



מכתב משקיעים – רבעון 3 לשנת 2018

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון השלישי לשנת 2018 עמדה תשואת הקרן על 2.72% 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
15.0%	9.2%	12.0%	15.0%	9 חודשים ראשונים 2018
36.2%	19.8%	23.3%	29.7%	תשואה מצטברת

*החל מ-21.6.2016

כידוע לכם, ההשקעות בלגאסי מונעות ממחקר "מלמטה למעלה" (Bottom Up). אני שואף למצוא את העסק הספציפי שנמצא בפוזיציה תחרותית מעולה בסקטור הספציפי ומנוהל לעילא ולעילא על-ידי הנהלה מוכשרת ומחויבת. לדעתי הרבה יותר סביר להשיג תשואות מספקות בסיכון סביר בהחזקות שכאלו מאשר לנסות להבין לאן הולך שוק המניות הבריזלאי או מטבע הריאל, לדוגמא, בעקבות מערכת הבחירות שם.

מיקרו (הרבה) לפני מאקרו.

עם זאת תופעות רחבות היקף בכלכלות ובשווקים שיכולות להשפיע על כוח הרווח של העסקים בהם אנו מחזיקים בטווח הארוך כן מעסיקות אותי.

מצב הכלכלה בישראל ובארה"ב, שתי הגאוגרפיות העיקריות בהן פועלות חברות הפורטפוליו שלנו, הוא מהטובים שהיו בימי חיי. ישראל חווה מזה מספר שנים צמיחה ריאלית (צמיחה נטו מאינפלציה) משמעותית, שיעור החוב הממשלתי ביחס לתוצר הוא מהנמוכים במערב

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.

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 וחתומות 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.



ושיעורי האבטלה נמוכים באופן היסטורי. במהלך שבע השנים האחרונות "בלע" המגזר הפרטי במדינה היצע של כ-1.5 מיליון מ"ר של נדל"ן להשכרה למשרדים למרות שמומחים מכל קצוות הספקטרום חזו שיגרום לקריסת מחירים.

ארה"ב מצידה נמצאת ב-"בום" השקעות משמעותי של חברות ועסקים במו"פ ובנכסי הון קבוע (מכונות, מבנים) אשר צמחו בשיעור דו-ספרתי של למעלה מ-15% במהלך השנה האחרונה.

ארה"ב אמנם סובלת מתשתיות פיזיות לא טובות באזורים רבים אך תשתיות הטכנולוגיה, האקדמיה והתקשורת שלה מצוינים. חברת צ'ארטר קומיוניקיישנס בה אנו מחזיקים בעקיפין מדגימה זאת באופן טוב – מהירות המינימום של החברה המגיעה ללמעלה מ-60 מיליון בתים בארה"ב עומדת כיום על 200 מגה לשנייה, גבוה ממהירות **המקסימום** של אינטרנט במדינות מערביות רבות. מגזר פרטי חזק ורגולציה חכמה הביאו לפער הזה באחת התשתיות הקריטיות להתפתחות כלכלית במאה ה-21.

"כל התורה על רגל אחת" – אינפלציה ו - Dow-Dupont

"I'm Just a Gangster, I suppose, and I want my corners"

(אייבון בארקסדייל, הסמויה)

אחת ההשלכות המתבקשות של הפריחה הכלכלית היא אינפלציה. כשהכלכלה בריאה, אנשים צורכים יותר ועסקים משקיעים יותר וזה גורר עליות מחירים. שנת 2018 תהיה השנה הראשונה עם נתון של למעלה מ-2% בארה"ב מזה עשור. השאלה – "כיצד יעמוד העסק בלחצים אינפלציוניים?", הפכה אם כן לרלוונטית שוב וצריכה להישאל לגבי מגוון החברות אותן אנו מחזיקים.

לדעתי אינפלציה היא מצב מרתק בהקשר של השקעות ערך. כשוורן באפט נשאל לעתים איזה כלל ניתן להגדיר כנייר הלקמוס לאיתור חפיר או יתרון תחרותי חזק של חברות הוא לרוב משיב – כוח תמחור והיכולת להעלות מחירים. כל התורה על רגל אחת.

היכולת להעלות מחיר אמנם לא תמיד תהפוך להעלאות מחירים של ממש. חברות מהחזקות בעולם דוגלות בשנים האחרונות באסטרטגיה של שיפור מתמיד של השירותים והמוצרים שהן מוכרות לצרכנים תוך השארה מודעת של המחיר על כנו. אך הימצאותה היא קריטית לאיתנותה של חברה וסיכוייה לשמור על החזרים על ההון הגלומים בפעילות העסק בתקופות של עליות שכר ומחירי תשומות ואף להפוך אינפלציה לרוח גבית של צמיחה רווחית במחזורים וברווחיות.

Dow Dupont - חברת הכימיקלים והחומרים הגדולה בעולם. דאו-דופונט נמצאת בעיצומה של יישום תכנית אסטרטגית שתפריד (ספין-אוף) את החברה ל-3 חברות ממוקדות בתחומי החומרים, הכימיקלים המיוחדים והמוצרים לחקלאות. לתכניות מסוג זה טראק-רקורד מצוין בהצפת ערך לבעלי המניות, ובתוך החברות Dow ו-Dupont (אשר התמזגו ב-2016 במטרה לחבר חטיבות חופפות ואז להיפרד שוב) גלומה היסטוריה ענפה ומתועדת של מספר דו-ספרתי של ספין-אוף מוצלחים.



מניית החברה השלמה נסחרת בימים אלו במכפיל חד-ספרתי על הרווח התפעולי התזרימי (EBITDA) שיופק בשנת 2018 למרות צמיחה חזקה ברוב חטיבות הפעילות. החלת התמחור של חברות ציבוריות דומות לכל אחת מ-3 החברות אליהן תתפצל דאו-דופונט, תוביל לתשואה של 70-80% ממחיר המניה הנוכחי.

כל אחת משלוש החברות המפוצלות (הראשונה שבהן צפויה להתחיל להיסחר כחברה עצמאית באפריל 2019) תהיה מובילה עולמית, מונופול או דואופול בתחומי פעילות רבים. את המהלך האסטרטגי מוביל מנכ"ל מוכשר במיוחד בעל היסטוריה מוצלחת ביישום מהלכים דומים שאף קנה מניות של דאו במיליוני דולרים מכיסו האישי במהלך החודשים האחרונים.

כמעט בכל פעם שמנכ"לים של חברות תעשייה או מזון מדברים על קשיי רווחיות בעקבות אינפלציה במחירי חומרי גלם ותשומות קריטיות לתהליכי הייצור שלהם, דאו-דופונט נמצאת במיקום אסטרטגי בשרשרת הערך המדוברת.

לדוגמא - תעשיית חומרי הצביעה אליה נחשפתי מכמה זוויות בשנים האחרונות. התחום הוא כר טוב להבנת ההבדל בין עסקים שהם רק טובים למדי לבין עסקים עם כוח תמחור חזק שמוכיח עצמו בסיטואציות כלכליות משתנות. מדיווחי מותגי הצבע הידועים במהלך השנה האחרונה עולה תמונה של עליות מתמשכות במחיר תשומות ייצור ולצדן קושי של החברות לייקר את מחירי המוצרים לצרכן הסופי. דאו-דופונט היא אולי הספקית הגדולה ביותר של חומרי גלם לאמריקאיות שבהן וגם לחלק מהאירופיות.

השילוב של הנהלה שמובילה מהלכים אינטליגנטיים לטובת בעלי המניות, בעלת זהות-אינטרסים ומוכשרת, ושווקי יעד במצבם הטוב זה יותר מעשור, הוביל אותנו להשקיע בחברה במהלך הרבעון השלישי ואף להגדיל את ההשקעה בעקבות התנודות האחרונות בשווקים.

עומדים על כתפי ענקים – על הסרת חסמים

"If I have seen further it is by standing on the shoulders of Giants"

(אייזק ניוטון)

ב-1994 הוקמה חברת סלקום והביאה את הטלפון הסלולרי כמעט לכל בית בישראל. אי-אפשר להפריז בעוצמת הצמיחה הכלכלית שהוא הביא עמו. אבי עודד, בעליה של סוכנות ביטוח בכפר סבא ב-34 השנים האחרונות, גורס כי המכשיר הקטן שהפך בין-לילה לנגיש במחיר סביר הוא אחראי ראשי ליכולתו להצמיח את העסק במחצית השנייה של שנות ה-90 פי 3-4 מבלי להיאלץ כלל לשכור כוח אדם פקידותי יקר.

זהו טבען של ההתפתחויות הטכנולוגיות הגדולות, הן מאפשרות קפיצות נחשונות עם כמות דומה של משאבים. ב-2007 האיפון, כזכור, לקח את הטלפון הסלולרי הוותיק ליקום אחר של קישוריות רציפה ונוחה לרשת, למידע, לבידור ולשירותים מורכבים שהפכו פשוטים בכל רגע נתון, אבל לא כל הסרות החסמים המשמעותיות כה בולטות לעין.



המשתמשים בשירותי אחסון התמונות של גוגל ופייסבוק מודעים ליכולות זיהוי התמונה האוטומטיות והמדויקות של השתיים. עד 2011 הטכנולוגיה שמאפשרת לגוגל לדעת שהתמונה שצילמנו כרגע היא של המבורגר או של עץ פיקוס **לא הייתה קיימת כלל**. היא יצאה אז ממעבדות הבינה המלאכותית של האוניברסיטאות אל חיקן של חברות אינטרנט גדולות ומיד הפכה לחלק אינטגרלי בשירותיהן.

בחודשים האחרונים חלה התפתחות מעניינת - גוגל החלה להציע אפשרות הטמעה של יכולות זיהוי התמונה שלה לכל מפתח תוכנה או אפליקציה ששוכר מגוגל שירותי מחשוב דרך הענן. יש לכם רעיון לשירות שמצריך זיהוי תמונה? שלמו 60 סנט עד \$1 לכל 1000 שימושים ויכולות שהדהימו את העולם והיו נחלתן הבלעדית של חברות בשווי מאות מיליארדי דולרים רק לפני שנים מעטות יעמדו לשירותכם.

לקרן לגאסי החזקות משמעותיות בשתי חברות שהסרת חסמים הפכה לנדבך משמעותי בעסקיהן בשנים האחרונות.

טלסיס – במקור טלסיס היא חברה ישראלית אפורה יחסית הנסחרת בבורסת תל אביב מזה יותר מ-20 שנים. החברה מתמחה ביבוא ואספקה של רכיבים אלקטרוניים מסוגים שונים לחברות טכנולוגיה ישראליות ממגוון תחומים. זהו שירות בעל ערך שמאפשר ללקוחות טלסיס להימנע מלנהל רכש ומלאי רכיבים בעצמן וליהנות ממומחיותה הייחודית של טלסיס בתחום. זהו עסק יציב יחסית, רווחי במידה סבירה אך לא מעניין באופן יוצא דופן.

לפני כעשור נכנסה טלסיס להשקעת מיעוט בחברה צעירה בשם **ואריסייט**. עם השנים התהדקו היחסים בין טלסיס לבין מייסד ואריסייט עד שלפני כשנה הכריזה החברה כי תרכוש את השליטה בוואריסייט ממייסד החברה ותחל לאחד את תוצאותיה בדיווחיה הפיננסיים.

המהלך חשף את עוצמתה העסקית של ואריסייט, שעד אז הייתה לגמרי מחוץ לאור הזרקורים – החברה היא מובילה עולמית בתחום המערכת-על-מודול (SOM). בעבר שילוב של יכולות מחשוב במוצר חומרה היה **סיון** רק לקומץ יצרניות ומפתחות חומרה ענקיות כגון HP, לנובו, פיליפס וכד'. רק הן יכלו לרתום יצרניות שבבים כאינטל לפתח עבור מוצריהן מעבדים שימכרו בכמויות גדולות מספיק כדי להצדיק את ההשקעה הגדולה.

ואריסייט מציעה ללקוחות קצה קטנים ובינוניים את היכולת לשלב שבבים של ענקיות שבבים מובילות במוצרי חומרה שמיוצרים בכמויות קטנות ובינוניות באמצעות התאמה ועיצוב מגובות פטנטים של מערכות על שבבים שפיתחה. לקוחות החברה מגיעים ממגוון רחב של תחומים כגון מוצרי מחשוב לתעשיית הרכב, הכושר, הבידור, הקמעונאות ועוד.

טלסיס תגיע בקרוב להחזקה של כ-70% בוואריסייט, עסק אשר צומח למעלה מ-20% לשנה ונהנה מרווחיות גבוהה במיוחד ומיכולות ייצור תזרימי מזומנים יוצאות דופן. החברה המאוחדת עודנה קטנה יחסית גם במונחים ישראלים, שוויה עומד על 270 מיליוני ₪ בבורסת ת"א ושווי המניות החופשיות הזמינות לציבור הוא פחות מ-80 מיליוני ₪. הדבר מביא לחוסר יעילות עמוק ולתמחור חד ספרתי של כ-8 על תזרימי המזומנים שלהערכתי יפיק העסק המאוחד ב-2018. מכיוון שרוב גדול מערכה של טלסיס נובע כיום מוואריסייט,



אני סבור שהחברה זכאית בהתאם לתמחור כפול לכל הפחות שישקף את איכות עסקיה במבנה החדש.

Yelp – יילפ היא הבעלים של אתר ואפליקציית חיפוש עסקים קטנים ומסעדות, וקריאת ביקורות לקוחות ומשתמשים העצמאית הגדולה בארה"ב. כ-180 מיליון משתמשים פעילים בה בכל חודש והצלחתה להוביל את רובם לעשות שימוש באפליקציה שלה למכשירי סמארטפון מאפשרת לה עצמאות גדולה יחסית מול ענקיות כגוגל ופייסבוק. מאז נוסדה ב-2004 הצליחה החברה לבסס מותג ייחודי הנהנה מיתרון תחרותי מסוג אפקט רשת באיכות יוצאת דופן.

יילפ נמצאת בסופו של תהליך בן כשנתיים של שדרוג השירותים שהיא מציעה למיליוני בעלי העסקים הקטנים המציגים את שירותיהם בפלטפורמה ולמשתמשים המסורים.

בצד התפעולי, הבסיס ליכולותיה המשופרות של החברה היה מעבר מניהול עצמאי של תשתיות המחשוב והאחסון שלה לשכירת שירותי מחשוב הענן של אמזון AWS. יילפ היא עסק עם בסיס משתמשים עצום והכנסות משמעותיות אך אין ברשותה את המשאבים הדרושים לפיתוח כלל היכולות שיאפשרו לה להפיק את המרב מלקוחותיה ומשתמשיה. והיא גם לא נזקקת לכך. שירותי ענן ציבוריים מאפשרים ליילפ לנתב את משאביה לשיפור חוויית המשתמש, השקעה בכוח מכירות מיומן ופיתוח שירותים רווחיים חדשים בעת שהיא שוכרת מאמזון שירותי מחשוב מתקדמים פי כמה ממה שהייתה מצליחה לפתח בעצמה, ובמחיר נמוך בסדר גודל.

בצד העסקי, הובילה יילפ את שינוי האופן בו מוצעים שירותי רכישת פרסום לעסקים קטנים באתר ובאפליקציה וכעת ביכולתם לרכוש חבילות פרסום קצרות מועד במקום להתחייב לשנה כפי שנדרשו בעבר. הגמישות התפעולית החדשה של יילפ מאפשרת לה לתת מענה למגוון רחב של צרכים של לקוחות הפרסום שלה, ליישם טכנולוגיות ניתוח מידע מתקדמות, לחסוך עשרות מיליוני דולרים בהוצאות תפעול ולהכפיל את סל השירותים למשתמשים.

יילפ היא עסק בריא שממשיך לצמוח בקצב מואץ גם במעורבות המשתמשים עם תוספת של 20% בביקורות גולשים בכל שנה וגם בהכנסות. תמחור החברה בשוק ההון נמוך משמעותית, לעתים פחות ממחצית, מחברות דומות לה על בסיס מכפיל הכנסות. עם סיום מהלך השדרוג העסקי המקיף שכלל הוצאות מוגברות בטווח הקצר (שהן למעשה השקעה בעתידה של החברה) יילפ תוכל להגיע בקלות לשיעורי רווחיות שאופייניים לחברות אינטרנט בסדר הגודל שלה והמניה תגיב בהתאם.

שש החזקות הגדולות בקרן (כ-70% מנכסיה) ואירועי מפתח

- **Fiat-Chrysler** – פיאט היא חברת רכב עם איכויות ניהוליות יוצאות דופן אשר בולטות בתחום שעמוס בחברות שמנהלות באופן גרוע למדי. מזה עשור הובילה



השדרה הניהולית אסטרטגיה ממוקדת בתשואה על ההון ורציונליות בבחירות פיתוח דגמי הרכב והייצור של החברה. זאת בניגוד לחברות כג'נרל מוטורס האמריקאית או פולקסווגן הגרמנית אשר מאמינות בהשקעות של מיליארדי דולרים בפרויקטים בעייתיים כמו רכב אוטונומי (כלומר מנסות להתחרות בחברות תוכנה). ניצלנו ירידה של כ-35% במניית החברה בשבועות שלאחר מותו הפתאומי של מנכ"ל החברה האגדי סרג'יו מרקיוני על מנת להפוך את פיאט להחזקה הגדולה ביותר של הקרן. פיאט תפיק רווח תפעולי של כ-9 מיליארדי דולרים ב-2018, שתהיה שנת שיא נוספת של רווחיות לחברה. קנינו את מניות החברה לפי שווי של כ-24 מיליארדי דולרים אף שבתוכה פועלת גם חברת חלקים וחלפים לרכב מהמובילות בעולם שהערכת ששווה לפחות 5 מיליארד דולר. כלומר – מכפיל של כ-2 על רווחי 2018 של חברה שרווחיותה משתפרת באופן עקבי כבר שנים.

בעת כתיבת מכתב זה נמכרה חברת החלקים לחברה יפנית בשווי מפתיע של 7 מיליארדי דולרים שיוזרמו למאזנה של פיאט, שעוד בטרם עסקת המכירה היה ללא חוב נטו. לאחר המכירה הוספנו להחזקתנו בפיאט במחיר דומה למחיר הרכישה המקורי שלנו. לצד מיקוד במעט מותגי דגל רווחיים כמו ג'יפ, דודג' ואלפא-רומאו החברה היא גם בעלי מותג מזארארטי שצפוי להפוך לחברה עצמאית בשנים הקרובות בדומה למהלך דומה שפיאט הוציאה לפועל עם חברת פרארי ב-2016.

• **Yelp** – הורחבה לעיל

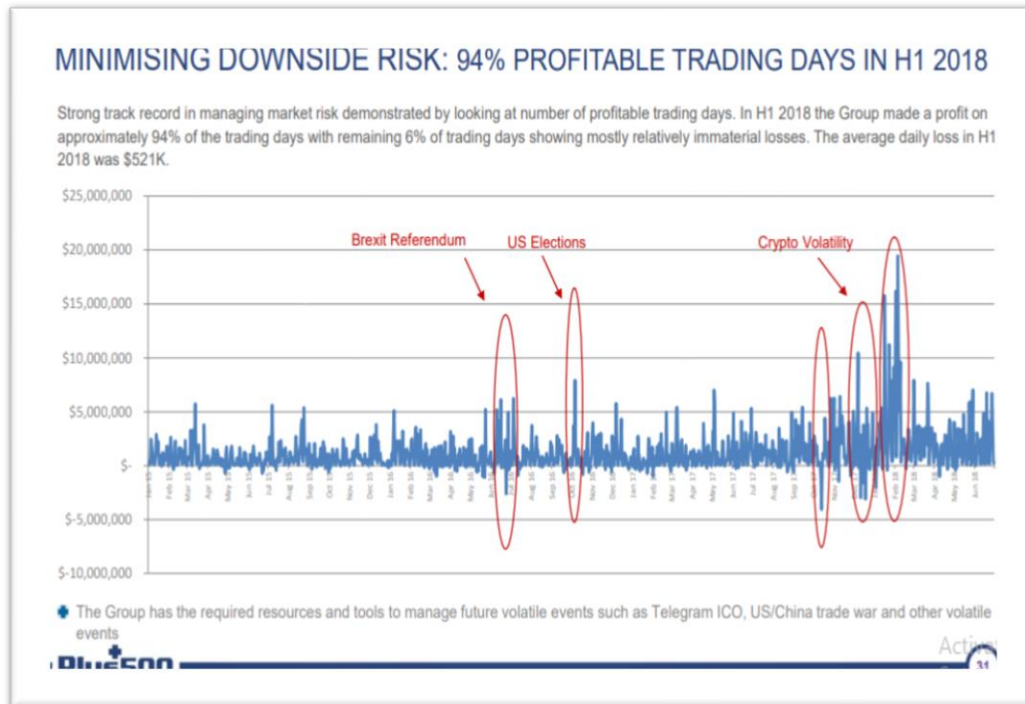
• **(AINC) Ashford inc** – אשפורד אכזבה מעט את המשקיעים לקראת סיום הרבעון בעקבות הודעה על גיוס של 20 מיליון דולרים בהנפקה משנית. חלק מהכסף כבר הוקצה זמן קצר לאחר מכן להשתתפות ברכישת מלון יחד עם קרן הריט הגדולה מבין השתיים שמנהלת אשפורד באופן רווחי ומשתלם מאוד עבור האחרונה ועבורנו כבעלי מניות. אשפורד היא חברת ניהול קרנות ריט בתחום המלונאות הנהנית מהסכמי ניהול אטרקטיביים מאוד מול שתי קרנות ריט עם נכסים בשווי כולל של 8 מיליארדי דולרים (שווי אשפורד עצמה קטן בהרבה ועומד על כ-150 מיליון דולרים) ומפיקה מהן ערך כלכלי רב במגוון דרכים -מדמי ניהול נדיבים ותמריצים ועד הענקת בלעדיות לפורטפוליו חברות השירותים לבתי מלון שבבעלות אשפורד כגון שירותי סאונד ווויז'ואל לכנסים, שירותי שדרוג ושיפוץ מלונות, שירותי ערך מוסף לאורחים ועוד.

• **אידיאו גרופ** – כמה ימים לאחר סיום הרבעון מכרה לפידות קפיטל את החזקת המיעוט שצברה במניות אידיאו לקרן אפולו, באופן שתאם את הערכותי המוקדמות. אפולו שילמה 88.5 ₪ לכל מניית אידיאו, המגלם תשואה של למעלה מ-30% על מחיר הקנייה המקורי שלנו. ההחלטה של קרן מתמחה בנדל"ן אירופי במעמדה של אפולו להזרים כ-150 מיליון ₪ נוספים לרכישת מניות אידיאו ברמות מחיר שכאלה מאששת את דעתי כי החברה שווה הרבה יותר מערכה בבורסה כיום, גם לאחר מהלך עליות מרשים.

• **Plus 500** – הרבעון השלישי היה תנודתי במיוחד עבור מניית פלוס 500 לאחר שהשוק לא אהב את שיחת הוועידה עובר לתוצאות הרבעון השני של החברה (שהיו מעולות). איכות עסקיה של החברה ממשיכה שלא לקבל את מלוא הקרדיט המגיע לה. שקף מעניין במיוחד ממצגת החברה האחרונה לרבעון השני חושף טפח



מאלמנט הגידור הטבעי הייחודי הטמון בעסקי החברה. דווקא בעת האירועים רוויי הירידות והפחד הגדולים ביותר בשוקי ההון בשנים האחרונות (כגון הברקזיט או הבחירות לנשיאות ארה"ב) רשמת החברה את ימיה המכניסים והרווחיים ביותר:



- **GCI Liberty (GLIBA)** – 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 במנייתיה 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.



החזקות שנמכרו

- **MSG** – רעיון ההשקעה במדיסון סקוור גארדן התממש באופן משביע רצון עם הכרזת ההנהלה על פיצול החברה לחברת נדל"ן שתחזיק באולמות הספורט והמוזיקה של החברה וכן בנכסי הבידור שלה, ולחברת ספורט שתחזיק בקבוצת הכדורסל ניו יורק ניקס ובקבוצת ההוקי ניו-יורק ריינג'רס. מכרנו את מניית החברה בתשואה של כ-55%.
- **קבוצת מר** - לאחר שהגעתי למסקנה כי מר תתקשה לשפר את שיעורי הרווחיות הגולמית שלה באופן שיאפשר לה להגיע לרמות סבירות של ייצור תזרימי מזומנים ובשל סקפטיות לגבי איכות הנהלת החברה (למרות המעורבות של קרן פימי שנמצאת בחברה כבר כמה שנים) מכרנו את המניה בהפסד של כ-30%. מר הדגימה שוב את הבעייתיות שבעסקים המתבססים על פרויקטים ואת הקושי להוביל מהלכי מיצוב מחדש בעסקים שהולכים בכיוון בעייתי לאורך שנים.
- **Radysis** – במהלך הרבעון ניצלנו מצב מיוחד בחברה ראדיסיס. לאחר הסכמתה להימכר לחברת תוכנה הודית ב\$1.72 למניה התבססה מניית החברה בשער של \$1.4, זאת למרות שלמיזוג לא היו צפויים מכשולים רגולטוריים, פיננסיים או אחרים. בנוסף, מהיכרותי בת מספר השנים עם ראדיסיס, איכות עסקיה הייתה מאפשרת לנו להחזיק במניותיה לטווח ארוך בתרחיש הבלתי סביר של נפילת המיזוג. מצבים כגון אלו נפוצים בעסקאות מיזוג בחברות קטנות כמו ראדיסיס ששוויה במיזוג הוא פחות מ-150 מיליון דולרים. מכרנו את מניית החברה בתשואה של כ-12% שהושגה תוך מספר שבועות, ובתשואת IRR (חישוב שנתי) גבוהה וכמעט ללא סיכון.
- **Protector ASA** – אכזבתי מאיכות השקיפות בדיווחיה של חברת הביטוח הנורבגית הובילה למכירת מניותיה במהלך הרבעון בהפסד של כ-20%. החברה נהנית מבסיס גאוגרפי במספר מדינות אטרקטיביות והנהלתה הצליחה לבסס מותג ביטוח מצליח למדי אך היא סובלת מבעיות תפעוליות שיעיבו עליה בשנים הקרובות.
- **Whitbread PLC** – מכרנו ברווח של כ-22% את שארית ההחזקה בחברת בתי המלון ובתי הקפה הבריטית לאחר ההכרזה על מכירת רשת בתי הקפה קוסטה לחברת קוקה קולה.



לסיכום

קשה להכריע באופן חד-משמעי אך אני סבור שפורטפוליו הקרן הנוכחי נהנה מאיכות ומתמחור זול אולי הבולטים מאז תחילת פעילותינו. ואף על פי כן, כמובן שאין לדעת מה תביא עמה התקופה הקרובה בשווקים. הדוגמא מההשקעה בחברת פיאט לעיל בהחלט יכולה לחזור על עצמה – חברה שקנינו עם מרווח ביטחון עצום בעקבות אירוע מצער (מותו של המנכ"ל סרג'יו מרקיוני), וכעת התאפשר לנו אף להגדיל את ההשקעה עם רמת וודאות גבוהה עוד יותר (מגובה בצ'ק מרשים על מכירת חברה-בת שעשוי כולו להיות מחולק למשקיעים כדיבדנד תוך שנה מהיום).

יתכן מאוד שמה שזול ייהפך לעוד יותר זול ובשווקים חובבי התגובות המהירות של היום נכסים איכותיים באופן יוצא מגדר הרגיל יכולים למצוא עצמם בתמחור מעולה תוך זמן קצר. אני אמשיך לחתור באופן אופורטוניסטי להעמקת מרווחי הביטחון בהשקעות הקרן הן באמצעות הקצאת הנכסים והן באמצעות חשיבה, איתגור ו-"תקיפה" מתמידים של רעיונות ההשקעה הקיימים.

תודה ובברכת סתיו נעים,

עומרי ולורט

שותף מנהל