחסים ארוכי טווח עם גורמים ממשלתיים ופרטיים כאחד, בתחומים רווחיים. כ-57% מהסחורות והמוצרים המיובאים לארץ או מיוצאים בארץ עוברים במחסן הלוגיסטי של ממן בנתב"ג, דה-פקטו "מס" שהחברה מטילה על יבוא וייצוא. בנוסף, היא שולטת בתחום השירותים הלוגיסטיים מצד שלישי (TPL) לחברות ובתחומי ניהול רווחיים נוספים. מכרנו את האחזקה בחברה לאחר תשואה של כ-30%, שתרמה לתשואת הקרן כ-1% במהלך המחצית, בעיקר בשל רמות החוב הגבוהות יחסית של החברה ומבנה התאגידי מסובך יחסית שהפכו את התמחור אליו הגיעה לנאות לדעתי.



Rolls Royce Holdings – רולס רויס היא דואופול עולמי באחד התחומים עם חסמי הכניסה הגבוהים
בנמצא – מנועים למטוסים כפולי גוף המשמשים כמעט בכל הטיסות הארוכות מ-7 שעות בעולם.
החברה נמצאת בעיצומו של תהליך שידוד מערכות עסקי, שהנהלתה צופה כי ישפר דרמטית את
רווחיותה. עם זאת, במהלך 2016 הלך והתבהר כי היעד המיוחל יהיה קשה להשגה, וכי בפני החברה
אתגרים משמעותיים רבים. מכרנו את מניות החברה לאחר תשואה שלילית של כ-15% שהובילה
לפגיעה של 0.6%- בתשואת הקרן.

סקירת 5 האחזקות הגדולות בקרן בסיום השנה וסיכום

תקציר	חברה
ספקית תוכנה לחברות ביטוח המאפשרת להן להחליף את מערכות הליבה המיושנות שלהן בפתרון חדש המקנה סט אדיר של יכולות משופרות וחוסך כסף גדול לאורך שנים ארוכות. החברה מציגה צמיחה דו-ספרתית יפה ונמצאת כעת בשלב האופטימלי של חברות תוכנה בו הוצאות הפיתוח הגבוהות בהסתיימו והרווחיות נכנסת למגמת שיפור דרסטית. החברה היא יצרנית תזרימי מזומנים מצטיינת, אין לה חוב והמזומן בקופתה מהווה כ-15% משווי השוק. הורחבה לעיל	סאפיינס
ספקית שירותי לוגיסטיקה, שרשרת אספקה וייעוץ למשרד ההגנה האמריקאי, לחברות תעופה ולדואר ארה"ב. החברה עשתה עסקאות רכישה מעולות בשנים האחרונות שמתבטאות בתזרים מזומנים חזק אך טרם בשורת הרווח הנקי. נהנית מהנהלה שמרנית ומצויינת, אך גם כזו המממטת לשתף פעולה עם וול-סטריט, דבר שיחד עם שווי שוק של כ-\$400M בלבד מביא לעויות גדול בתמחור המניה.	VSE Corporation
ספין-אוף של חברת השקעות מוסדית אמריקאית ידועה. החברה האם הזרימה לחברה מזומן ונכסים פיננסיים סחירים ואיכותיים. רכשנו את מנייתה במקור לפי שווי שוק של 75 סנט בלבד לכל דולר נכסים (לחברה התחייבויות זניחות) עקב חוסר תשומת לב של השוק שנבע מאלמוניותה, היותה מניה חדשה שגופים מוסדיים לא מסקרים, קרנות שהחזיקו בחברה האם ונאלצו למכור את הספין אוף וכד'. לשם הדגמא - מניית החברה עדיין אינה ניתנת לאיתור בפלטפורמת גוגל פיננס הפופולרית.	Associated Capital
חברת הכבלים הגדולה בעולם מחוץ לארה"ב. רכשנו את המניות בתמחור חד ספרתי לתזרים המזומנים המצויין שלה, לאחר הברקזיט בבריטניה. החברה מובלת ע"י ההנהלה הטובה בתחום ונהנית מכוח שוק אדיר במדינות הליבה שלה.	Liberty Global

תכננתי לעסוק מעט במאקרו ועניינים שברומו של עולם, אך המכתב כבר ארוך מהרגיל. הגישה שלנו
לבחינת השקעות בקרן תמשיך להיות "מלמטה למעלה" – מיקוד באיתור חברות מתאימות להשקעה
תוך התמקדות ב'סיפור' האישי ובמשתנים הייחודיים לכל חברה ההופכים אותה להשקעה ראויה.

2017 החלה עם סנטימנט חיובי של גיוס משקיעים לקרן, חלקם בעקבות המלצות שלכם לחבריכם,
ותודה על כך. אם מי מכם נקרה בדרכם של משקיעים פוטנציאליים העשויים להתחבר ולהתאים לאופי
ההשקעות שלנו, אשמח לקישור.

שמח תמיד לענות על כל שאלה,

עומרי ולורט - שותף מנהל