



מכתב משקיעים – רבעון 2 לשנת 2019

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון השני לשנת 2019 עמדה תשואת הקרן על 0.9% 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
12.4%	11.4%	7.0%	7.0%	2019 - מחצית ראשונה
35.8%	18.8%	9.6%	14.7%	תשואה מצטברת

במחצית הראשונה של 2019 המשיכו השקעות הליבה של הקרן לשגשג בפעילותן העסקית ולצמוח באופן רווחי תוך הסתמכות על יתרונות תחרותיים משמעותיים וטביעת רגל עסקית ייחודית.

חלק ניכר מהחזקות הליבה חזרו במהלך הרבעון לתשואה חיובית משמעותית "אמיתית" בהשוואה למחירן בסוף ספטמבר 2018, טרום הירידות החדות בשווקים, בהתאמה עם מימוש החזון העסקי והחפיר שהובילו אותנו להשקיע בהן לטווח הארוך במקור.

נרחיב על האסטרטגיה הייחודית של השקעת הליבה החדשה Judges Scientific הבריטית ועל התפתחות עסקיהן של החזקות גדולות אחרות בקרן בהמשך מכתב זה.

Ashford inc. – תמונת מצב

זהו רבעון שני ברציפות בו תשואת הקרן חיובית, אך מעומעמת בשל ירידות חדות בהחזקת ליבה אחת. ברבעון הראשון לשנה, כזכור ממכתב המשקיעים הקודם, הייתה זו חברת פלוס 500, ובמהלך הרבעון האחרון חוינו ירידות בשיעור חד בחברת Ashford inc. מחד, זוהי תופעה שעלולה לקרות מעת לעת. אני דוגל בגישה כי בניגוד לנלמד באקדמיה, תודתיות

¹ 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.



במחיר מניה מסוימת אינה מצביעה בהכרח על סיכון חריג. מניה היא נתח בבעלות על עסק. מובן שבעליו של עסק פרטי (שאינו סחיר בבורסה), מסעדה מצליחה לדוגמה, לא יעסיק עצמו בבחינת הצעות לרכישת מניותיו בעסק שלו בכל יום, רבעון או אפילו שנה. גם החברות החזקות ביותר בעולם חוות תנודות של עשרות אחוזים בערך בתוך חודשים ספורים אחת לכמה שנים. ניצלנו כזכור עצבנות שכזו של שוק ההון במניית פייסבוק במהלך סוף 2018 עת שוויה של אחת מ-2-3 החברות החזקות בעולם נחתך בעשרות אחוזים עקב רצף כותרות מופרכות בעיתונים.

עם זאת, תגובה חדה כזו של שוק ההון להתפתחויות בהחזקה משמעותית שלנו מחייבת אותי לבחינה חוזרת של הרגליים עליהן עומד רעיון ההשקעה.

מודל עסקי רווחי והנהלה מחויבת

רכשנו לראשונה את מניות אשפורד במהלך הרבעון השני של 2018. החברה היא חברת ניהול השקעות ונכסים המנהלת שתי קרנות ריט המתמקדות בבעלות על נדל"ן מלונאי ונסחרות גם הן בבורסת ניו יורק. אשפורד מנהלת על ידי משפחת בנט האמריקאית, אשר מחזיקה ב-50% מהמניות ורוב גדול של הונה קשור כיום עבודות לשגשוגו ארוך הטווח של העסק.

המודל העסקי של אשפורד רווחי מאוד – קרנות הריט שהיא מנהלת מחזיקות כ-140 בתי מלון בארה"ב ובאיים הקאריביים ואשפורד זכאית לדמי ניהול מהן בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ. שווי נכסיהן של קרנות הריט עומד על כ-6 מיליארד דולרים מול שווי שוק הנוכחי של אשפורד שעומד על כ-70 מיליון דולרים. הסכמי הניהול של החברה הם לעשרות שנים קדימה וכוללים מגוון סעיפי בונוס רווחיים והגנות על השכר לו זכאית החברה. למשל, דמי הניהול המשולמים לאשפורד בשנה מסוימת חייבים לעמוד על לפחות 90% מאלו ששולמו לה בשנה הקודמת. לאשפורד מאזן נקי כמעט נקי מחוב.

כחברת ניהול נכסים, אשפורד נהנית מיכולות סקייל גבוהות (מספר דומה של עובדים נדרש כאשר מנהלים 3 מיליארד דולר בנכסים מול 6 מיליארד דולר) ואינה נדרשת להשקעות הוניות משמעותיות בעסק, מה שהופך אותה ליצרנית תזרימי מזומנים מצוינת. בנוסף, אשפורד מתווה כאמור את ניהולם העסקי של כ-140 בתי המלון – אופרציה גדולה עם צרכים והוצאות (מתקציב המלונות) של מאות מיליוני דולרים בשנה על שירותים שונים. הנהלת אשפורד פיתחה בשנים האחרונות יכולות In-house לספק למלונותיה שירותים שונים וכך לשמור על נתח הולך וגדל של רווחיות בתוך אשפורד, במקום שהמלונות יצרכו שירותים אלו מחברות חיצוניות. בתוך אשפורד צמחו חמישה עסקים חזקים כולל למשל חברת טכנולוגיה המציעה אפליקציית צ'ק אין וקבלת מפתחות פופולרית למלונות – ואלו מציעים את שירותיהם גם למלונות מחוץ לקבוצה.

צמיחה רווחית תוך שימוש בעסקאות בעלי עניין שסופגות ביקורת

התחכום של ההנהלה הוא גם זה שעומד במרכז חוסר שביעות הרצון של שוק ההון ממהלכיה האחרונים. למרות ביצועים מעולים של המלונות שבבעלות קרנות הריט ובעקבותיהם צמיחה חזקה בדמי הניהול ובתזרימים שמייצרת אשפורד, במהלך השנה



האחרונה הגיב שוק ההון בחריפות למיזוג של חברה רווחית לניהול פרויקטי שיפוץ והרחבה למלונות בשם רמינגטון, אשר הייתה בבעלות פרטית של מנכ"ל אשפורד ובעל השליטה. בתחילת חודש יוני הועמד על הפרק מיזוג נוסף של חברה פרטית רווחית וחזקה למתן שירותי אדמיניסטרציה לבתי מלון, שספג תגובה קשה של השוק אף שהיא מהמובילות בתחומה בארה"ב.

בעלי השליטה באשפורד לא קיבלו תשלום ישיר על החברות אשר מיזגו אל תוך החברה, ולמעשה טרם הכניסו לכיסם דולר אחד בעקבות העסקאות. הם קיבלו ויקבלו מניות בכורה מיוחדות של אשפורד המשלמות ריבית שנתית הנמוכה משמעותית מרווחיות החברות הממוזגות. מניות אלו יומרו בעתיד למניות רגילות של אשפורד לפי מחיר של \$117 למניה, פרמיה של כ-280% על מחיר המניה הנוכחי.

עסקאות בעלי עניין הן תמיד נושא בעייתי ואלו של אשפורד מתאפיינות גם בתקשורת בעייתית עם שוק ההון. ספק אם הנהלת החברה צפתה את התגובה החריפה של שוק ההון לעסקה האחרונה אשר הובילה לירידה של כ-50% במחיר המניה תוך כמה שבועות במהלך הרבעון השני.

עם זאת, יש היגיון רב בבסיס החשיבה העסקית מאחורי עסקאות אלו. הן תואמות לכיוון האסטרטגי בו הולך סקטור המלונאות האמריקאי כולו בו מותגי בתי המלון החזקים (הילטון, מאריוט ועוד) הפרידו את פעילויות הניהול השוטף של המלונות ואת הבעלות על הנדל"ן ומסרו אותם לחברות מתמחות.

רציונאליות בדרך?

מאז שרכשנו את מניות אשפורד לפני כשנה, הוסיפו קרנות הריט שהחברה מנהלת שישה בתי מלון לניהולן ושווי נכסיהן עלה בכ-15%. אשפורד היא זו המחזיקה במפתחות לעתיד הצמיחה שלה עצמה בשל שליטתה במדיניות רכישת הנכסים של קרנות הריט, ויכולותיה המשופרות לשלוט ברוב שרשרת הערך של מלונות הקבוצה.

מניית החברה, כאמור, הגיבה בכיוון ההפוך.

לאחר השלמת העסקה הנוכחית, ירוכזו כלל האינטרסים העסקיים של משפחת בנט באשפורד הציבורית. התשתית שנבנתה בחברה בשנים האחרונות צריכה לאפשר לה להמשיך להיות חברה רווחית מאוד עם תזרימי מזומנים חזקים המופנים לאפשרויות צמיחה מגוונות.

שבע ההחזקות הגדולות של הקרן (80% מנכסיה)

- **KKR** – חברת ניהול קרנות ההשקעה במודל פרייבט אקוויטי השנייה בגודלה בעולם הכפילה את ערך נכסיה המנוהלים ב-4 השנים האחרונות אך מחיר מנייתה נותר קפוא. KKR מתמקדת בגיוס כספים מגופי השקעה מוסדיים ענקיים ברחבי העולם, ונהנית מטראק ריקורד מרשים מאוד של תשואה שנתית ממוצעת של כ-25%



ללקוחותיה על פני 43 השנים האחרונות. דמי הניהול הנדיבים מהם נהנית החברה, כחלק מהסכמי השקעה לעשור ויותר, הופכים אותה לעסק רווחי ביותר בעל מאפיינים יציבים. באופן טבעי, האחריות שמוטלת על כתפי KKR ומתחרותיה הגדולות רבה והזהירות שנוקטים הגופים המוסדיים הגדולים הפכו את שוק קרנות הפרייבט אקוויטי הגלובלי לריכוזי מאוד עם 3-4 שחקנים בסדר הגודל של KKR ותחרות נמוכה על גיוס כספים. בנוסף, ל-KKR החזקות משמעותיות בעסקים אותם היא רוכשת בקרנות ההשקעה שלה, והונה העצמי של החברה שווה כיום לכ- 70% משווי השוק שלה.

- **Judges Scientific** – במהלך הרבעון הרביעי של 2018 פתחנו החזקה בינונית בחברה, אותה המשכנו להגדיל בתחילת השנה הנוכחית. עליות של למעלה מ-40% במחיר המניה מתחילת 2019 הפכו אותה לאחת ההחזקות הגדולות בקרן. הנהלת החברה התוותה במהלך שני העשורים האחרונים את הפיכתה למובילה בינלאומית בתחום המכשור המדעי למעבדות מחקר באקדמיה ובתעשייה. JS מתמקדת ברכישת חברות קטנות השולטות במיקרו-נישות בתחום, לעתים חברות המתמקדות בייצור 1-2 מכשירים ייחודיים. מאז הקמתה בתחילת שנות האלפיים רכשה החברה 17 חברות קטנות שונות – והשאירה אותן עצמאיות תחת מטריית הפעילות של JS הכוללת גם מערך מכירות בינלאומי משומן. מייסדי חברות נישה אשר הגיעו לגיל פרישה מעדיפים למכור את העסק ל-JS על פני רוכשות ענק או קרנות השקעה בשל המוניטין של החברה כשחקנית לטווח הארוך ומדיניותה להשאיר את החברות עצמאיות. המודל העסקי דורש משמעת גבוהה – הנהלת JS נמנעה מלרכוש חברה מאז סוף שנת 2016 משום שלא מצאה מועמדת במחיר המתאים. כשהיא רוכשת חברה היא עושה זאת בתמחור חד ספרתי על הרווח התזרימי ותוך מימון מחצית מהרכישה באשראי אטרקטיבי. בשנים האחרונות התמקדה באינטגרציה של רכישותיה האחרונות ובצמיחה אורגנית משמעותית. בטווח הארוך, בריטניה היא מעצמה עולמית בתחום המכשור המדעי ומעל 100 חברות מהוות יעד רכישה עתידי ל-JS. לאחרונה הכריזה JS על קו אשראי חדש בגובה עשרות מיליוני פאונד מה שמרמז כי היא בוחנת רכישה חדשה. לבסוף, JS נהנית מאוד מחולשת הפאונד המתמשכת כחברה שמייצרת בבריטניה אך רוב גדול של מכירותיה מתבצע בשווקים בינלאומיים במט"ח.

- **(UMG) Bollore** – בעוד מכירת חלק מיוניברסל מיוזיק לשותף פיננסי תתעכב בחצי שנה, הודיעה חברת ספוטיפיי על חיסול פעילותה בתחום הפרסום הישיר של מוזיקה על ידי אמנים, שניסה לעקוף את UMG והלייבלים הגדולים האחרים וכשל. המהלך מחזק עוד יותר את התלות של שירות המוזיקה הפופולרי ב-UMG ובחברותיה ומעמיד אותן בעמדה מצוינת לקראת המו"מ לחידוש ההסכמים מול ספוטיפיי בסוף 2019.



- **Facebook** – פייסבוק המשיכה גם ברבעון האחרון להציג צמיחה מחודשת בשירות הליבה שלה, לצד צמיחה מואצת באינסטגרם. את רוב תשומת הלב משכה הכרזת החברה על הקמת תשתית תשלומים עולמית חדשה החל מ-2020 בטכנולוגיית בלוקצ'יין. המיזם כמובן מושך אש רגולטורית לא מבוטלת ובמקביל מציג פוטנציאל לשווי עתידי של מאות מיליארדי דולרים.
- **טלסיס** – טלסיס הפתיעה את השוק לטובה במהלך הרבעון עם הכרזה על דיבידנד גבוה, ראשון מזה שנים רבות, בשיעור של קרוב ל-6% משווייה. במקביל, וואריסייט שבבעלותה הודיעה על הקמת חברה בת בגרמניה במהלך שמדגים את כוונות הצמיחה שלה במערב אירופה. החברה ממשיכה להציג שילוב נדיר של צמיחה שנתית חזקה בשיעור של 25-30% עם רווחיות גבוהה ותמחור מניה חד ספרתי – אף שמנייתה עלתה כ-45% מתחילת שנת 2019. הגדלנו מעט את השקעתינו בחברה במהלך הרבעון.
- **Charter Communications** – טביעת הרגל של צ'ארטר כבעלת תשתית התקשורת החזקה והייחודית ביותר בארה"ב, שוק האינטרנט הרווחי בעולם, נהנתה מהכרה מוגברת בשוק ההון במהלך ששת החודשים האחרונים והביאה לעלייה יפה במחיר המניה. הצמיחה העקבית בכמות מנויי האינטרנט המהיר של צ'ארטר בשנים האחרונות ויכולתה להעלות מחירים למנוייה באופן עקבי מדגימה את עוצמת החפיר של החברה. לצ'ארטר תשתית התקשורת המהירה והאיכותית ביותר כמעט בכל אזור בו היא פועלת בארה"ב והנהלה מצוינת עם רקורד מרשים של יצירת ערך למשקיעים.
- **בזק** – לאחר שנים ארוכות בהן נמנענו ממניית בזק למרות, ובגלל, היכרות עמוקה שלי עם הסיטואציה העסקית של החברה, נכנסנו להשקעה בחברה במהלך הרבעון האחרון, לאחר ירידות של קרוב ל-40% מתחילת 2019. בזק היא מונופול תשתיות אינטרנט מהחזקים בעולם, חברה אשר לפני עתיד בטוח של ביקוש גבוה לשירותיה אך מתומחרת כמו חברה בסכנת מחיקה. הירידות מתחילת 2019 יצרו הזדמנות משמעותית גם משום שנבעו מסיבה טכנית של יציאת תעודות סל המתמקדות בדיבידנדים (החברה ביטלה את הדיבידנד עקב מחיקה חשבונאית) לצד הצגת שיפור משמעותי בדיווחי החברה אשר נמצאת בעיצומם של תהליכי התייעלות שהיו דרושים כבר לפני שנים. לבזק פוטנציאל התאוששות מכובד בטווח הקצר, ופוטנציאל השאת תשואה גבוהה בטווח הארוך אם רפורמות רגולציה נדרשות בשוק הישראלי ייצאו אל הפועל. רכשנו את המניה בתמחור חד-ספרתי נמוך על התזרים התפעולי המקנה לנו מרווח ביטחון משמעותי בהשקעה.



החזקות שנמכרו במהלך הרבעון

- **KLXE** – מכרנו את ההחזקה בחברת השירותים לשדות נפט בארה"ב ברווח של כ-15% על מחיר הקנייה הממוצע שלנו. החברה היא ספין-אוף של חברת שירותים לחברות תעופה שנמכרה לבואינג האמריקאית. ניצלנו את התנודות שעוברים לעתים ספינאופים שכמוה, על מנת לבנות בה החזקה קטנה בסוף שנת 2018 ובמהלך הרבעון מכרנו את ההשקעה כדי להתמקד בהחזקות הליבה של הקרן.
- **איידיו גרופ** – השלמנו את מכירת חברת הנדל"ן הישראלית המחזיקה דרך חברה גרמנית בפורטפוליו של כ-23,000 דירות בעיר ברלין ברווח של כ-25% על מחיר הקנייה הממוצע שלנו. כחודש וחצי לאחר המכירה החל מהלך פוליטי בעיר ברלין להקפאת שכר הדירה ל-5 שנים ומחירי מניות הדיור בעיר איבדו עד 30% מערכן. התחממות הגזרה הפוליטית לגבי מחירי הדיור בברלין התבשלה על אש קטנה מתחילת 2019 והיה לה משקל בהחלטה לממש את המניות, אך עוצמת המהלך הייתה מפתיעה גם מעמדה בה כבר לא החזקנו במניות. יש סיכוי טוב שאיידיו עוד תמשיך ותרד עשרות אחוזים ללא הצדקה במסגרת התחושות הקשות שיצרה הפוליטיקה של ברלין בשוק ההון, ויתכן שהחברה תיהפך להשקעה אטרקטיבית ביותר לטווח של כמה שנים במהלך החודשים הקרובים.
- **Plus 500** – מכרנו את ההחזקה הכי ותיקה של הקרן בתשואה גבוהה של כ-120% (כולל דיבידנדים שהתקבלו לאורך שנתיים וחצי של החזקה), אך בתחושת החמצה לא קטנה. הנהלת פלוס 500 תצטרך להדגים חזון אסטרטגי מגובש יותר ושקיפות טובה יותר על מנת שנסקול לשוב להשקעה במניה. במהלך 2018 הגיעה פלוס למחיר גבוה בלמעלה מ-100% מהמחיר בו מכרנו אותה לבסוף ואי המימוש של המניה ברמות אלו הוא טעות גדולה שלי, על אף התמחור החד-ספרתי בו נשאר כל הזמן (עקב התנודתיות ברווחי החברה).
- **Fiat Chrysler** – מכרנו את ההחזקה בפיאט בהפסד של כ-5% על מחיר הקנייה הממוצע שלנו על מנת למקד את השקעות הקרן בחברות עם חפיר בר-קיימא הפועלות בשווקים הולכים ומתרחבים, באופן שמשתלב עם האסטרטגיה שהותוותה במכתב הרבעון הראשון לשנה. ב-9 החודשים בהם החזקנו במניות פיאט כמעט כל מה שציפיתי שיקרה בחברה קרה, כולל מכירה מוצלחת של החברה הבת לייצור חלפים, הכרזה על דיבידנד ענק, המשך שגשוג בסגמנטים רווחיים בארה"ב עם המותגים JEEP ו-RAM והכרזה על כוונה להתמזג עם ענקית רכב אחרת (רנו). למרות זאת המניה לא זזה בגלל חששות מתמשכים של השוק מעתידן של החברות המסורתיות, חששות שיש בהן הרבה מן האמת.



Legacy Value Partners

לסיכום

באופן מובחן עוד יותר מימים עברו פורטפוליו הקרן מציג משנה אסטרטגית סדורה. התמקדות בעסקים עם טביעת רגל קשה לשחזור, הנהלות יוצאות מהכלל ובתמחור סביר המלווה בסבלנות תביא אותנו לתשואה עודפת חזקה עם הזמן. אני קשוב למחזוריים הכלכליים העולמיים והמקומיים ופיזור גאוגרפי וענפי יעסיק אותי במהלך החודשים הקרובים. בנוסף הגברתי את חשיפת הקרן למצבים מיוחדים ובראשם מצב מיוחד בחברת מלאנוקס הישראלית שנמכרה זה מכבר אך נסחרת בפער דו ספרתי ממחיר המכירה. מצבי גידור כאלו יסייעו לנו להתמודד עם תנודתיות, אם וכאשר זו תגיע, לצד יתרות מזומן.

החל מחודש אוגוסט עוברת הקרן לקבל שירותי נאמנות ואדמיניסטרציה מפירמת BDO – זיו האפט, מהגדולות והמוערכות בישראל. ברצוני להודות לרו"ח אסף אפרתי על שירותיו המוצלחים כנאמן הקרן מיום יסודה.

המשך קיץ צונן ואנא הרגישו חופשיים לפנות אלי בכל עניין,

עומרי ולורט

שותף מנהל