



## מכתב משקיעים – רבעון 4 לשנת 2018

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2018 עמדה תשואת הקרן על  $-17.5\%$  לאחר עלויות מסחר. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים, אל מול מדדי השוואה<sup>1</sup>:

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
2.0%	-2.8%	-7.0%	-4.97%	2018
<b>20.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>תשואה מצטברת</b>

\*החל מ-21.6.2016

רבעון רביעי קשה איפס את ההתקדמות הנאה שעשתה הקרן בתשעת החודשים הראשונים של השנה והביא אותנו לתשואה שלילית בסיום שנת 2018, לראשונה מאז תחילת פעילות הקרן.

מיקוד הקרן גם בחברות קטנות יחסית היה בעוכרנו ברבעון הרביעי. המניות הקטנות בארה"ב ובישראל, סבלו עוד יותר מהתנודתיות והפחד שאחזו בשווקים וירדו כמעט באופן מתואם בשיעורים חדים. זאת על אף מגמה מוגברת של תוצאות עסקיות מעולות שדיווחו רובן המכריע של חברות הפורטפוליו. חשיפה לחברות קטנות, מחוץ לאור הזרקורים, היא יתרון תחרותי שלנו כמשקיעים קטנים יחסית ועוד תחפה בעתיד על תשואת החסר שגרמה לנו ברבעון הרביעי וב-2018.

<sup>1</sup> מדדי השוואה 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.

תשואת הקרן ותשואת מדדי השוואה 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.

**הבהרה וגילוי נאות –** לכותב ולשותפות המוגבלת לגאסי וואליו פרטנרס יש עניין אישי, או עשוי להיות, בכלל החברות המוזכרות במכתב זה. אין לראות בכתוב המלצה לפעולה בניירות ערך. **מכתב זה אינו נועד לשמש כ- "הצעה"** להשקעה בש.מ כמשמעה בחוק ני"ע, למען הזהירות – היה ויוגדר מכתב זה כהצעה תפוג זו בתוך 14 ימים מיום כתיבתו.



## סקירה כללית – אחרי הסערה

"Everyone has a plan, until they get punched in the face"

(מייק טייסון, מתאגרף במשקל כבד)

זה היה רבעון בו פוליטיקה, ספקולציות מאקרו ופאניקה הניעו את השווקים, ואת תוצאות הקרן. נעסוק מעט בגורמי המאקרו שהביאו לסערה בשווקים בהמשך מכתב זה.

בעת ירידות כה חדות בזמן קצר המיקוד שלי נחלק לשניים:

**1. בחינה חוזרת של כלל ההשקעות בפורטפוליו, על מנת לוודא שתזת ההשקעה המקורית עומדת בעינה.** על אף הירידות החדות, מרבית החזקות הליבה שלנו דיווחו על ביצועים עסקיים משופרים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2018 ובזמן שחלף מתחילת 2019, תוך מימוש האסטרטגיה והיתרונות התחרותיים שהביאו אותנו להשקיע בהן במקור. את מניית Yelp האמריקאית החלטתי למכור לאחר חריקות תפעוליות משמעותיות שהתבטאו בדיווח מאכזב למשקיעים ולצורך ניצול ההזדמנות שנוצרה במובילת שוק הפרסום הדיגיטלי העולמי פייסבוק עליה נרחיב בהמשך מכתב זה.

**2. איתור הזדמנויות השקעה יוצאות מהכלל שנוצרו בשוק, לצורך הקצאה מחדש של חלק מנכסי הקרן.** הקרן ממוקדת ברעיונות האטרקטיביים ביותר מבחינתי ובתקופות רגילות אני שואף לעשות בה שינויים במשורה. לצד הפורפוליו הקיים אני משקיע חלק ניכר מהמחקר בכ-150 חברות הנמצאות, לעתים שנים רבות, ברשימת המעקב שלי. אלו מניות אשר למדתי לעומק בעבר, אהבתי את העסק, אך התמחור היה גבוה מדי עבורנו באותה נקודת זמן. לצידן ניצבות כמובן גם חברות אשר הקרן החזיקה, ומכרה, את מנייתן בעבר.

סמוך לשיא הירידות ניצלנו את קו האשראי של הקרן מהברוקר (הבנק הבינלאומי), בשיעור של כ-11% מנכסיה ובעלות אשראי מצוינת של 1.25% לשנה, לבניית פוזיציה חוזרת בהחזקת עבר שלנו, חברת סנו הישראלית - בסמוך למחיר המקורי בו נכנסנו אליה בשנת 2016 (עת יצאה החברה ממשבר גדול באוקראינה). וכן לרכישת אג"ח קונצרני, לראשונה מאז הקמת הקרן - של חברת הנדל"ן הישראלית **מישורים**, בשיעור של כ-75% מערכו. נרחיב על השקעות אלו בהמשך מכתב זה.

### חברות איכותיות מחבבות משברים

מאפיין בולט בקרב החברות אותן אנו מחזיקים הוא טראק רקורד מתמשך של הגדלת נתח שוק בסקטור בו הן פועלות. **פיאט קרייזלר** הפכה תוך עשור לכמעט שווה למובילות השוק האמריקאי פורד וג'נרל מוטורס בקטגוריות הרווחיות בהן בולטים מותגי JEEP ו-RAM. **צ'ארטר** מגדילה בעקביות ובקצב מהיר בהרבה מצמיחת השוק את מספר מנויי האינטרנט המהיר שלה בארה"ב, על חשבון חברות הטלפוניה המסורתיות, ונהנית ממעמד של חברת



כבלים יחידה ביותר ממחצית מהשווקים בהם היא פעילה. **טלסיס**, בה עסקנו במכתב הרבעון השלישי, באמצעות חברת וואריסייט שבשליטתה, צומחת בקצב מהיר יותר ב-12-10 אחוז לשנה לעומת כלל שוק ה- Systems on Module הרווחי והפכה לאחת השחקניות המובילות בעולם בתחום.

פייסבוק היא אולי הדוגמא הטובה ביותר לחברה שמעמדה בשווקי הפעילות שלה, שוק הפרסום הדיגיטלי ושוק פלטפורמות האינטרנט, הולך ומתחזק. ניצלנו את גל החדשות השלילי ואת הירידות במניית החברה והכפלנו את החזקתנו במהלך הרבעון הרביעי. נרחיב על ההשקעה בחברה בהמשך מכתב זה.

לירידות בבורסה יש גם צד חיובי עבור רוב החברות בהן מחזיקה הקרן. עבור יצרניות תזרימי מזומנים חזקות הנהנות ממאזן חזק ולעתים נקי לגמרי מחוב, מחירי מניות יורדים מאפשרים להן להפנות את תזרימי המזומנים הללו לרכישה חוזרת של מניותיהן בבורסה (בייבק). פלוס 500, צ'ארטר, פייסבוק, דאו-דופונט ואחרות ניצלו את ירידות הרבעון הרביעי להגברת רכישת מניותיהן בשוק, אשר הגדילה את הנתח שלנו, כמשקיעים לטווח הארוך, בעוגת הרווחים של חברות אלו.

## "זאב זאב" – חלק מהגורמים לירידות החדות

בשנת 2008 חווה העולם את המשבר הפיננסי הכי רחב היקף בתולדותיו, והקשה בחומרתו מאז השפל הגדול בארה"ב בשנות ה-30.

למרות הנראטיב השולט של "עשור ללא משבר" (ובעקבותיו – הציפייה למשבר זהה ל-2008 שתמיד נמצא מעבר לפינה), המציאות שונה – בעשור האחרון תקפו את שוקי ההון מגוון משברים נקודתיים, כלכליים או פיננסיים, חמורים יותר או פחות. בשנת 2011, למשל, עמד האיחוד האירופי על סף בלימה בעקבות משבר החוב ביוון ומדד ה- S&P חווה ירידה תוך שנתיים של קרוב ל-20%, רק כדי להתאושש לקראת סיום השנה. מאורעות 2011 כמעט ונשכחו מהתודעה של רוב הפעילים בשוק ההון.

כך גם משבר מחירי הנפט והסחורות בתחילת 2016, עת צנח מחיר הנפט לכ-20 דולר לחבית. המשבר הוביל לירידות דו ספרתיות מהירות בבורסות וגרר כותרות מופרכות בכלי התקשורת הכלכליים על פגיעה חמורה אפשרית ביציבות הבנקים. במציאות דיווחו הבנקים האמריקאים הגדולים כי חשיפתם לתעשיית הנפט נמוכה מ-2% והמשבר חלף כלא היה. במבט לאחור, משבר ינואר 2016 הוא דוגמא טובה למשבר שיצר הזדמנויות יוצאות מהכלל למשקיעים (בעיקר בסקטור הפיננסיים) במבט של שנתיים קדימה.

ברבעון הרביעי חוונו ירידות חריפות יותר משני ה- "מיני משברים" שתוארו לעיל, אך ללא טריגר כלכלי מהותי ברור. יותר מהכל הדגימו ירידות הרבעון את האלרגיה החריפה שפיתח שוק ההון לתנודתיות. הסלידה מתנודתיות מתודלקת על ידי הפוליטיקה התזזיתית והתגרנית של הנשיא טראמפ ועל ידי הבנק הפדרלי המרכזי של ארה"ב שהמשיך בתכנית העלאות הריבית שלו במהלך הרבעון. במהלך הרבעון הרביעי כל כותרת ערערה את השווקים והפכה לנבואה המגשימה את עצמה.

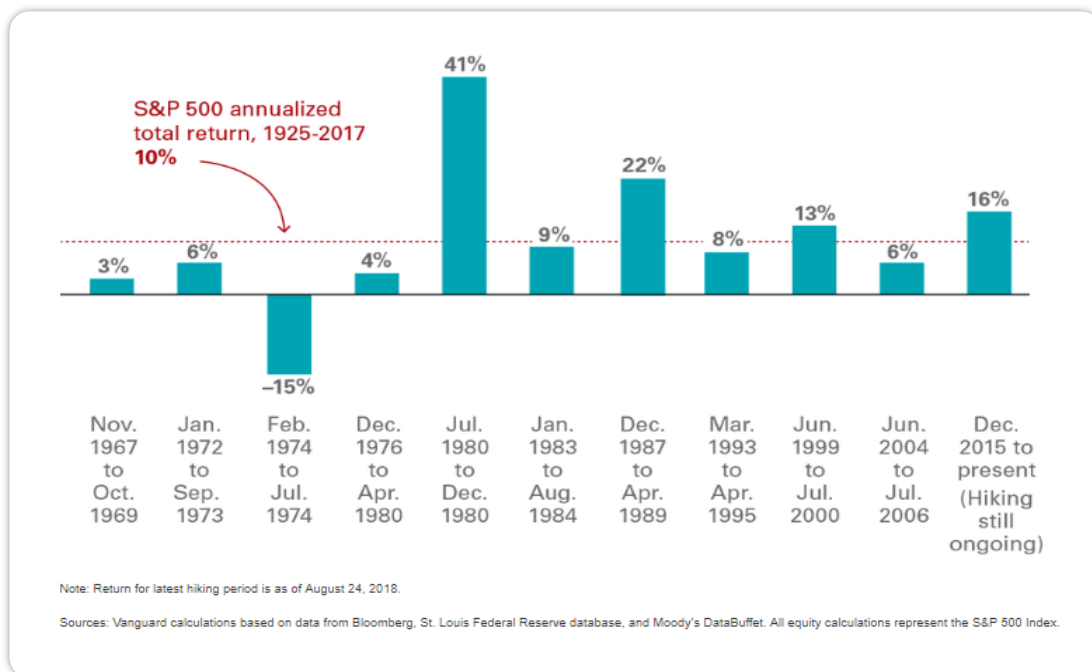


בנוסף, עשור ללא מיתון בכלכלת ארה"ב מביא רבים למסקנה כי מיתון נמצא מעבר לפינה, למרות שכמעט כלל הנתונים הכלכליים החזקים בארה"ב מצביעים על הנחה זו כשגויה. קריאות אלו של "זאב זאב" לבסוף יקלעו בעתיד הבינוני או הרחוק, אך מיתון שגרתי רחוק שמיים וארץ ממשבר 2008, שהיה סערה מושלמת של כשלים וסיכון עצום למערכת הפיננסית העולמית שהתממש. **רוב החברות בהן אנו מחזיקים ימשיכו לצמוח גם בשנים של מיתון שגרתי.**

סביר להניח כי הבנק הפדרלי האמריקאי, מי שחשוף למידע האיכותי והמקיף ביותר לגבי הכלכלה האמריקאית, אינו סבור שהיא קרובה למשבר כלכלי או אפילו למיתון. הראייה לכך היא דבקותו בתהליך העלאת הריבית במהלך שנת 2018. בתקופות יציבות של צמיחה בכלכלה נוהגים בנקים מרכזיים להעלות ריבית, ובתקופות של משבר קיים או קרוב הם נוהגים להורידה.

בניגוד לאינטואיציה של משקיעים רבים, תקופות של עלייה בריבית הבנק הפדרלי כוללות באופן מובהק גם עליה משמעותית במדדי המניות המובילים, בדיוק בשל הקורלציה בין לבין ביצועים טובים של המשק והכלכלה.

**תרשים א' – תשואה שנתית ממוצעת של מדד S&P 500 בתקופות של העלאות ריבית**



המשך שטף הנתונים החזקים מכלכלת ארה"ב ומהחברות העסקיות המובילות בה, וכן שיפור באופק יחסי הסחר בין ארה"ב לסין ובאיחוד האירופי הובילו להתאוששות משמעותית של השווקים, וביתר שאת של פורטפוליו הקרן במהלך חודש ינואר 2019. נראה כי התנודתיות תמשיך להיות מנת חלקנו גם בעתיד הקרוב. פעלנו כדי לנצל אותה לטובתנו במהלך הרבעון הרביעי ונמשיך לעשות זאת גם בעתיד.



## פייסבוק – מעל לכותרות

*"For Ecommerce businesses, paying for Digital advertising is the new Rent"*

(מתוך בלוג החברה של ספקית התשתיות הטכנולוגיות למסחר מקוון Shopify)

במהלך הרבעון הרביעי התאפשר לנו יותר מלהכפיל את החזקות התיק בפייסבוק במחיר ממוצע של כ-\$138 למניה, נמוך משמעותית ממחיר הרכישה המקורי שלנו.

ההשקעה בחברה היא דוגמא טובה לטענה לפיה גם חברות ענק, עם מאות אנליסטים המקדישים את מרצם למעקב אחריהן, יכולות לסבול מתת-תמחור קיצוני בשוק ההון בשל הטיות ופאניקה בטווח הקצר.

במקרה של פייסבוק הסיבה העיקרית לירידות היא קמפיין חסר תקדים של כלי תקשורת מובילים בארה"ב ובראשם הניו-יורק טיימס כנגד החברה. כמות ואינטנסיביות הכותרות השליליות שקיבלה פייסבוק במהלך השנה האחרונה מזכירה את אופן הסיקור של חברות ענק אשר גרמו לאסונות סביבתיים רחבי היקף או למותם של אנשים (כגון בריטיש פטרוליום ואחריותה לפיצוץ צינור הנפט במפרץ מקסיקו ב-2009), ואף לחברת אנרון שאחראית לתרמית הגדולה ביותר בתולדות שוק ההון האמריקאי (בשנת 2001).

בפייסבוק, לעומתן, נחשפו פרקטיקות שימוש לצרכי פרסום במידע של משתמשיה, וכן נחשף השימוש שעשתה רוסיה בפרסום בפייסבוק, ללא ידיעת החברה, לקידום בחירת הנשיא טראמפ בבחירות 2016.

אלו אינן פרשיות זניחות, אך עוצמת הסיקור של הניו-יורק טיימס ועשרות כלי תקשורת מרכזיים ההולכים אחריו, הושפעה גם מהאינטרס הכלכלי האדיר שיש להם בהחלשתה של החברה. הפלטפורמה של פייסבוק, המחברת 1.5 מיליארד משתמשים יומיים, היא מהאחראיות העיקריות לשחיקה במודלים העסקיים של כלי התקשורת המסורתיים בשני העשורים האחרונים.

ככל שהעמקתי במחקר מצאתי חברה עם חפיר עסקי מהרחבים שיש כיום בעולם. והחפיר עודנו מתרחב. אף שפייסבוק היא החברה השנייה בגודלה בשוק הפרסום הדיגיטלי העולמי, היא אינה חשופה לרגולציה משמעותית מכיוון דיני ההגבלים העסקיים כמו מתחרתה גוגל שכן נתח השוק העכשווי שלה הוא כ-21% והיא אינה מחזיקה במונופולים מוכרזים כמו תכנת ההפעלה אנדרואיד של גוגל.

החברה נהנית מהובלה על ידי שדירה ניהולית מהאיכותיות והמבריקות בעולם הטכנולוגיה העולמי. משך הכהונה הממוצע של בכירי פייסבוק עולה על 10 שנים בחברה ולכולם, כולל מרק צוקרברג המייסד, החזקה במניות החברה המהווה את הרוב הארי של שוויים האישי כך שהאינטרסים שלהם ושלנו, כבעלי מניות, חופפים במידה מספקת.

פייסבוק נהנית ממגמת עלייה רבת שנים בביקוש לפלטפורמת הפרסום היחידה במינה שלה, שמתבטאת גם בעליית מחירים רציפה לכל יחידת פרסום ועלייה בשיעור דו-ספרתי, רב-שנתי, בהכנסה הממוצעת שהיא מפיקה פר משתמש. בנוסף, השקעות חכמות שביצעה



ההנהלה בשיפור השירותים הקיימים והוספת חדשים הביאו להמשך גידול מתמיד בכמות המשתמשים, למרות גודלה העצום העכשווי של הפלטפורמה אשר מגיע כבר ל-2.1 מיליארד משתמשים חודשיים, מתוכם 1.5 מיליארד משתמשים בה בכל יום.

### **אופק ברור להכפלה נוספת של ההכנסות מנכסי אינטרנט יחידים מסוגם בעולם**

אף שהפכה ליצרנית תזרימי מזומנים מצטיינת בשנים האחרונות, פייסבוק עדיין רחוקה ממיצוי הפוטנציאל הכלכלי של הפלטפורמות הראשיות של החברה – פייסבוק ואינסטגרם, וגם של שירות המסרים המידיים ווטסאפ אשר כיום כמעט ואינו מנוצל כלכלית כלל.

ההכנסה הממוצעת פר-משתמש בפייסבוק ובאינסטגרם עדיין נמוכה משמעותית מההכנסה הממוצעת לצופה אצל רשתות הטלוויזיה המסורתית למשל, למרות שהפרסום בטלוויזיה הרבה פחות יעיל וממוקד והצפייה בערוצים המסחריים נמצאת בצניחה.

הנהלת פייסבוק הוכיחה יכולת יוצאת מהכלל להשיק שירותים חדשים ולהגביר את התועלת שמשתמשים מפיקים משירותיה, תוך ניצול פריסתה העצומה בכל העולם. בשנתיים האחרונות השיקה פייסבוק את שירות **Stories** באינסטגרם ובפייסבוק שנתן למשתמשים אפיק חדש לחלוק בו תמונות ורגעים מחייהם, את שירות המסחר המקוון **Marketplace** בו משתמשים 800 מיליון משתמשים חודשיים (פי 5 מאתר EBAY הוותיק) ואת שירות **Facebook Watch** המיועד להתחרות עם יוטיוב ובו משתמשים כ-400 מיליון איש בכל חודש.

ההיסטוריה של החברה רצופת ספקות של שוק ההון לגבי יכולתה להפיק הכנסות, אשר הוכחו כשגויות פעם אחר פעם.

אלו הם כמה מאתגרי הפקת הכנסות, וסקפטיות של שוק ההון, דומים עמם התמודדה הנהלת פייסבוק ב-15 השנים האחרונות:

- 2007 – פייסבוק חברה פרטית עם 100 מיליון משתמשים. אנליסטים והתקשורת הכלכלית מעלים ספקות כיצד תוכל לשלב פרסום בפלטפורמה מבלי לגרום לנטישת משתמשים. ב-5 השנים הקרובות תהפוך החברה ליצרנית מיליארדי דולרים בהכנסות מפרסום.
- 2012 – בסמוך להנפקת פייסבוק בבורסה מתגבר גל חששות בשוק ההון מהשפעות המעבר של משתמשים לגלישה דרך סמארטפונים על פני מחשבי PC [ומביא לירידות חריפות במניה](#). החברה מציגה למפרסמים שירות פוסטים ממומנים אשר מותאמים מצוין לשימוש באפליקציה בסמארטפון. כיום 93% מהכנסות פייסבוק מגיעות ממשתמשי סמארטפון.
- 2012 – פייסבוק רוכשת את אינסטגרם במיליארד דולר. הסכום מעורר תהיות [וחששות מבעה](#) בתחום הרשתות החברתיות. שש שנים לאחר מכן, במהלך שנת 2018, רשמה אינסטגרם **הכנסות שנתיות** של למעלה מ-10 מיליארד דולר, צמיחה של למעלה מ-100% לעומת 2017, והפכה לרשת החברתית בעלת ההשפעה התרבותית הגדולה בעולם. בשנה האחרונה בנתה פייסבוק את התשתית להפיכת



אינסטגרם גם **לזירת המסחר המקוון** השנייה בחשיבותה בעולם אחרי אמזון (מחוז לסיין).

- 2014 – פייסבוק משלמת 19 מיליארד דולר על ווטסאפ. את 4 השנים האחרונות העבירה פייסבוק בשיפור נחוש של חווית המשתמשים בווטסאפ ובהפיכת האפליקציה לכלי התקשורת הנפוץ בעולם. שוק ההון עדיין סקפטי לגבי יכולתה של פייסבוק להפיק מווטסאפ אפילו דולר אחד של הכנסות.

בהתחשב בכל המידע שלעיל, מהו התרחיש הסביר לווטסאפ?

לאחרונה עברה פייסבוק להתמקד במהלך של יצירת אפיקי הכנסות מווטסאפ על 1.5 מיליארד משתמשיה. היסודות להפקת הכנסות משמעותיות מהאפליקציה המצליחה כבר נוצקו בסיין, שם הפכה אפליקציית מסרים מיידיים בשם WeChat לאחד משירותי הטכנולוגיה המכניסים במדינה. ווטסאפ תהפוך בשנה הקרובה למרכז שירות לקוחות מהיר ויעיל בין עסקים למשתמשים ולאפליקציית תשלומים בהודו ובברזיל. אף שהיא עשויה להפוך לעסק עם רווחים של מיליארדי דולרים בשנה השווי שמגלם עבורה שוק ההון כפי שהוא מתבטא במחיר מניית פייסבוק נושק לאפס.

גם תוצאות הרבעון הרביעי של 2018, אשר פורסמו בסוף ינואר, מצביעות על חוזק הרגליים העסקיות עליהן נשענת פייסבוק. נראה שצריכים לקרות הרבה דברים במשולב על מנת שהחברה לא תצליח להכפיל שוב את הכנסותיה במהלך שלוש-ארבע השנים הקרובות. מחיר המניה, לעומת זאת, מגלם צמיחה כמעט אפסית.

פייסבוק היא הכל פרט לחברה ממוצעת, אך תמחורה הנוכחי דומה לתמחור של חברה ממוצעת בשוק ההון – חברה מעולה במחיר סביר מאוד, ודוגמא טובה לאופן בו כדאי לנצל תנודתיות חריפה בשווקים.

## סנו ואג"ח מישורים – חמש שנים ועוד יום

במהלך הירידות החדות של חודש דצמבר השתמשה הקרן בקו האשראי שמספק הברוקר שלנו, בעלות מימון אטרקטיבית מאוד של 1.25% לשנה, לבניית פוזיציות עם מרווח ביטחון גבוה במיוחד בחברת סנו ובאג"ח של חברת הנדל"ן המניב הישראלית מישורים בשיעור כולל של כ-11% מנכסי הקרן.

רכישת החזקות באמצעות מינוף, גם אם כזה שאינו מהותי, אינה צעד שגרתי עבורנו אך הוא היה צעד מתבקש בזמן הירידות החדות והחריגות שהגיעו לשיאן בדצמבר. גם סנו וגם מישורים הן חברות שאחרי דרכן העסקית אני עוקב ומנתח למעלה מחמש שנים. כזכור לחלקכם, במהלך שנת 2016 בנתה הקרן החזקה מהותית במניית סנו, בתמחור אטרקטיבי שנוצר בעקבות משבר צניחת המט"ח בעסקי החברה באוקראינה ובשל חוסר תשומת לב של השוק לאיכות עסקיה בישראל. מכרנו בזמנו את החזקה בתשואה משביעת רצון במהלך שנת 2017.



במהלך הרבעון הרביעי, המניות הקטנות בבורסת תל אביב סבלו במיוחד בשל הסחירות הנמוכה שמאפיינת את חלקן בשילוב הפאניקה בשווקי העולם. מאז שמכרנו את מנייתה ב-2017 סנו אמנם לא צמחה באופן ראוי לציון אך המשיכה לשמור על מעמד תחרותי חזק, ועל רווחיות גבוהה, בשוק מוצרי הניקוי ומוצרי הטיפוח האישי בישראל. קופת המזומנים שלה אף צמחה בשיעור נאה. לחברה אין חוב ויש לה נכסי נדל"ן משמעותיים במאזן.

ירידות של עשרות אחוזים בשער מנייתה בתוך כשלושה חודשים הביאו את המניה לתמחור דומה לתמחור בו רכשנו אותה לראשונה בשנת 2016, **אז כאמור יצאה החברה ממשבר משמעותי**. בהתחשב בהיסטוריה המרשימה של החברה בשמירה על רווחיות גם בתקופות כלכליות קשות ובהיכרות אורכת השנים שלי עם עסקיה בנינו החזקה בחברה במחירי שפל. בחרתי לעשות זאת תוך שימוש בקו אשראי ומבלי למכור החזקה אחרת בקרן. סנו לא נשארה במחיר הנמוך באופן קיצוני אליו הגיעה יותר מכמה ימים, כך שהיכולת להכריע על רכישת המניה על סמך חמש שנות היכרות עם החברה, לאחר תהליך קבלת החלטות מהיר של יום אחד הייתה קריטית במקרה הזה.

מישורים היא חברת נדל"ן מניב קטנה יחסית, אך ותיקה, עם תזרימים תפעוליים חזקים מעשרות נכסים, מינוף סביר, ופיזור גאוגרפי (ישראל, ארה"ב, קנדה) וענפי (משרדים, מסחר, מלונאות). ביצעתי בעבר עבודה מעמיקה של ניתוח עסקי החברה ובחרתי שלא לרכוש את מנייתה משיקולי תמחור וניהול סיכונים. במהלך הרבעון הרביעי ירדו בחדות **אגרות החוב** של החברה עד לרמה של כ-75% מערך החוב הנוכחי הגלום בהן. כלומר – כל 1 שקל של חוב נקנה ב-75 אגורות, מה שמגלם תשואה צפויה של עשרות אחוזים למשקיע הסבור כי החוב אינו נמצא בסיכון מיוחד וצפוי להיות מוחזר במלואו.

מישורים היא עסק משגשג ולהנהלתה טראק רקורד מוצלח במיוחד של עסקאות חכמות בתמחור מעולה בנכסי נדל"ן מניב בישראל ובארה"ב. לחברה תזרים תפעולי מהשכרת נכסים של למעלה מ-60 מיליוני שקלים בשנה המגיע מעשרות נכסים שונים ומבטיח כי לא תיתקל בבעיות מיוחדות בתשלום חובותיה. בנוסף לחברה מניות שליטה בחברה ציבורית נוספת, סקייילין הקנדית, המחזיקה באתרי מלונאות מניבים באיכות גבוהה בארה"ב ובקנדה.

רכישת אג"ח של חברה כזו, ב-75% מערכו, היא בעלת מרווח ביטחון גבוה מהותית מרכישת מניותיה שכן משקיעי אג"ח קודמים לבעלי מניות בתרחישי קיצון של הידרדרות בעסקי החברה. במהלך הרבעון הרביעי לא היה כל שינוי במיצובה הפיננסי של מישורים או דיווח חריג לגבי נכסיה השונים. הירידות באג"ח נגרמו בעקבות סכסוך משפטי פומבי שפרץ בין בעלי השליטה בחברה שלוהו בחלופת מכתבים ביניהם. לסכסוך הפומבי נלוותה הפאניקה הכוללת בשוק ההון וכן ירידות חדות במחירי האג"ח של חברות נדל"ן אמריקאיות, אשר פרחו בבורסת תל אביב בשנים האחרונות בסדרת גיוסי חוב בעייתית. למישורים, חברה ישראלית ותיקה, אין כל קשר לחברות אלו.

נכנסנו להחזקה באג"ח מישורים רק לאחר שהסכסוך בין בעלי השליטה נפתר והוכרז על כך באופן פומבי, ולאחר שהחברה הכריזה כי תקצה 20 מיליון שקלים לבייבוק של אג"ח שלה בבורסה (דבר היוצר עבודה רווח הון משמעותי, שכן 20 מיליון שקלים יכולים למחוק 27 מיליון ₪ של חוב בתמחור בו שרה האג"ח).





גם אג"ח מישורים וגם מניות סנו רשמו התאוששות בשיעור דו-ספרתי בשוין במהלך חודש ינואר.

## שש ההחזקות הגדולות בקרן (כ-75% מנכסיה) ואירועי מפתח

- **Fiat-Chrysler** – פיאט היא חברת רכב עם איכויות ניהוליות יוצאות דופן אשר בולטות בתחום אשר עמוס בחברות שמנוהלות באופן גרוע למדי. מזה עשור הובילה השדרה הניהולית אסטרטגיה ממוקדת בתשואה על ההון ורציונליות בבחירות פיתוח דגמי הרכב והייצור של החברה. ברבעון הקודם דיווחנו כי חברת חלפי הרכב שבבעלות פיאט נמכרה לחברה יפנית בשווי מפתיע של 7 מיליארד דולר שיוזרמו למאזנה של פיאט, אשר עוד בטרם עסקת המכירה היה נקי מחוב נטו. במהלך הרבעון הרביעי דיווחה החברה על כוונתה למכור את חברת הרובוטיקה התעשייתית שבבעלותה Comau בשווי של כ-2 מיליארד דולר (כ-9% משווייה של פיאט כולה בסוף 2018). חשוב מכך, עסקי החברה בארה"ב חזקים מאי-פעם, ונתח השוק שלה בסגמנטים רווחיים ממשיך להתחזק. החברה תנצל את תזרימי המזומנים החזקים שלה ואת הכסף שיתקבל ממכירות החברות הבנות לביצוע בייבוק משמעותי של מניות וכן לדיבידנד מיוחד למשקיעים במהלך שנת 2019. מכפיל הרווח התזרימי של פיאט המתואם למזומן שברשותה ולשווי החברה שעומדת להימכר עומד כיום על כ-2.

- **פייסבוק** – הורחבה לעיל

- **Plus 500** – מדיווחי שתי מתחרותיה הגדולות עולה כי פלוס נמצאת בעיצומו של מהלך משמעותי של נטילת נתחי שוק מהמתחרות, בבריטניה וברחבי העולם. לפלוס יתרון טכנולוגי משמעותי על מתחרותיה, והגמישות שהוא מאפשר נותנת אותותיה ביתר שאת לאורה של הרגולציה האירופית החדשה על תחום פלטפורמות המסחר בחוזי הפרשים ובמט"ח. הנמכת התחזית ל-2019, לצד חוסר שביעות רצון של השוק מטעות בניסוח הגילוי על חשיפתה להפסדים ורווחים של משתמשים ממסחר שדווחה בדיעבד הובילו את החברה לירידות משמעותיות מתחילת השנה הנוכחית.

- **טלסיס** – טלסיס רכשה במהלך הרבעון נתח נוסף ממניות וואריסייט הפרטית שבשליטתה. וואריסייט הפכה בשנים האחרונות לחברה שמשלבת צמיחה חזקה עם יכולות ייצור תזרימי מזומנים מצטיינות. החברה מתחילה גם ליהנות מהמעבר לייצור מוצרי השבבים המותאמים שלה בקריית גת תחת תנאי מיסוי אטרקטיביים ביותר באדיבות מדינת ישראל.



- **Ashford inc (AINC) –** אשפורד סבלה מתנודתיות חריפה במהלך הרבעון מתוקף היותה חברה בעת שווי שוק נמוך יחסית של פחות מ-150 מיליון דולר. החברה מחזיקה בזכויות הניהול של שתי קרנות ריט בתחום המלונאות עם שווי נכסי מצרפי של כ-8 מיליארד דולר והסכמי ניהול אטרקטיביים מאוד אשר מבטיחים לאשפורד שנים של תזרימי מזומנים חזקים. לאחרונה הכריזה אשפורד על הסכם השקעה משותפת במלונות גם עם קרן הריט השנייה שהיא מנהלת (הסכם דומה הוכרז עם הקרן הבכירה מבין השתיים לפני כחצי שנה). ההסכמים מבטיחים לאשפורד תנאים אטרקטיביים מאוד ותשואה גבוהה על השקעותיה, וכן מספקים לה מגן מס משמעותי.
- **GCI Liberty - Charter Communications – GCI** 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. במהלך הרבעון הוספנו גם החזקה ישירה במניות צ'רטר בתמחור מאוד אטרקטיבי מתוך רצון להיות חשופים יותר לנכס האיכותי ביותר של GCI.
- שוק ההון מתעלם מעלייה חדה בכמות מנויי האינטרנט המהיר של צ'ארטר בשנים האחרונות - סגמנט רווחי יותר באופן משמעותי בעסקי החברה – ומהחפיר המשמעותי הטמון בעסקיה. לצ'ארטר תשתית התקשורת המהירה והאיכותית ביותר כמעט בכל אזור בו היא פועלת בארה"ב והנהלה מצוינת עם רקורד מרשים של יצירת ערך למשקיעים.

## החזקות שנמכרו

- **Yelp** – תוצאות הרבעון השלישי של יילפ היו מדאיגות ולא תאמו את ציפיותי מהעסק. למרות עלייה גדולה בהוצאות המכירה והשיווק לא הצליחה החברה להגדיל את מספר המפרסמים בפלטפורמה ומקריאה מדוקדקת בדיווחיה עולה כי האתגרים התפעוליים בפניהן היא עומדת עודם משמעותיים. הפונטציאל של יילפ עודנו גדול אך לא בטוח שהנהלתה הנוכחית היא המתאימה ביותר למימוש. במקביל לירידות החדות בשווקים החלטתי להמיר את החזקה ביילפ (שהכנסותיה מגיעות כמעט רק מפרסום דיגיטלי) בהחזקה בפייסבוק – חלק מדואפול הפרסום הדיגיטלי העולמי, אשר מנייתה אף מתומחרת בשיעור דומה ליילפ למרות שהיא צומחת מהר בהרבה. מכרנו את מניית יילפ בהפסד של כ-20% על מחיר הרכישה המקורי שלנו.
- **Radisys** – ניצלנו מצב מיוחד במניית ראדיסיס (כלומר החזקה המבטיחה בסבירות טובה תשואה מכובדת, תוך מסגרת זמן מוגדרת מראש וללא תלות בביצועים העסקיים של החברה, רק באירוע תאגידי/משפטי מסוים) לאחר הכרזת מכירת החברה לקונצרן טכנולוגיה הודי. רכשנו את המניה במחיר המשקף דיסקאונט של כ-17% למחיר המכירה שנקבע, אשר הלך ונסגר ככל שהתקרב מועד השלמתה



הסופית של העסקה. רכישת ראדיסיס לא הייתה תלויה באישורים רגולטוריים מורכבים, בשל גודלה הצנוע של החברה. מכרנו את המניה ברווח של כ-12% סמוך למועד אישור העסקה.

- **Orbotech** – מצב מיוחד נוסף ממנו נהנינו ברבעון הרביעי הוא עסקת המכירה של אורבוטק הישראלית לחברת KLA האמריקאית. רכשנו את מניות אורבוטק בדיסקאונט של כ-13% על מחיר המניה המשוקלל שנסגר בעסקה, ומכרנו כאשר התקרבה למחיר היעד ברווח של כ-7%.
- **Bluelinx Holdings** – מכרנו את ההחזקה הקטנה בחברה הפצת מוצרי הבנייה האמריקאית בהפסד של כ-30% מתוך רצון להפחית החזקות בחברות שאופי עסקיהן הוא מחזורי (כלומר תלוי יותר במצב הכלכלה הכללי). במהלך הרבעון הרביעי הפכו חלק מהחזקות הליבה של הקרן לאטרקטיביות הרבה יותר והעדפתי להפנות אליהן יותר משאבים.

## לסיכום

במהלך הרבעון שוחחתי עם חלקכם וברצוני להודות לכם על האמון שאתם ממשיכים לתת בי ובאסטרטגיית ההשקעות של הקרן. כזכור, רוב מוחלט של ההון הנזיל שלי ושל משפחתי מושקע גם הוא בהחזקות הקרן. בהמשך לירידות הרבעון הרביעי, כמובן שלא נגבו בסיום שנת 2018 דמי הצלחה ועלינו לעבור כברת דרך עד לחצייה מחודשת של סימן המים ממחצית השנה.

לקראת סיום השנה קיבלנו הודעה משמחת מרשות המיסים לפיה שיעור המיסוי על משקיעינו הישראלים יירד ב-5%.

אני אמשיך לנהל את כספכם בכובד ראש תוך חתירה לניהול סיכונים אחראי ולהשגת תשואה עודפת בטווח הארוך. אנא הרגישו חופשי לפנות אלי בטלפון או במייל בכל שאלה שעולה.

תודה וחורף חם,

 עומרי ולורט

שותף מנהל