



מכתב משקיעים – רבעון 3 לשנת 2019

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון השלישי לשנת 2019 עמדה תשואת הקרן על 5.8% לאחר עלויות מסחר. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים, אל מול מדדי השוואה¹:

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
11.0%	14.5%	13.2%	13.2%	2019 - תשעה חודשים ראשונים
34.1%	22.1%	16.0%	21.3%	תשואה מצטברת

*החל מ-21.6.2016

במהלך הרבעון השגנו תשואה גבוהה משמעותית מהמדדים, לאחר מספר רבעונים רצופים של פיגור. מיקוד השקעות הקרן בהחזקות הליבה שלנו גבר במהלך שנת 2019 והרכבן של אלו עבר לנטות משמעותית לעסקים איכותיים עם חפיר הולך ומתרחב, הנהלות חכמות ובמחיר הגיוני. זאת על פני מניות של חברות "זולות" על בסיס סטטיסטי (מכפילי רווח, הון עצמי וכיו"ב) שמגיעות פעמים רבות מעסק או סקטור דועך.

תובנה שמשקיעים רבים לומדים בדרך הקשה היא: **דעיכה של עסקים היא לא לינארית**. לדוגמא, רכישת מניה במכפיל רווח של 4 על בסיס הנחה שרווחיה ידענו בקו "ישר" בקצב מסוים לאורך העשור הקרוב, ואנחנו נרוויח כי קנינו במחיר שמשקף דעיכה מהירה יותר, מתבססת על עולם "מסודר" בו דברים מתקדמים מ-A ל-B בקצב מסוים וקבוע. אך העולם העסקי לרוב אינו כזה.

¹ מדדי השוואה 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.

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 וחתומת 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.מ. כמשמעה בחוק ני"ע, למען הזהירות – היה ויוגדר מכתב זה כהצעה תפוג זו בתוך 14 ימים מיום כתיבתו.



המודלים העסקיים החזקים שעומדים מאחורי מגוון החזקות הליבה שלנו החלו לבוא לידי ביטוי בדיווחיהן העסקיים ובמחיר מניותיהן בקצב הולך וגובר. **כמה עדכונים בהקשר זה:**

טלסיס – ההחזקה הגדולה ביותר של הקרן דיווחה על מחצית 2019 חזקה מאוד. וואריסייט שבשליטת טלסיס הציגה צמיחה של כ-50% בהכנסות החברה, לצד רווחיות תפעולית חזקה מאוד בשיעור של 40% מההכנסות. גם לאחר עליות חדות מתחילת השנה מחיר מניית טלסיס הנוכחי עודנו משקף מכפיל חד-ספרתי לרווחי וואריסייט. לאחר בקשות חוזרות מכיוונינו ומכיוון משקיעים נוספים קיימה הנהלת טלסיס יום משקיעים ראשון מסוגו בספטמבר בו התקיים דיון מעמיק במיצובה העסקי של וואריסייט. הרחבתי על תובנות מיום המשקיעים של טלסיס [כאן](#). ביום המשקיעים השתתפו כעשרה גופי השקעה שונים ומבינם לקרן לגאסי שיעור ההחזקה הגבוה ביותר בחברה, שסך שווי השוק שלה כ-430 מיליוני ₪ לאחר העליות בשנה האחרונה. טלסיס היא דוגמא טובה לגמישות שלנו בקרן שמאפשרת החזקה ניכרת גם בחברה קטנה השולטת בנישה רווחית מאוד.

Charter Communications – אותם תהליכים עסקיים אליהם כיוונה הנהלת צ'ארטר – ההנהלה האיכותית בעולם מבין חברות הטלקום, המשיכו ביתר שאת במהלך 2019. החברה ממשיכה בצמיחה מהירה בכמות מנויי האינטרנט שלה, ובדעיכה של כמות מנויי הטלוויזיה בכבלים (אשר עוברים לאופציות אונליין כגון שירות נטפליקס). אספקת שירותי אינטרנט מהיר היא עסק רווחי בהרבה משירותי טלוויזיה בכבלים, ועם סיום מחזור השקעות המיליארדים בתשתיות שהחל ב-2015, צ'ארטר נהנית כיום מתזרים מזומנים חופשי הולך וגדל ומאחד החפירים העסקיים הרחבים בשוק המדיה והתקשורת בארה"ב. בשליש מהשווקים בהם פועלת החברה היא ספק האינטרנט המהיר היחיד ומהירות המינימום שהיא מציעה עומדת כיום על 200 מגה לשנייה. הביקוש לתעבורת אינטרנט בארה"ב ממשיך לצמוח בקצב שנתי של מעל 20%.

את כל אלו מספרת הנהלת צ'ארטר למשקיעים כבר למעלה משנתיים, אך רק במהלך השנה האחרונה שוק ההון כולו החל להקשיב. ההשקעה הסבלנית בצ'ארטר היא דוגמא טובה לאופן בו דברים לעתים קורים לאט משחשבו שהם אמורים, ואז לפתע קורים מהר משדמיינו שהם מסוגלים.

Judges Scientific – חברת המכשור המדעי הבריטית השיגה תוצאות מעולות בעסקיה במחצית 2019. ל - Judges מודל עסקי ייחודי המתבסס על רכישת חברות קטנות השולטות בנישות ייחודיות בעולם המכשור למעבדות מחקר. רוב מה שצריך לדעת על הנהלת החברה נעוץ בעובדה שהחברה, אשר לה אסטרטגיה מוצהרת של רכישת חברות, לא ביצעה עסקת רכישה כבר למעלה משנתיים וחצי. בשיחת המשקיעים שהתקיימה בספטמבר חזר המנכ"ל על הקריטריונים הקשיחים שבבסיס אסטרטגיית הרכישות של החברה ועל כך שהזמן משחק לטובתנו כבעלי מניות – רוב חברות המטרה הן עסקים משפחתיים שנוהגים לפנות לחברה כאשר המייסד מזדקן. בינתיים מפנה החברה את תזרימי המזומנים שלה להגדלה ניכרת של הדיבידנד שצמח ב-28% במחצית 2019.

KKR – עסקי הפרייבט אקוויטי הגדולים בעולם מתכנסים למועדון סגור של 4-5 חברות המחזיקות ביתרונות תחרותיים חזקים וכוח תמחור נדיר יחסית בסקטור הפיננסי. KKR



הכפילה את סך נכסיה המנוהלים במהלך 5 השנים האחרונות, ונמצאת בקצב להכפלה נוספת ב-5 השנים הבאות, אך מחיר המניה התחיל להגיב לביצועי העסק רק לאחרונה. כוח הרווח של החברה – יכולתה לייצר רווחים מהמודל העסקי ונכסיה הקיימים – גדל מאוד במהלך הרבעונים האחרונים עם כניסה של כמה מהקרנות הצעירות שהיא מנהלת לשלב בו הן מתחילות להפיק רווחים משמעותיים, ועם יעילות טובה יותר של הוצאות התפעול של KKR שמשפרת ככל שהחברה גדלה.

פורמולה מערכות – שורשים עמוקים

“אם יתנו לי שש שעות כדי לכתוב עץ, אשקיע את הארבע הראשונות בחידוד הגרזן”

(אברהם לינקולן)

רכשנו לראשונה ממניות פורמולה מערכות הישראלית לפני כשנה. תוצאות עסקיות חזקות שהובילו לעליות חדות במניה, והגדלת השקעה מצידנו במהלך שני הרבעונים האחרונים, הפכו את פורמולה להשקעת ליבה בקרן.

להשקעה בפורמולה יש מבחינתי תצורה מיטבית מאוד של מכלול ומיצוב טובים להשגת תשואה עודפת משמעותית:

- א. פורמולה היא חברת החזקות השולטת בשלוש חברות תוכנה ארגונית ישראליות ציבוריות עמן יש לי היכרות עמוקה של שנים – סאפיינס, מטריקס ומג'יק. סאפיינס, המספקת פתרונות תוכנה חדשניים לחברות ביטוח, אולי זכורה לחלק מכם מהתקופה בה החזקנו בה ישירות בקרן. החברה התגברה על המהמורות מהן סבלה לפני כשלוש שנים ונמצאת במיצוב עסקי מצוין. מטריקס ודאי מוכרת לרבים מכם כאחת מחברות שירותי המחשוב הגדולות בישראל, ומתחרה של חילן בה השקענו בעבר. גם מג'יק היא חברת תוכנה ותיקה בעלת שורשים עמוקים בסקטור ובמשק הישראלי.
- ב. שלוש ההחזקות הציבוריות של פורמולה הן חברות בעלות חפיר, צומחות באופן עקבי ודו-ספרתי (10-15% בשנה), רווחיות ומשרתות שווקי יעד הולכים וגדלים. הן גם מחלקות דיבידנדים לחברה האם, ובנו כל אחת מנגנונים טובים לרכישות של חברות קטנות יותר לצורך חיזוק מערך מוצרי ושירותי התוכנה שלהן ויתרונותיהן התחרותיים.
- ג. פורמולה היא משקיעה אסטרטגית המתמחה ברכישה ובנייה של חברות טכנולוגיה בוגרות. **הקצאת הון** טובה של תזרימי המזומנים שמייצרות החברות הרווחיות שבשליטתה תופסת חלק משמעותי מתפישת העולם שלה, בניגוד לעתים למתחרות בעולם הטכנולוגיה. החברה גם עושה שימוש נבון והגיוני בחוב בשיעור מתון המאפשר לנו כבעלי מניותיה להיחשף להחזקותיה הציבוריות עם מרכיב מימון חיצוני אטרקטיבי (לאחרונה גייסה אג"ח בעלות אשראי של כ-2.3% לשנה).



למכלול מצוין זה מתווסף מרכיב חשוב נוסף המגביר את מרווח הביטחון בהשקעה – מניית פורמולה מערכות נסחרת, גם לאחר עליות חדות בחודשים האחרונים, **בדיסקאונט קבוע יחסית של כ-25% על שווי החזקותיה בסאפיינס, מטריקס ומג'יק.**

דיסקאונט לחברות החזקה לעומת שווי הנכסים שבשליטתן הוא מחזה נפוץ למדי, מה שמביא משקיעים רבים להחליט מראש כי אין מה להתייחס אליו שכן סביר שהוא לעולם לא ייסגר.

לדעתי גישה זו לא נכונה במקרה של פורמולה ממגוון סיבות שאפרט מיד, ובכל אופן גם אם לא נקבל תשואה מסגירתו, הדיסקאונט הרחב כן מהווה כר ביטחון עבורנו בהשקעה.

החשש המרכזי שמוביל לדיסקאונט מקובל על שווי הנכסים בחברות החזקה הוא העובדה ששוק ההון מתקשה לצפות מה **ומתי** יעשו חברות החזקה רבות עם הרווחים מהשקעותיהן, וחושש **מבעיית נציג** במסגרתה ישמשו הרווחים להעשיר את מנהלי חברת ההחזקה יותר מאת בעלי המניות מהציבור.

לפורמולה טראק רקורד עשיר של הקצאה נבונה של הרווחים המצטברים. החברה השתמשה בהון שנצבר בה בעשור האחרון לפיתוח עסקי של שלוש חברות **רווחיות** פרטיות נוספות (אשר אינן נסחרות בבורסה, המפורסמת בהן היא חברת תלושי השכר מיכפל). אלו מגדילות, ככל הנראה, את הדיסקאונט הכולל בשווי החברה לעומת נכסיה ל-35%. החברה גם ביצעה השקעות המשך מוצלחות בסאפיינס ובמג'יק. בנוסף, הנהלת החברה פועלת במטה מצומצם והשכר בחברה סביר מאוד. אנו גם נהנים מאחידות אינטרסים גבוהה בינינו לבין הנהלת החברה אשר רכשה מניות בשנתיים האחרונות בשוק.

פורמולה היא דוגמה לעסק בו התמדה בתוכנית אסטרטגית נבונה ומתונה, שימוש נכון בתזרימי מזומנים והתמקדות בתחום מומחיות רווחי כמו תוכנה ארגונית מסוגלים ליצור צמיחה וערך כלכלי בעסק שנראה במבט ראשון כאפור יחסית ולא מרגש.

שש ההחזקות הגדולות של הקרן (80% מנכסיה)

הרחבנו לעיל על טלסיס, KKR, Judges ופורמולה מערכות. במהלך הרבעון מימשנו חלק מהשקעותינו בפייסבוק ו-Charter והן אינן חלק מהשקעות הליבה שלנו, אם כי הקרן עדיין מושקעת באופן משמעותי בשתייהן.

- **(UMG) Bollore** – יוניברסל מיזיק עליה הרחבנו במכתב הרבעון הראשון ל-2019 היא לדעתי נכס התוכן והבידור החזק בעולם כיום, עם נתח שוק של כ-40% בשוק המוזיקה המסחרית הגלובלי. זכויות בקטלוגים של אמנים פופולריים, מהביטלס ועד אמן ההיפ הופ דרייק, הן עסק "ירוק תמיד" עם ביקוש צומח ורווחי של עשורים קדימה. בחודשים האחרונים יוניברסל שבשליטתה המלאה של Bollore (100%) האיצה את מימוש תוכניותיה העסקיות והאסטרטגיות. רווחיות החברה נמצאת במגמת התרחבות חדה שכן זרם התמלוגים משירותי מוזיקה אינטרנטיים כגון



ספוטסיפיי מניב הכנסות צומחות, ורווחיות יותר ממכירות דיסקים ותקליטים שאפיינו את החברה עד לפני כ-5 שנים. החברה דיווחה כי היא במו"מ מתקדם עם ענקית האינטרנט הסינית טנסנט לרכישת נתח של 10% מיוניברסל לפי שווי של 30 מיליארדי יורו. שווי זה מקנה לשאר עסקיה הרווחיים של Bollore שווי שלילי – מצב חסר הגיון שצפוי להשתנות. בנוסף, שיתוף פעולה אסטרטגי עם טנסנט, בעלת אפליקציית המוזיקה החזקה בסין, צפוי להביא לצמיחה משמעותית בהכנסות יוניברסל במדינה.

- **IAC** – חברת האם של אפליקציית היכרויות **טינדר** ומונופול היכרויות באינטרנט **Match.com** (אשר בבעלותה כ-40 שירותי היכרויות שונים בארה"ב ובעולם) חזרה להיות החזקת ליבה של הקרן. טינדר הפכה בשנתיים האחרונות לאחת מחברות האינטרנט הרווחיות בעולם ונהנית מיתרונות תחרותיים גדולים בשוק צרכני עצום ובעל נכונות גבוהה להוצאת כספים. הנהלת IAC היא מהטובות בעולם בבניית פלטפורמות אינטרנט רווחיות ובשימוש ברווחיהן להשקעות בצמיחה. החברה מתמחה בזיהוי תחומים עסקיים שטרם עשו את המעבר לאינטרנט והקצאת הון נבונה לבניית שירותים המספקים פתרונות יעילים לשווקי יעד גדולים ולקהל לקוחות עצום. על הצלחות העבר של IAC נמנות, לצד טינדר, חברת אקספדיה החולקת שליטה בתחום התיירות העולמי באינטרנט, אתר הכרטיסים הגדול בעולם Ticketmaster (אשר נמכר ב-2010 לחברת לייב ניישן בה השקענו בקרן) והחזקתה הנוכחית של החברה באתר האינטרנט הגדול בעולם לשירותי תיקונים ותחזוקת הבית **Angi Home Services**.

החזקות שנמכרו במהלך הרבעון

- **MSG Networks** – מכרנו את ההחזקה בחברת המדיה האמריקאית השולטת בזכויות השידור של קבוצת ה-NBA ניו יורק ניקס בהפסד של כ-12%. בעוד זכויות השידור המקומיות של קבוצות NBA הן נכס רווחי מאוד, החברה סובלת מהידרדרות מתמשכת באטרקטיביות של הניקס ומנטישה גוברת של שירותי הטלוויזיה המסורתיים המהווים מקור למירב הכנסותיה. הגעתי למסקנה כי קשה לצפות מתי בעלי השליטה הבעייתיים בחברה יאותו להיענות להצעות למכור את השליטה בה בפרמיה אשר דווקא התגברו לאחר עסקת המכירה האחרונה של רשת פוקס האמריקאית לדיסני, ובנוסף אלמנטים אשר היו אמורים להאיץ את העניין בשידורי הניקס כגון החתמת שחקנים חופשיים בולטים לא התממשו בשל מיצובה הבעייתית של הקבוצה.
- **בזק** – מכרנו את ההחזקה בחברת תשתיות התקשורת הישראלית ברווח של כ-15%. בזק סובלת מחוסר ודאות רגולטורי בשוק התקשורת שעלול להעיב מאוד על המשק הישראלי כולו ומובן שגם על רווחיות החברה. עם זאת, לחברה יסודות עסקיים טובים ומיצוב תחרותי חזק שעשויים להפוך אותה להשקעה טובה. אנו נעקוב מקרוב אחרי ההתפתחויות.




סיכום

כידוע לחלקכם אני חובב ספורט גדול ואהבתי לכדורסל, פוטבול אמריקאי, כדורגל, טניס ועוד ממלאת חלק ניכר משעות הפנאי שלי. התארחתי לאחרונה בפודקאסט הפופולרי '[בכל יום נתון](#)' לשיחה על אסטרטגיות הניהול של ליגת ה-NBA, הכוח העסקי של ליגות הספורט הפופולריות, הקישור לנטייה של קרן לגאסי לחברות מדיה, תוכן ואיטרנט, כלכלת "תשומת הלב" ועוד.

פיני גרשון הוא כנראה גדול מאמני הכדורסל שאימנו בארץ (על העבודה שעשה כמאמן ראשי בארץ, בניגוד לדייוויד בלאט שרוב הצלחתו הייתה בחו"ל). כמאמן הוא דגל בתפישה כי כאשר דבקים בפעולות נכונות, גם כשלאורך מקטעים במשחק או בעונה לא הולך לקבוצה הסטטיסטיקה לבסוף "תתיישר". אני מאמין שהקרן נמצאת בכיוון הנכון של המטאפורה. אמשיך לנתב את כספכם המושקע בקרן בשמרנות ומתוך מחקר מעמיק כאילו הוא כספי שלי – ובהיותי המשקיע הגדול ביותר לפי האסטרטגיה שלנו, הוא בהחלט גם כזה.

בברכת סתיו קריר ורגוע,

עומרי ולורט

שותף מנהל