



## רבעון 1 – שנת 2017

שותפים יקרים שלום רב,

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2017 הייתה תשואת הקרן ברוטו 4.1% לאחר עלויות מסחר. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים ותשואת השותפים המוגבלים לפני מיסים, אל מול מדדי ההשוואה<sup>1</sup>:

| ת"א 100       | S&P 500 Total Return | שותף מוגבל   | הקרן        | תקופה                 |
|---------------|----------------------|--------------|-------------|-----------------------|
| 3.72%         | 8%                   | 6.86%        | 8.58%       | מחצית 2 - 2016*       |
| <b>-2.70%</b> | <b>0%</b>            | <b>3.27%</b> | <b>4.1%</b> | <b>רבעון 1 - 2017</b> |
| 0.92%         | 7.8%                 | 10.36%       | 13.02%      | תשואה מצטברת          |

\*החל מה- 21.6.2016

תשואת הקרן ותשואת מדדי ההשוואה מוצגות ב - ש, באופן התואם לדעתי לצרכי ההשקעה של רוב השותפים בקרן. במהלך הרבעון, תנודה חדה יחסית מטה של (6%) בשער הדולר מול השקל העיבה על תוצאות הקרן ברבעון הראשון של השנה וגרעה מהן כ-3.5 אחוזי תשואה. על זאת ניתן להוסיף את הירידה בשער הפאונד הבריטי בו נקובה אחת מאחזקות הקרן ואף חשיפה עסקית של חלק מהחברות הישראליות שלנו לשערי מט"ח באופנים שונים.

על אף הירידות אנו נמשיך שלא לגדר מט"ח בקרן שכן גידור מט"ח בהשקעות לא ממונפות לטווח של מספר שנים זו אסטרטגיה בעלת תוחלת רווח שלילית, יקרה יחסית במישור עלויות הביצוע ובעיקר אינה נחוצה. אף ברבעון הראשון ה"ברוטלי" יחסית מבחינת התנהגות מט"ח הודגם באופן משביע רצון הגידור הטבעי והחינמי הגלום באחזקות שלנו.

כך למשל, סיבה מרכזית להתחזקות החדה בשער השקל הייתה האיתנות אולי חסרת התקדים של המשק הישראלי בשנת 2016, במהלכה שוב רשם צמיחה **ריאלית** מהגבוהות בתולדותיו – צמיחה ממנה נהנו באופן ישיר כמה מאחזקות הקרן הפועלות בארץ ובראשן סנו הזכורה ממכתב הסיכום לשנת 2016, אשר הציגה תוצאות שיא לשנת 2016 במהלך חודש מרץ האחרון. על חלק מהאחזקות שהביאו אותנו לשורה תחתונה נאה בסיום הרבעון נרחיב להלן.

<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 ולכן מהווים את כר ההשוואה המדויק ביותר עבור פורטפוליו<sup>1</sup> ההשקעות שלנו.

התשואה המוצגת הינה התשואה ברוטו שהשיג שותף מוגבל אשר היה בקרן מתחילת כל תקופה ועד סופה. יתרות פרטניות באישור וחתומות נאמן הקרן ישלחו ונשלחות לשותפים המוגבלים מעת לעת.

**הבהרה 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.



כזכור, מטרת הקרן היא להשיג תשואת יתר מצטברת, "אלפא", אל מול מדדי השוואה, במהלך מחזורים של 3-5 שנים. לתפישתי ומניסיוני, זוהי מטרה ברת השגה. לעומת זאת שאיפה שאינה ברת השגה ושלא תשרת נאמנה את מטרותינו ארוכות הטווח תהיה לעשות זאת **בכל** רבעון ורבעון ואף בכל מחצית ובכל שנה במהלך מחזור ההשקעה. אופי ההשקעה שלנו – פעמים רבות בחברות קטנות ונסחרות מעיני השוק, פועלות בסקטור הסובל מסנטימנט שלילי בשוק או המצויות במהלך ארגון מחדש של העסק המסתיר את כוח הרווח ארוך הטווח שלו – מחייב לעתים המתנה סבלנית וממושמת עד ש-"הצבע יסיים להתייבש" ושווי השוק ינוע לכיוון ערכו הראוי של העסק.

### גשר מעל מים סוערים – השקעות שהשוק שונא

**"In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine."**

(פרופ' בן גרהאם, מחבר הספר "המשקיע הנבון" (1934) ואבי תורת השקעות הערך)

**"Chaos isn't a pit. Chaos is a ladder"**

(הלורד פיטר "ליטלפינגר" בייליש, משחקי הכס)

לעתים קרובות, מביא החיפוש המתמיד אחר עסקים שמחיר מנייתם משקף עיוות אטרקטיבי בין ערך העסק לשווי השוק אל חברות מחוץ לאור הזרקורים - הן קטנות מדי, או צנועות מדי או איכותיות באופן כה בלתי רגיל עד שהשוק טרם שם לב לכך.

לעתים רחוקות יותר המצב יהיה שונה כמעט לחלוטין – חברות שסובלות מתשומת לב מוגברת ומהטיה קשה של השוק כנגדן באופן שהופך את מנייתן לזולה באופן כמעט קיצוני.

מה הופך את השוק לשונא? מבחינת משתנים הקשורים לעסק מדובר לרוב בחשיפה מוגברת שלו לרגולציה, מוניטין ציבורי שלילי, התנהלות לא תקינה או כשירה מול לקוחות שתפסה את עיני הרשויות או פשוט היותו חלק מסקטור הנמצא בדעיכה מחזורית (המשתנה בכל מספר שנים) או סופית (כתוצאה משינויים בטעם הקהל, טכנולוגיה וכד').

מבחינת משתנים הקשורים למסחר במניות לכשעצמו, התשובה ברורה, והיא זו שלרוב מייצרת את הזדמנויות הערך הגדולות המעניינות אותנו – מניותיהם של עסקים שנואים לרוב יציגו תנודתיות גבוהה בעבר הקרוב יחסית, ואם יש דבר שרוב השחקנים הגדולים בשוק ההון מושכים ממנו ידיהם כמו מאש זו תנודתיות גבוהה. גוף מוסדי שתשואותיו מגיעות למודעות הפרסומת ולכותרות על בסיס חודשי ורבעוני מתקשה מאוד לחיות בשלום עם העובדה שמניה אותה הוא מחזיק עלולה לרדת גם 30-40% ביום, אף אם הירידה אינה מוצדקת מבחינת נתוניו של העסק עצמו.

עבורי, חברות מסוג זה עשויות להיות אטרקטיביות רק במידה שמרווח הביטחון במניה רחב במיוחד ומחיר השוק שלה משקף תרחיש רחוק מאוד ממכלול של תרחישים סבירים. לרוב זה יקרה בחברות שתכונתן הבולטת היא **כושר ייצור תזרימי מזומנים מצוין במיוחד** המעניק לחברה גמישות, ומאפשר לה להציף ערך למשקיעים בדמות דיבידנדים, רכישה עצמית של מניותיה או איפוס חובותיה (אם כי הכי טוב לקבל חברות שכאלו ללא חוב כלל).

מתוך 15 אחזקות בקרן בסיום הרבעון ניתן למנות שתי חברות הנכנסות בגדר ההגדרה:

**Plus 500** – חברה ישראלית הנסחרת בבורסת לונדון, המפעילה את פלטפורמת המסחר השנייה בגודלה בכמה מהשווקים הגדולים באירופה ובעולם לחוזי CFD ולמט"ח. חוזי CFD הם מעין הימור של המשקיע על תנודות בשעריהן של מניות מבלי להחזיק במניות עצמן. אף שמדובר בכלי השקעה



מסוכן ותנודתי במיוחד שהשקעה בו היא הימור כמעט פר-אקסלנס, רוב הגופים הפיננסיים הגדולים והברוקרים הלגיטימיים והממוסדים הגדולים באירופה מציעים ללקוחותיהם להשקיע במכשירי CFD. כוחה של פלוס טמון בפלטפורמה ידידותית ומעולה באופן ייחודי, פרי עבודתם של מייסדיה בוגרי הטכניון, המציעה ללקוחות קטנים המחפשים בעיקר הנאה וריגוש עם חשבון של 1500-3000 דולר חוויית משתמש מעולה, זמינות מוגברת על כל מכשיר ופלטפורמה ושירות לקוחות מצוין. שוק ההון מקשר את פלוס 500 לחברות למסחר באופציות בינאריות, מוצר ששייך לתחום האפור שרוב החברות המציעות אותו מפוקפקות ורגולטורים מבריטניה ועד ישראל נלחמים בו, אך פלוס מעולם לא נכנסה לתחום, היא בבסיסה חברת טכנולוגיה השמה כיום דגש מוגבר ומשאבים רבים על ציות מיטבי לדרישות הרגולטורים.

ועדיין, כאשר שחרר הרגולטור הבריטי הודעה לעיתונות במהלך דצמבר האחרון בדבר הצורך להסדיר ולפקח יותר על שיווק פלטפורמות מסחר תוך שהוא מדגיש את תחום האופציות הבינאריות שכן הן הפכו לפופולריות מאוד, התרסקה מניית החברה בכ-50% תוך מספר ימים ללא מעורבות של החברה באירוע קונקרטי המשפיע על עסקיה. זאת בזמן שרק כ-20% מהכנסותיה של החברה מגיעות מבריטניה והיא פעילה במספר דו-ספרתי של מדינות נוספות ורגליה נטועות על אישורים משישה רגולטורים שונים ומקבילים במדינות השונות, דבר המעניק לה גמישות טובה. נכנסנו לחברה כאשר במאזנה מעל 120 מיליון דולר במזומן ללא חוב **בשיעור של כ-25% משווי השוק שלה**, ובמכפיל בניכוי מזומן של פחות מ-3 על תזרים המזומנים הענקי שהיא מצליחה לייצר מעסק "רזה" המבוסס על פלטפורמה שהוצאות הפיתוח שלה הסתיימו מזמן ודורשת השקעות אפסיות בתחזוקה שוטפת. מאז, הספיקה החברה לפרסם דו"ח שנתי מצוין ואף עדכון רבעוני טוב, רווחיה צומחים ולמשקיעים חולק דיבידנד עצום של מעל 9% משווי השוק (כאמור, יצרנית מזומנים סדרתית שאינה זקוקה לכסף). אף לאחר תשואה של למעלה מ-50% ממחיר הרכישה הממוצע שלנו, אחזקה סבלנית של החברה במחיר המניה הנוכחי יכולה להזרים לידינו דיבידנדים שיכסו את רוב השקעתנו תוך שנים מעטות (ואז נישאר עם העסק ביד "חינם").

**Altisource Portfolio Solutions** – אלטיסורס הופרדה מהחברה האם שלה, אוקוון, בשנת 2009 ומאז מספקת לאוקוון שירותים טכנולוגיים התומכים בעסקיה – טיפול בזכויות השירות ( Servicing Rights) של תיקי משכנתאות בארה"ב. במהלך 5 השנים האחרונות הצליחה החברה לבצע מהלך מרשים של פיתוח זרם הכנסות עצמאי מעשרות לקוחות עסקיים גדולים, שאינו תלוי באוקוון, עד שכיום, נחלקות ההכנסות מהלקוחה אוקוון ומלקוחות חדשים בשיעור קרוב לשווה.

בתור ספקית שירותים ופלטפורמות טכנולוגיות אלטיסורס אינה זקוקה למזומנים רבים לשם השקעה חוזרת בעסקיה וביכולתה להפנות את תזרימי המזומנים הגבוהים שהיא מייצרת חזרה אל בעלי המניות שלה או לשם השקעה בצמיחה רווחית עתידית.

במהלך 2014 נכנסה אוקוון לעימות עם רגולטורים במדינות המפתח קליפורניה וניו יורק עקב טענות להתנהלות קלוקלת מול לוויה המשכנתאות בתיקי המשכנתאות אותן היא משרתת. השוק העניש את אלטיסורס יחד עם לקוחתה הגדולה והמניה ירדה עד 80% משיאה.

שנתיים לאחר מכן המשיכה החברה לצמוח מחוץ לעסקיה מול אוקוון ואנחנו קנינו את המניה במהלך דצמבר האחרון כאשר אנו משלמים מכפיל סביר של 11 על חלק הרווח התפעולי המתואם מלקוחות אקס-אוקוון, מהם צומחות ההכנסות בשיעור שנתי ממוצע גבוה מאוד של כ-35% בשנים האחרונות. זאת כאשר אוקוון אמנם מנועה על ידי הרגולטור מלצרף תיקי משכנתאות חדשים אך הרווח התפעולי מהתיקים שהיא עודנה משרתת ניתן לנו "בחינם" וצפוי להסתכם בכ-300 מיליון דולר עד 2021, המהווים אפסייד משמעותי של כ-70% באחזקה באלטיסורס.

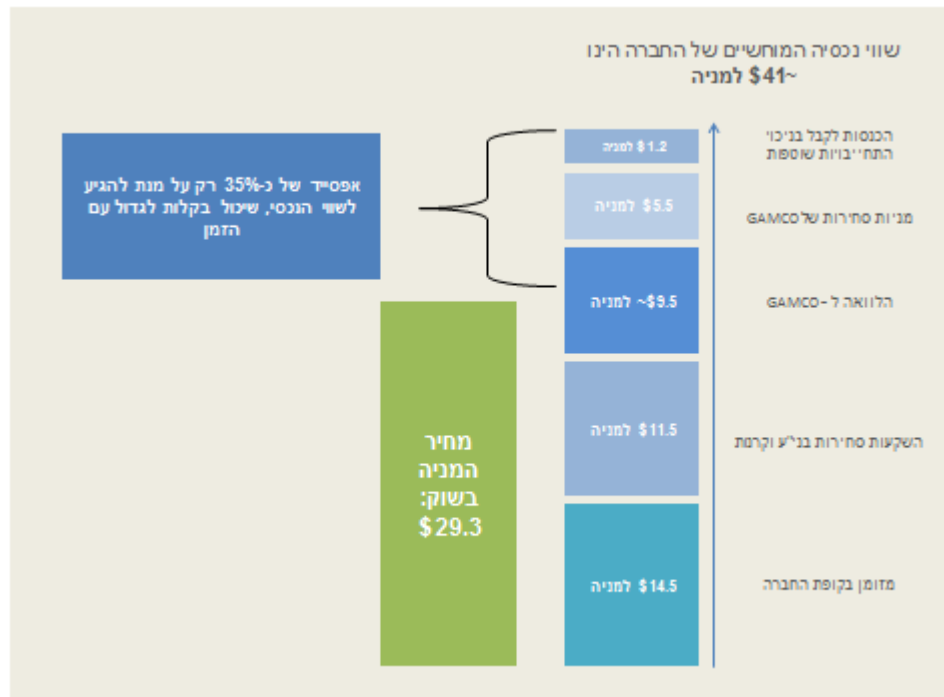


במהלך הרבעון עלתה המניה בחדות בעקבות החובה של משקיעי שורט לשלם פרמיות גבוהות על הימורם נגד מניית החברה. עם זאת, לאחר סיום הרבעון נתבעה אוקוון באחת על ידי מספר גבוה של רגולטורים במדינות נישה, דבר השם בסימן שאלה את הרווח לאלטיסורס שצפוי מעסקיה מול אוקוון עד שנת 2021 (שיועד להיות האפסייד בהשקעתנו) וחסיל את רוב הרווח שנצבר במניה עד החלטתי למכור את המניה ברווח של כ-7% על המחיר הממוצע בו רכשנו אותה.

### אחזקות שנמכרו במהלך התקופה

**Associated Capital (AC)** – בסוף 2015 החליט מריו גאבלי, 74, משקיע ערך רב-זכויות ומייסד פירמת ההשקעות המוערכת GAMCO, לערוך רביזיה במבנה התאגידי של הפירמה ולהקים חברה-בת ל-GAMCO, את AC, להזרים אליה כמות משמעותית של מזומנים ומגוון נכסים פיננסיים איכותיים, ובשלב השני להפריד את החברה החדשה מ-GAMCO ולהפוך אותה לחברה נסחרת עצמאית בבורסת ניו-יורק. בניגוד למקרים דומים רבים, הנכסים אשר הוזרמו ל-AC היו ועודם נכסים פיננסיים איכותיים, פשוטים להבנה, וסחירים ברובם (דבר המספק ציטוט אמין לגבי שוים).

למרות זאת, יותר מחצי שנה לאחר הפרדתה מ-GAMCO, AC נסחרה בדיסקאונט משמעותי לשווי המצטבר של המזומן שבקופתה והנכסים הפיננסיים המצוינים שבמאזנה, בעוד הנהלתה מתחילה להחזיר מזומנים למשקיעים בדמות רכישות חוזרות. הדבר יצר "מצב מיוחד", נדבך בהשקעות ערך המתאר עיוות ייחודי היוצר הזדמנות השקעה בסיכון נמוך במיוחד, כמתואר להלן:



כך התאפשר לנו להקצות כ-10% מנכסי הקרן להשקעה עם דאונוסייד כמעט אפסי ולממשה תוך כשישה חודשים בתשואה של מעל 25%, לאחר שמחיר המניה של החברה בבורסה התקרב לשווי הנכסים שבמאזנה, כמתואר לעיל.

**טלדור** – יצאנו מהאחזקה בחברת שירותי המחשוב הישראלית סביב המחיר בו רכשנו את מניותיה, לאחר שדיווחיה הצביעו על קושי לצמוח בשורה העליונה והתחנתונה כאחד, דבר שהפך את התמחור



הנוכחי לסביר. שוק שירותי המחשוב כולו מצוי בשנים האחרונות במגמת צמיחה בהיקפי פעילות אך גם במגמה של שחיקת רווחיות ותחרות קשה, שאינה עושה סימנים של רגיעה.

## לסיכום

הקרן גדלה ועומדת כעת על 15 שותפים ואני שמח על כך מאוד. כידוע לכם, אני המשקיע הגדול ביותר באסטרטגיית הניהול של הקרן ורובם המכריע של הנכסים הפיננסיים שלי ושל משפחתי מושקעים לצידה. לשמחתי, התרחבות מעגל השותפים בקרן ממשיכה לתרום לי גם מבחינת מעגל הידע והמומחיות אותו מרכיבים שותפים המוגבלים בקרן המגיעים מתחומי עיסוק מגוונים ומאפשרים לי לשכלל ולהעמיק את תהליכי המחקר שלי לרווחת כולנו.

שמח תמיד לענות על כל שאלה,

עומרי ולורט

שותף מנהל