



מכתב משקיעים – רבעון 1 לשנת 2019

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2019 עמדה תשואת הקרן על 6.1% 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
2.0%	-2.8%	-7.0%	-4.97%	2018
10.0%	6.3%	6.1%	6.1%	רבעון 1 - 2019
32.9%	13.4%	8.7%	13.7%	תשואה מצטברת

*החל מ-2016.6.21

בעוד הביצועים העסקיים החזקים של רוב העסקים שאנו מחזיקים בקרן המשיכו בקצב דומה לדיווחיהם מהמחצית השנייה של השנה שעברה, הרבעון הראשון של 2019 כלל גם תגובה "מותאמת" של שוק המניות ומניותיהן של החזקות ליבה רבות שלנו עלו בשיעור ניכר.

החודשים האחרונים הדגימו יפה כיצד גם החפירים העסקיים החזקים בעולם, בחברות גדולות עם כיסוי נרחב של אנליסטים, עשויים להיות לא מובנים ולהיות מתומחרים בחסר עמוק כאשר שוק ההון בוחר להתמקד בטווחי זמן קצרים של שבועות במקום טווחי זמן ראויים של שנים.

לעומת זאת, פלוס 500, מהחזקות הקרן היותר רווחיות בשנים עברו, העיבה על התוצאות ברבעון הראשון. שינויי הרגולציה האירופית משפיעים על החברה באופן קשה יותר משהעריכה הנהלה בתחילה. במקביל, ואף שההכנסה פר-משתמש באירופה ירדה בחדות,

¹ 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.

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 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.



ממשיכה החברה להשקיע סכומים גבוהים כבעבר בשיווק במטרה להגדיל את נתח השוק בטווח הארוך ולהצליח לחדור לגאוגרפיות חדשות ורווחיות כמו סינגפור. שילוב זה מעיב על רווחיות החברה בטווח הנראה לעין.

בבסיסה פלוס 500 היא עודנה עסק רווחי עם מודל עסקי אטרקטיבי הנסחר בתמחור נמוך. עם זאת, החלטתי לממש יותר ממחצית מהמניות שהחזקנו במהלך הרבעון כי יש לי ספקות לגבי יכולתה של ההנהלה הנוכחית לקבל את ההחלטות הנכונות למיקסום הפוטנציאל של החברה בשנים הקרובות. בנוסף, הענף הרגולטורי עלול להמשיך להתקדר בגאוגרפיות נוספות כגון אוסטרליה. למרות הירידות החדות שספגה ברבעון הראשון, אשר גרעו מתשואת הקרן יותר מ-6%, המחיר בו מימשנו את החזקתינו במניית פלוס 500 משקף תשואה של למעלה מ-120% על השקעתינו המקורית בחברה, בשקלול דיבידנדים שהתקבלו.

וורן באפט אמר פעם: "אני מעדיף לקנות מניות בעסק שגם אידיוט יכול לנהל" ופלוס 500 היא דוגמה לחברה שלא עונה על ההגדרה הזו. עם זאת, באפט עצמו חווה בשנים האחרונות במגוון מוקדים את הקשיים שבהסתמכות על תפיסת העולם הזו. "ערעור" (Disruption) בקצב הולך וגובר של מודלים עסקיים, והממשק בין עסקים לסביבה משתנה, מדינה וחברה (Society) הופך את איכות ההנהלות למשתנה הקריטי ביותר בשגשוג ארוך הטווח של חברות.

ההתמקדות בעסקים עם הנהלות איכותיות בעלות אחידות אינטרסים עם בעלי המניות, לצד **טביעת רגל תחרותית ייחודית וקשה מאוד לשחזור** ושליטה בסקטור הולך ומתרחב יהפכו מעתה לאסטרטגיה המרכזית שתוביל את בחירת החזקות הליבה בקרן.

עד עתה נחלקו החזקות הקרן בין גישה זו לגישה איתור עסקים בתמחור "זול", גם אם בדעיכה זמנית וצורך להסתמך על שינוי כיוון עסקי, שאפיין את הקרן בעבר. השקעות Deep Value שכאלה יתפסו מעתה מקום רק בפריפריית הפורטפוליו שלנו.

Universal Music Group וכבישי האגרה של המוזיקה

"Who stands to gain?"

(אמרת שפר לטינית: cui prodest)

בבסיס המודל העסקי של כבישי אגרה כגון כביש 6 הישראלי עומד עיקרון פשוט: הנוסעים משלמים על שימוש ומעבר במונופול-דרך טבעי. דמי השימוש הינם מכובדים, אך נמוכים יחסית ביחס לערך הכלכלי העצום ש – "משתחרר" כאשר אנשים וסחורות מגיעים מהר יותר למחוז חפצם.

מניתוח עומק של כלכלת האינטרנט והתוכנה עולה כי במקביל להיותה יצרנית הערך המשמעותית ביותר בעולם בשלושת העשורים האחרונים, בסקטור שמתפתח כל כך מהר ולעתים באופן בלתי צפוי, הכוח של עסקים עם אלמנטים שמזכירים מעין כבישי אגרה דיגיטליים גדל.



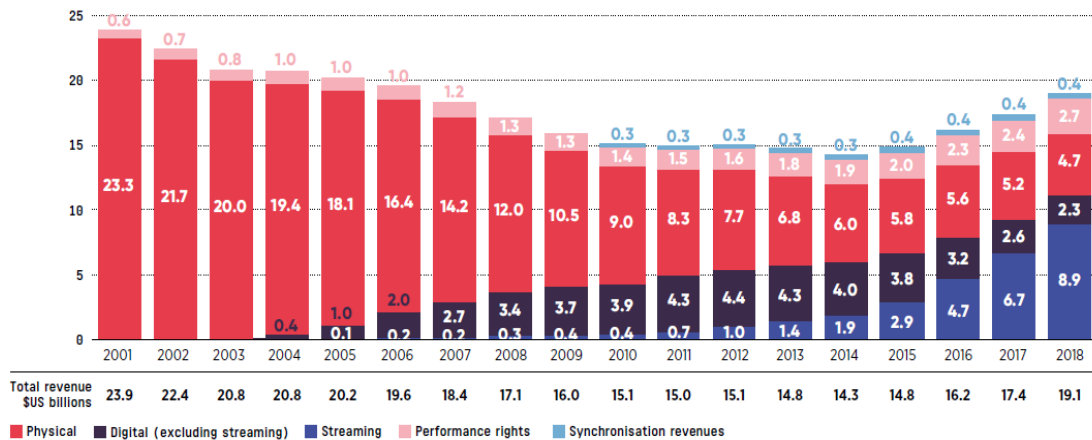
פייסבוק עליה הרחבנו במכתב המשקיעים הקודם היא דוגמא טובה לעסק כזה. פלטפורמת הפרסום שלה היא שער שמשמש מיליוני עסקים קטנים ברחבי העולם ליצירת ערך עצום מאינטראקציה עם משתמשים וצרכנים.

במהלך הרבעון הראשון של 2019 הגדלנו משמעותית את החזקתנו בחברת **Bollore** הצרפתית המחזיקה 100% מלייבל המוזיקה הגדול בעולם **יוניברסל מיוזיק גרופ (UMG)**. שוק המוזיקה העולמי נשלט על ידי אוליגופול של שלוש חברות המחזיקות ביותר מ-90% מהזכויות למוזיקה פופולרית. זכויות אלו הפכו בשנים האחרונות לכביש אגרה דיגיטלי מבוקש ומרכזי במיוחד השולט בגישה לערך כלכלי בשווי מאות מיליארדי דולרים שנוצר ועוד ייווצר ממיזמים ומאבקי כוחות טכנולוגיים בעשור הקרוב.

סיפורה העסקי של UMG, ושל שוק זכויות המוזיקה בכלל, מתכנס בצורה טובה אל שני תרשימים מעניינים. הראשון מביניהם מפרט את הכנסות תעשיית המוזיקה הגלובלית בשני העשורים האחרונים:

תרשים מס' 1 – הכנסות ממכירות מוזיקה, ומקורן, 2001-2018

Global Recorded Music Industry Revenues 2001-2018 (US\$ Billions)



כפי שניתן לראות, הירידה במכירות של מוזיקה "פיזית" על גבי תקליטורים ותקליטים ועלייתן של תוכנות שיתוף מוזיקה פיראטי הביאו לקריסה מתמשכת של הכנסות הלייבלים והאמנים ממכירת מוזיקה, שהגיעה לתחתית בשנת 2014.

עם זאת, בשנים האחרונות חל מפנה חד בכיוון אליו מתקדמת התעשייה, ואפליקציות ההזרמה הישירה (וחוקית) של מוזיקה (המסומנות בכחול) הביאו לצמיחה מחודשת וחדה בהכנסות התעשייה.

גם לאחר התאוששות חזקה בשנים האחרונות אנו עדיין רחוקים מאוד, **עשרות אחוזים בתיאום אינפלציה**, מרמת ההכנסות של התעשייה בתחילת המילניום. בנוסף, בעוד לפני שני עשורים חלקן של סין והודו, וכלכלות מתעוררות אחרות בעוגת ההוצאה העולמית על תוכן ומדיה היה כמעט אפסי, כיום האוריינות הטכנולוגית בהן מצויה בצמיחה חדה והתאבון שלהן למוזיקה מערבית גדל מאוד.



לשירות הזרמת המוזיקה הפופולרי ספוטיפיי זכויות רבות במהפך זה. השירות האהוב מגיע כיום לכ-200 מיליון משתמשים וצומח בשיעור גבוה גם בשורת ההכנסות. אבל ספוטיפיי אינה זו שמצליחה להרוויח מהזרמת מוזיקה למשתמשיה המרוצים:

תרשים מס' 2 – הכנסות ספוטיפיי (ירוק) מול עלות ההכנסות (אדום) 2013-2017



כפי שניתן לראות, בניגוד לשירותים דיגיטליים מצליחים רבים ממגוון תחומים, ספוטיפיי אינה מצליחה לתרגם את הצמיחה החדה בהכנסות לרווחיות גולמית גבוהה. רוב גדול של הכנסותיה של ספוטיפיי זורם היישר לכיסיהן של חברות המוזיקה הגדולות בהתאם לפופולריות ההשמעה של נכסי המוזיקה שלהן.

העמדה החלשה של שירותים מסוגה של ספוטיפיי מול חברות המוזיקה נובעת בעיקר מהייחוד של מוזיקה כנכס דיגיטלי. בניגוד לסרטים או סדרות טלוויזיה למשל, מוזיקה כמעט ואינה מתיישנת. בוב דילן, לדוגמא, פופולרי היום יותר מאי פעם. לקטלוגי העבר העשירים של יוניברסל ערך כלכלי עצום שאינו נשחק, מה שלא מאפשר לספוטיפיי "לעקוף" אותה באמצעות פיתוי אמנים חדשים להפיק ולהפיץ מוזיקה ישירות דרכה.

בשל כך, יוניברסל נמצאת בעמדה "ללחוץ" את ספוטיפיי ולגבות תשלום פר כל השמעה של אחד מאמניה בשירות, בניגוד לנטפליקס למשל שמשלמת על תכני הטלוויזיה שלה מחיר



"פיקס" חד פעמי, ללא קשר לפופולריות שלהם. בנוסף, דרשה יוניברסל וקיבלה נתח בעלות של 4% מספוטיפי בתחילת העשור הנוכחי אשר שווה היום למעלה ממיליארד דולרים.

אבן דרך משמעותית בעולם המוזיקה נרשמה לפני כחצי שנה, כאשר טיילור סוויפט, האמנית הפופולרית ביותר בארה"ב בשנים האחרונות, חתמה על חוזה עם UMG ל-15 שנים נוספות. גורמים מסוימים בתעשיית המוזיקה והטכנולוגיה ציפו כי סוויפט תבחר לפרוץ דרך ולחתום ישירות עם חברת טכנולוגיה, אך הוכח כי הערך הכלכלי בעבודה עם לייבל גדול משמעותי מאוד גם עבור אמנית ברמתה.

לצד שירותים כמו ספוטיפי ששואפים לעשות כסף ישירות ממכירת מוזיקה, מהווים נכסי המוזיקה של UMG גם אמצעי עבור חברות האינטרנט הגדולות בעולם לשימור לקוחות וחיזוק מכלול השירותים שהן מציעות למשתמשים.

חברות כמו אמזון, אפל, ויוטיוב (גוגל) משקיעות מיליארדי דולרים בשירותי הזרמה וניגון של מוזיקה משום שהן מרוויחות בעקיפין, במחוזות אחרים בעסקיהן, ממאות מיליוני המשתמשים הנהנים מהתוכן. במקביל, בניגוד למחוזות אחרים רבים בכלכלה העולמית סין והודו מכבדות זכויות יוצרים מוזיקליות באופן הרמטי. המקבילה הסינית של ספוטיפי הונפקה לאחרונה בבורסה האמריקאית בשווי דומה לספוטיפי והכנסות UMG מכיוונה גדלות גם הן בקצב גבוה.

סיפור הדעיכה, והחל מ-2014 התאוששות חדה שתואר לעיל הוביל את UMG ומתחרותיה לפוזיציה עסקית ייחודית מכיוון נוסף ומשמעותי מאוד. במהלך העשור ומחצה בו דעכו עסקי המוזיקה באופן גובר, עברה התעשייה תנופת מיזוגים ורכישות והתכנסות לשלושה מתחרים גדולים אשר אושרה על ידי הרגולטורים באופן חלק. UMG, למשל, רכשה את חברת EMI הבריטית, הרביעית בגודלה בשוק באישור הרשויות הרלוונטיות להגבלים עסקיים וכך לקחה את עמדת ההובלה כחברת המוזיקה הגדולה בעולם.

חברת ההחזקות Bollore השולטת ב- UMG הכריזה לפני מספר חודשים על הכוונה למכור עד 50% מהחזקתה בחברה לשותפה אסטרטגית שתיבחר בשיתוף בנק השקעות מוביל. שוויה המינימלי הצפוי של UMG בעסקה המתקרבת מייצג תמחור גבוה בהסתכלות במראה האחורית, אך תמחור סביר מאוד בהתחשב במגמות המתחזקות בשוק המוזיקה בעשור הקרוב. כמה מחברות המדיה והטכנולוגיה הגדולות בעולם כבר פועלות להתחרות על העסקה, כולל חברת האינטרנט הגדולה באסיה Tencent.

שוויה של UMG עולה על כלל שווי השוק של Bollore בבורסת פריז, ועסקיה הנוספים בתחומי הלוגיסטיקה, המדיה והפרסום המרוויחים מעל 1.5 מיליארד אירו בשנה אינם מקבלים ביטוי כלל במחיר מנייתה, אף לאחר שזה עלה בשיעור של מעל 20% מתחילת שנת 2019.



שש ההחזקות הגדולות של הקרן (75% 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 ענקים 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 מתונה 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.
- **(UMG) Bollore** – הורחבה לעיל
- **פייסבוק** – פייסבוק ממשיכה להדגים לכל מי שמעוניין להקשיב שבאמתחתה מודל עסקי חזק באופן בלתי רגיל, עם פריסה על מעל 200 מדינות ו- 2.7 מיליארד אנשים המשתמשים בלפחות אחד משירותיה. תוצאות החברה ברבעונים האחרונים הדגישו שוב את יכולותיה הגבוהות של ההנהלה לאזן בין הצורך להרוויח ולצמוח באופן חד בטווח הבינוני במקביל לחדשנות מתמשכת בשכלול הצעת הערך של החברה למשתמשים וגיבוש חזון לשלבים הבאים בחיי שירותיה המרכזיים: פייסבוק, אינסטגרם וווטסאפ.
- **טלסיס** – וואריסייט של טלסיס ממשיכה לצמוח באופן רווחי ומהיר עוד יותר מהסקטור הצומח בו היא פועלת. לקוחותיה של החברה מסתמכים עליה להסרת חסמים העומדים בדרכם לשילוב רווחי וישים של מעבדי מחשוב במוצריהם. לאחר שההשתלטות על וואריסייט הושלמה בסיום שנת 2018, ולאור יכולתה של החברה לייצר תזרימי מזומנים גבוהים מעסקיה שאינם דורשים השקעות חוזרות משמעותיות במפעלים וברכוש קבוע סביר כי חלקים הולכים וגדלים מרווחי טלסיס יופנו כדידינדים חזרה אלינו בעלי המניות. גם מניית החברה, הנמצאת מחוץ לאור הזרקורים של שוק ההון בשל שווי שוק נמוך יחסית של כ-300 מיליון ₪ החלה להגיב בחודשים האחרונים באופן משביע רצון לתוצאות העסקיות החזקות.
- **(AINC) Ashford inc** – אשפורד המשיכה להגדיל את פורטפוליו המלונות של שתי קרנות הריט בהן היא משמשת כחברת ניהול לפי מתווה שיתוף הפעולה האטרקטיבי שחתמה עמן במחצית השנייה של 2018. במקביל, המשיכו עסקי השירותים שבבעלות אשפורד לצמוח תוך העמקת העבודה עם מלונות הפורטפוליו



של הקבוצה. חברת שירותי הוויז'ואל והסאונד לכנסים שבבעלות אשפורד נהנית מצמיחה רווחית במיוחד ולאחרונה רכשה חברה מתחרה במדינת ניו-יורק באופן שיאפשר התרחבות מהירה בחוף המזרחי של ארה"ב. בעוד תכניתה העסקית של אשפורד עובדת באופן מרשים, שוק ההון עודנו חשדן לגבי פעולותיו העתידיות של בעל השליטה באשפורד להעמקת אחיזתו בחברה. עם זאת, אג"ח להמרה שבידי בעל השליטה לקבלת נתח נוסף בחברה מתממשות רק כאשר תגיע מניית החברה למחיר \$140, פרמיה של כ-150% על שווי החברה הנוכחי.

- **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.

החזקות שנמכרו במהלך הרבעון

- **Sylvania Platinum** – מכרנו את החזקה הקטנה בחברת כריית המתכות הנדירות הדרום אפריקאית (אך נסחרת ומדווחת בבורסת לונדון) בתשואה של כ-40% על מחיר הרכישה המקורי שלנו. סילבנייה נהנית ממבנה עלויות מופחת מאוד ביחס למתחרותיה בעולם והיותה חברה קטנה יחסית הממוקמת בדרום אפריקה אפשר לנו לקנות עסק עם תזרימי מזומנים חזקים והנהלה מוכשרת במכפיל חד-ספרתי נמוך וליהנות מהחזר פנימי גבוה על ההשקעה תוך מספר חודשים.
- **סנו** – ניצלנו את הפאניקה בשווקים בדצמבר האחרון לבניית החזקה חוזרת במניות חברת מוצרי הניקיון והטואלטיקה סנו, תוך שימוש בקו אשראי מהברוקר של הקרן, כפי שהרחבתי במכתב המשקיעים הקודם. מניית החברה התאוששה בחדות כבר במהלך חודש ינואר מה שאפשר לי לממש את השקעתינו בתשואה של כ-18%.
- **אג"ח מישורים ח'** – מכרנו את אג"ח מישורים ברווח של כ-13% לאחר שתוצאותיה הפיננסיות החזקות של החברה הזכירו לשוק ההון את טיבם המצוין של נכסי הנדלן שלה בישראל, ארה"ב וקנדה והשכיחו את הסכסוך שפרץ, ונפתר עוד בסוף 2018 בין בעלי השליטה. החלפנו את החזקה באג"ח בהחזקה במניות מישורים בשיעור של כ-4% מנכסי הקרן, שגם לעלות בשיעור נאה במהלך החודשים האחרונים.



Legacy Value Partners

לסיכום

חלק ניכר מעבודתי מתחילת שנת 2019 הוקדשה לגיבוש מעודכן של אסטרטגיית הקרן כפי שפירטתי בחלק המוקדם יותר של מכתב זה. אין ערובה שמה שעבד בעבר יעבוד גם בעתיד, חברות חזקות באופן בלתי רגיל יכולות להופיע במגוון נישות והדרך למסקנה כי הן מתומחרות באופן אטרקטיבי נבדלת לעתים גם כן מהשקעה להשקעה. ההשקעה בחברת Bollore היא דוגמא טובה לכך. בזמן שחלף מסיום הרבעון הראשון המשיכו החזקות הקרן לדווח על התקדמות חזקה באיכות עסקיהן. אנו רושמים כעת תשואה דו ספרתית מתחילת 2019 והאופק להשגת תשואה ארוכת טווח עודפת משמעותית על המדדים מתבהר.

אביב פורח ומהנה,

עומרי ולורט

שותף מנהל