

## מכתב משקיעים - שנת 2022

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך שנת 2022 עמדה תשואת הקרן על -18.6%. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים, אל מול מדדי ההשוואה<sup>1</sup>:

S&P 500 Total Return	ת"א 125	שותף מוגבל לאחר דמי הצלחה	Legacy Value Partners	תקופה
7.8%	3.7%	6.9%	8.6%	*2016
9.9%	6.4%	3.1%	3.9%	2017
3.4%	-2.3%	-7.0%	-4.97%	2018
21.2%	21.3%	24.3%	25.9%	2019
10.1%	-3.0%	27.7%	34.6%	2020
24.5%	31.1%	31.1%	39.5%	2021
<b>-7.8%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-18.6%</b>	<b>-18.6%</b>	<b>2022</b>
<b>87.6%</b>	<b>46.9%</b>	<b>73.5%</b>	<b>106.2%</b>	<b>תשואה מצטברת</b>

\*תחילת פעילות הקרן - 21.6.2016

השנה החולפת הייתה מהכאוטיות שידעו שוקי ההון בעשורים האחרונים. הביטוי "סערה מושלמת" הוא לעתים קלוישאה שנעשה בה שימוש מופרז אך שנת 2022 יכולה להתדר בו בזכות. הריקושטים של מגפת הקורונה הובילו לאינפלציה גבוהה במחירי מוצרים, שירותים וסחורות. שנתיים של מגפה עולמית הובילו לערעור שרשרות האספקה העולמיות ולשינויים טקטוניים בשוקי התעסוקה בארה"ב ובמדינות מערביות נוספות שהובילו לביקוש אדיר לעובדים. אלו שולבו בהכרזת מלחמה של רוסיה על אוקראינה, המהלך הצבאי הכי דרסטי באירופה מאז מלחמת העולם השנייה. התגובה לכל אלו הייתה מהלך העלאות ריבית אגרסיבי באופן חסר תקדים של הבנק הפדרלי בארה"ב, ובעקבותיו בנקים מרכזיים אחרים. מבט בביצועי שוקי המניות הגלובליים אינו מספר את סיפורה של שנת 2022 טוב מספיק. מניות יכולות להיות תנודתיות וירידה של 15-20% במדדים אינה אירוע כה נדיר. הביצועים של אג"ח מדינה ואג"ח קונצרניים, לעומת זאת, הם לדעתי האירוע הפיננסי הדרמטי באמת של השנה.

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.

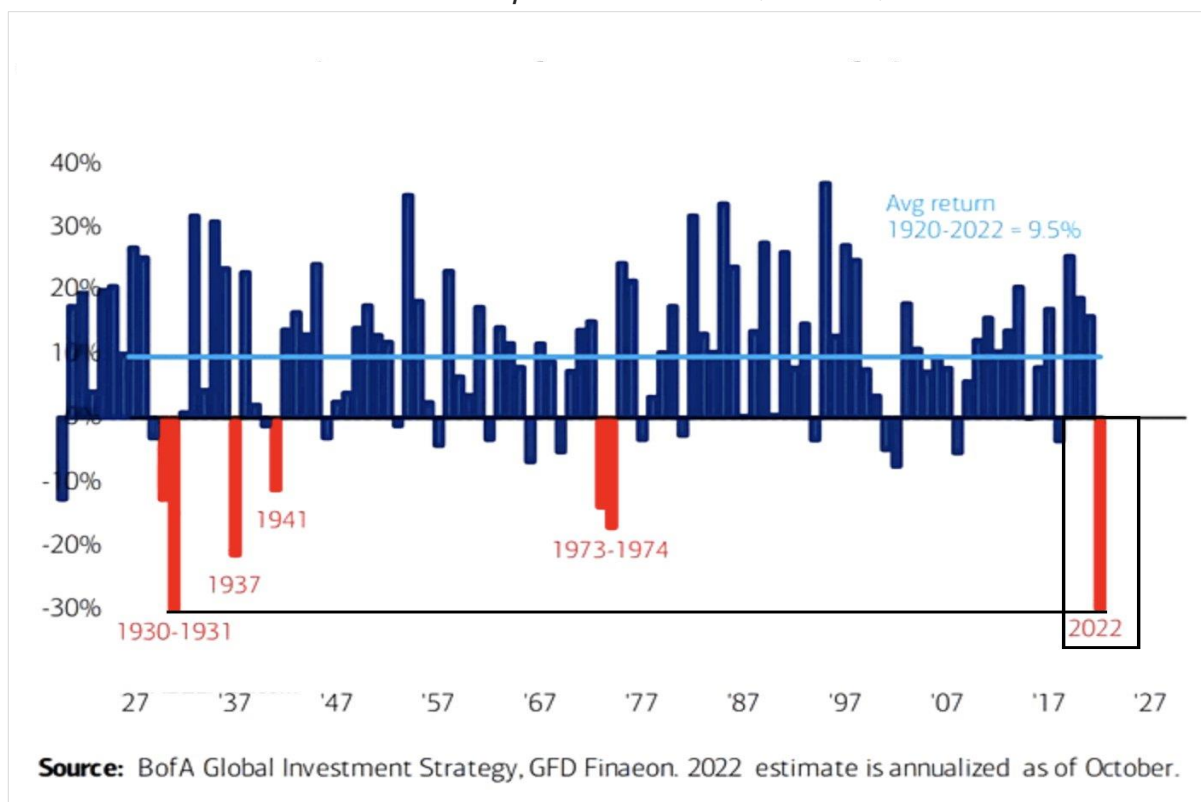
תשואת הקרן ותשואת מדדי ההשוואה **מוצגות באופן שקלי**

תשואת "שותף מוגבל לאחר דמי הצלחה" - הינה התשואה לאחר ניכוי דמי הצלחה ולפני מס אשר השיג שותף מוגבל שנמנה על הקרן מתחילתה ועד סופה של התקופה המצויינת בכל שורה בטבלה. יתרות ותשואות פרטניות, בהתאם לזמן כניסתו של כל משקיע לקרן ובאישור וחימת נאמן הקרן נשלחות לשותפים המוגבלים אחת לחודש

**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

תיק ה- "60-40" הנודע (60% מניות-40% אג"ח), הוא אבן היסוד של תעשיית ייעוץ ההשקעות בארה"ב ובעולם, וסביר כי מעל 100 מיליון משקי בית מושקעים בגישה זו באופן ישיר או באמצעות הגופים המוסדיים. החלק שניתן בתיק לאג"ח אמור להבטיח לכאורה תנודתיות נמוכה ותשואה "בטוחה יחסית". בשנת 2022 התברר כי השנה שחלפה היא הגרועה ביותר לאסטרטגיית החיסכון הסולידיית לכאורה הזו כמעט יותר מ-90 שנים. באוקטובר נרשם שיא שלילי בתשואה השנתית של האסטרטגיה שרוכך לקראת סוף השנה. דרמה של ממש בתפישת החיסכון וההשקעות של משקי בית ברחבי העולם.

### תרשים א' - ביצועים ממוצעים של פורטפוליו 60/40 בארה"ב בשנים 1927-2022



במקביל לסביבת המאקרו החריגה, לגאסי סבלה במהלך 2022 מערעור משמעותי של אסטרטגיית הליבה שלנו - השקעה בחברות איכותיות, מתחומי השירותים, הטכנולוגיה והצריכה השוטפת, המתומחרות בסבירות (ולאו דווקא במחירי רצפה) ועם מינוף נמוך, ואוחזות ביתרונות תחרותיים חזקים ויכולת לצמוח באופן רווחי לאורך שנים.

עליית הריבית והמלחמה באוקראינה גרמו לעולם ההשקעות להתמקד בכיוונים קצרי טווח יותר כמו נפט, סחורות, ותעשיות ביטחוניות.

מגמה זו השתלבה עם פיצוץ בועת מניות הטק הלא רווחיות שהחל ברבעון הרביעי של שנת 2021. רבים מכם שוחחו איתי לאורך השנים לגבי דעתי על מניות צמיחה שכאלו ומודעים לכך שאת התשואות שהשגנו בשנים עברו כמעט ללא חשיפה למניות טק בועתיות ונטולות יכולת לייצר תזרים מזומנים. לא היינו במקומות שעשו 300% בשנה במהלך 2021 ולא חווינו איתם קריסה של 90% כפי שקרה למניות רבות בסקטור.

הטעות שלי, כפי שהתבררה במהלך שנת 2022, היא מתן משקל חסר להשפעה של פיצוץ בועת הצמיחה על חברות הטק החזקות בפורטפוליו שלנו, כגון **סיילספורס ואמזון**. אלו סבלו במהלך 2022 מערעור משמעותי באמון המשקיעים ביכולתן לצמוח באופן רווחי ולאורך זמן, שהתבטא בהתכווצות המכפילים לפיהן הן נסחרות ולתשואת חסר במניותיהן.

**פייסבוק**, או בשמה החדש מטא, היא סיפור מורכב יותר. חברה רווחית מאוד, מהרווחיות בעולם, ובעלת מונופול משמעותי שבחודשים האחרונים הוכח שכוחו שריר וקיים. שילוב של מתקפה עליה בהובלת חברת אפל, לצד חטא היבריס של מייסד החברה מרק צוקרברג, שהוביל לשריפת עשרות מיליארדי דולרים על פיתוח פלטפורמת מציאות מדומה (VR) כושלת, הובילו לתנועה אגרסיבית מאוד לשלילה במחיר מנייתה במהלך השנה. המניה הגיעה בשיא הסייקל השלילי של ציפיות המשקיעים ממנה לתמחור חד-ספרתי נמוך על הרווחים מאפליקציות הליבה של פייסבוק ואינסטגרם. מצב קיצוני לחברה כה חזקה. פייסבוק נמצאת בעיצומה של פניית פרסה אסטרטגית ותפעולית משמעותית, שכוללת חיסכון חד בהוצאות ומיקוד עסקי, מה שהוביל להתאוששות משמעותית במנייתה בחודשים האחרונים.

חברות אלו, לצד רבות אחרות בסקטור הטק, סבלו מירידה ממוצעת של עשרות אחוזים במחיר מנייתן במהלך 2022. אליהן הצטרפו מימושים חזקים במניית חברת **שב"א** ובמניית חברת ציוד השבבים הישראלית **קווליטאו** שסבלה מרגולציה אמריקאית על פעילותה בסין כחברה בסקטור השבבים, בדומה לשאר החברות בסקטור. משכך, זו הייתה שנה קשה מאוד להחזקות הליבה שלנו, כפי שפורטו במכתב המשקיעים של שנת 2021. מתוך שש החזקות ליבה איתן נכנסה לגאסי ל-2022, חמש ירדו בשיעור דו-ספרתי חד ממוצע של כ-45%. לגאסי, לעומת זאת, ירדה בשיעור כואב, אך פחות, של 18.6%. אם הייתי מגיב טוב יותר לתמחורים הגבוהים, לתמרורי האזהרה של סוף 2021 ולמגמת עליית הריבית התוצאה שלנו הייתה טובה יותר, ללא ספק. מאידך, הנזק שנגרם לביצועים ארוכי הטווח שלנו נותר בר-תיקון. תרומה מרכזית לאיזון הירידות קיבלנו ממי שהייתה ההחזקה הגדולה בקרן בסוף 2021 – חברת טלסיס, שסיימה עוד שנה מצוינת מבחינה תפעולית ואסטרטגית.

## על דעות ועקרונות

### "When you're going through hell – Keep walking"

(וינסטון צ'רצ'יל)

כאן המקום להרחיב מעט על עמדתי לגבי מכירה בהפסד ומכירה בכלל של מניות. הקרן היא משקיעה ארוכת טווח, לעתים של מעל 5 שנים במניות של עסקים איכותיים. בנוסף, אני נוהג לפרסם מעת לעת את תזות ההשקעה שלי על השקעות הליבה של הקרן - אם במכתב השנתי ואם במצגות בכנסים, ברשתות ופורומים מקצועיים באינטרנט, במדיה וכיו"ב. החשיפה הציבורית של חלק מרעיונות ההשקעה של לגאסי משיאה לנו ערך רב ומאפשרת לי להגדיל את רשת המחקר שמשמשת אותנו בבחינת רעיונות השקעה בקרן, ולחזק את הקשרים עם קהילת משקיעי הערך הישראלית והבינלאומית שחושפת אותי לרעיונות אטרקטיביים באופן תדיר. עם זאת, אני לא ממוקד ולא עובד בצבירה של יוקרה "אקדמית". כוכב הצפון שלי הוא תמיד הגנה על כספכם מחד וחתירה להשגת תשואות עודפות בסיכון סביר על טווח של כמה שנים. חלק מהדרך להשגת המטרות הללו עוברת בזיהוי והימנעות מ- "אסונות" וסיכונים קצה ושמירה על גמישות מחשבתית ורציונליות.

כששיחות עם הנהלת רשת כרטיסי האשראי הישראלית **שב"א**, עליה הרחבנו במכתב המשקיעים לשנת 2020, לא היו לרווחי בתחילת 2022, ונכונותה המוגבלת לקדם את הפיתוח העסקי בחברה לצד מאבק נחוש יותר בהחלטות רשות התחרות בעניינה ובאינטרסים הסותרים של בעלי מניותיה הגדולים – הבנקים, התבארו לי, החלטתי לממש את הרווח המשמעותי שצברנו במניה (כ-210% בשנתיים). זאת על אף שכבר ספגה ירידה של כ-20% מתחילת השנה באותו שלב. שב"א הוסיפה וירדה עשרות אחוזים לאחר שסיימתי למכור אותה (אך עדיין נסחרת, גם היום, בשער יותר מכפול מהשער בו קנינו אותה לראשונה בשנת 2020).

את **סיילספורס** מכרתי בקיץ האחרון לאחר אובדן כל התשואה שצברנו במניה, ולאחר שניתוח עדכני של רכישת הענק המאוד יקרה שביצעה החברה (קנתה את פלטפורמת המסרים הארגונית סלאק בסוף 2020), לצד יכולתה של ההנהלה לשמר צמיחה רווחית בשנים הקרובות, גרם לי לשנות את דעתי. המניה הוסיפה

לרדת גם היא עוד עשרות אחוזים לאחר שמכרנו אותה באמצע 2022 (התאוששה חלקית ב - 2023 עד עתה).

גם את החזקתינו **באמזון** הפחתתי משמעותית בקיץ האחרון, משום שיכולתה של ההנהלה לשלוט בהוצאות ולהביא את אמזון למינוף תפעולי משמעותי של השקעות העתק בלוגיסטיקה שביצעה בשנים האחרונות הפכה להיות מוטלת בספק רציני במהלך השנה האחרונה. לאלו מצטרפת הצמיחה האיטית יותר בביצועי שירות מיחשוב הענן של החברה AWS שנובעת מפיצוץ בועת הטק.

דוגמאות אלו, לצד נוספות, משתלבות עם רשימה מתפתחת של עקרונות שאימצתי לאורך השנים ושאני שואף להיות מונחה על ידם בשנים קשות בקרן:

- א. אנחנו לא חייבים להחזיר הפסדים באותו אופן ועם אותן החזקות שהובילו להם** – כפי שפורט לעיל, זוהי גישה שאני מאוד מאמין בה וחושב שהיא קריטית להצלחה ארוכת טווח בניהול השקעות.
- ב. לא נהפוך למומחים בהשקעה בנפט או בתעבורה ימית (לדוגמא) תוך חודשים ספורים, דווקא בעת מלחמה באירופה ומשבר אנרגיה** – הפיתוי להתפרש לתחומים "חמים" אך מורכבים, שהשמידו הון עתק למשקיעים לאורך שנים, ובהם היתרון היחסי שלנו לא קיים, הוא מאוד גדול בתקופות של הפסדים, בהם כל סיכוי לתשואה חיובית מתקבל בצמא על ידי השוק. זוהי גישה בעייתית מאוד שעלולה להוביל להפסדים גדולים ובנוסף לאובדן מיקוד שיוביל לאי-ניצול הזדמנויות בתחומי הליבה של הקרן.
- ג. לא להשתבלל, ההזדמנויות קיימות, גם בתקופות קשות** - את ההשקעה המוצלחת הבאה צריך לבצע גם כשהקרן בירידה של 15-20%. הפיתוי להוריד ראש עד יעבור זעם הוא חזק אך הרסני לביצועים ארוכי הטווח.

את הכסף שהתפנה משינוי הכיוון של הקרן בהחזקות הליבה שתוארו לעיל הפנינו לסט הזדמנויות חדש בקבוצה מצומצמת של עסקים שנמצאים תחת מעקב שלנו שנים רבות. היופי בשנים קשות כמו שנת 2022 הוא שהאופן החד בו פועלים השווקים, ועובד המחזור הכלכלי, גם יוצר סביבה קלאסית לאיתור הזדמנויות השקעה אטרקטיביות במיוחד שיכולות לייצר ביצועים עודפים משמעותיים לקרן השקעות מסוגה של לגאסי שנים קדימה.

לשמחתי, שנת 2023 החלה עם הצפת ערך משמעותית בחלק מהחזקות הקרן שהובילה לתיקון חלקי, אך מהיר יחסית של ירידות 2022. למרות שסביבת המאקרו העולמית נותרה מאוד רגישה אנו נשארים מושקעים באופן מלא - ברעיונות המלווים אותנו תקופה ארוכה, לצד החזקות ליבה חדשות יחסית אותן אנו צופים שנחזיק כמה שנים. סביר שהשינויים החדים יחסית בפורטפוליו הקרן במהלך שנת 2022 יוותרו כחריג היסטורי מתבקש בשנה קיצונית כמו שעברה על שוקי ההון העולמיים.

## **"Welcome to the Tangible Twenties" - נכסים מוחשיים**

במהלך השנים כתבתי לא פעם על האטרקטיביות של מודלים עסקיים המסתמכים על נכסים בלתי-מוחשיים כמו מותג, אפקט רשת, יחסי לקוחות הדוקים ועוד. עסקים אלו נהנים מיכולת מוגברת לייצר מזומנים, שכן הם אינם נדרשים להשקעות כבדות וחוזרות בצידוד והון קבוע, ויכולים להחזיר כסף רב למשקיעים בדמות דיבידנדים או רכישת מניות חוזרת בשוק. במהלך שנת 2022 סבלו חברות רבות מסוג זה, ובכללן רוב גדול של חברות התוכנה והאינטרנט הנסחרות, מביצועי חסר. מעבר לבעיות המאקרו והבעיות הספציפיות של סקטור הטק כפי שתוארו בסיילספורס, אמזון ופייסבוק, בועת הטק שהתפוצצה הדגישה את העלויות הכבדות של מירוץ החימוש בעובדים איכותיים בהם תלויות חברות טק ושירותים רבות המסתמכות על נכסים בלתי מוחשיים. בנוספים, תנאי עבודה מופלגים ובעיקר תגמול מבוסס מניות הפכו למשקולת של ממש על יכולתן של חברות רבות לשפר את רווחיותן.

במקביל, הודגם במגוון מוקדים כי עולם התוכנה והאינטרנט, שנהנה מהשקעות עתק מאז משבר 2008, מתפתח בכיוונים ובקצבים שעלולים לעתים לערער חברות עם חפיר עסקי רחב תוך שנים ספורות. כך קרה למשל לחברת התוכנה הענקית אדובי (בה לקרן מעולם לא הייתה החזקה), [שנאלצה לרכוש את מתחרתה הצעירה Figma בסתיו 2022](#), בתמחור יקר באופן קיצוני של כ-40X על ההכנסות (החברה הנרכשת לא מרוויחה כסף), לאחר שזו צברה תאוצה תוך זמן קצר בתחומי עיצוב המוצר, באופן שסיכן מאוד את החפיר של אדובי, שנחשב בלתי חדיר לאורך שנים רבות.

ממחקר מעמיק וממעקב ארוך שנים שלנו על האופנים בהם מיוצר ונשמר ערך בתעשיית הטק והשירותים העולמית, זיהינו שחברות המצליחות לשלב נכסים בלתי מוחשיים חזקים עם "אחיזה" פיזית חזקה בנישה שלהן (מוצרים פיזיים קשים מאוד לשחזור, תשתיות ייצור וכיו"ב), נהנות מביצועים עודפים ושומרות טוב יותר על החפיר העסקי שלהן לאורך זמן. הדוגמא הטובה ביותר לכך היא כמובן אפל (אין החזקה), החברה הגדולה בעולם כיום במונחי שווי שוק. מנקודת המבט של לגאסי, הדוגמא הבולטת היא כמובן חברת טלסיס, שמשלבת עסק שירותים ברמה גבוהה ביותר עם יכולות ייצור שהחל משנת 2014 משרתות את כלל צרכיה של החברה ומספקות 100% ממערכות מיחשוב הליבה על כרטיס אלקטרוני (SOM) אותן היא מפתחת ומוכרת למעל 5000 לקוחות עסקיים ברחבי העולם.

במקביל למתרחש בסקטור הטק, השנים 2021-2022 הפנו זרקור חזק במיוחד על הרעב העולמי לתשתיות ייצור ושינוע, למשאבים פיזיים וכיום בהמשך לעליית הריבית החדה גם להון ולנזילות. הסביבה הזו יצרה מחוללי ערך אדירים לחברת הביטוח וההשקעות הקנדית **פיירפקס** (סימול: FFH.TO), שווי שוק של כ-16 מיליארדי דולרים), המוכרת מאוד בקרב קהילת משקיעי הערך העולמית זה כ-20 שנה. את פיירפקס מוביל המייסד והמנכ"ל הקנדי ממוצא הודי פרם וואטסה. לפני כ-15 שנה היה וואטסה בשיא הפופולריות שלו בקרב משקיעים ונהנה מהשוואות לוורן באפט. באפט עצמו עשה את מירב הונו מניהול עסקי ביטוח שהם מנוע הפעילות הראשי של ברקשייר שבשליטתו.

הסיבה שמנהלי השקעות מוכשרים כבאפט ווואטסה אוהבים את עסקי הביטוח היא הנזילות האדירה, והחינמית, שחברת ביטוח המנוהלת היטב מספקת לזרוע ההשקעות שעובדת לצידה. בכל פעם שאנו עושים ביטוח כצרכנים, אנו למעשה משלמים כסף בהווה על הסיכוי הסטטיסטי שיום אחד נבוא ונתבע את החברה על אירוע ביטוחי שיקרה לנו. בינתיים, ותחת מגבלות רגולטוריות, חברת הביטוח חופשיה להשקיע את הכסף הזה בנכסים והשקעות מניבות לטווחים קצרים וארוכים כגון אג"ח, מניות, נדל"ן, תעשייה ועוד. עם זאת, חברת ביטוח היא עסק קשה יחסית, וכאשר בוחנים השקעה באחת כזו כדאי לבחון לעומק את הטראק רקורד של ההנהלה הן בפעילות הביטוח (איכות החיתום) והן בפעילות ההשקעות.

במהלך שנת 2022 הגיעו לשיאם שני תהליכים ארוכי שנים שהנהלת פיירפקס הובילה. המתנה ארוכה לאינפלציה השתלמה סוף-סוף, ותיק הנכסים קצרי הטווח של החברה המורכב ברובו מאג"ח לשנתיים של ממשלות ארה"ב וקנדה ומפורטפוליו חברות בתחומי האנרגיה והתעשייה הפך למחולל ערך דרמטי. החשיבות של מיקוד בנכסים לטווח קצר בקרב גופים פיננסיים הפכה לאקוטית במיוחד בתחילת שנת 2023, עת בנק סיליקון ואלי (SVB) האמריקאי קרס עקב חשיפה גבוהה לאג"ח ארוכות של ממשלת ארה"ב ולאג"ח מגובה משכנתאות – נכסים סולידיים לכאורה שמחירים קרסו תוך זמן קצר.

במקביל, המהלך האסטרטגי בו החלה החברה בשנת 2015 **הוביל לצמיחה של 3X בגודל פעילות הביטוח שלה, תוך שימור הרווחיות החיתומית**, הגיע לשיאו בדיוק בתקופה בה הנזילות האדירה שמספקים עסקי הביטוח הפכה למצרך מבוקש ביותר. כך התאפשר לחברה לממש חלק מהשקעותיה בעסקי ביטוח, ולקנות בזול השקעות מניבות שמייצרות לה רווחי עתק בסיכון נמוך.

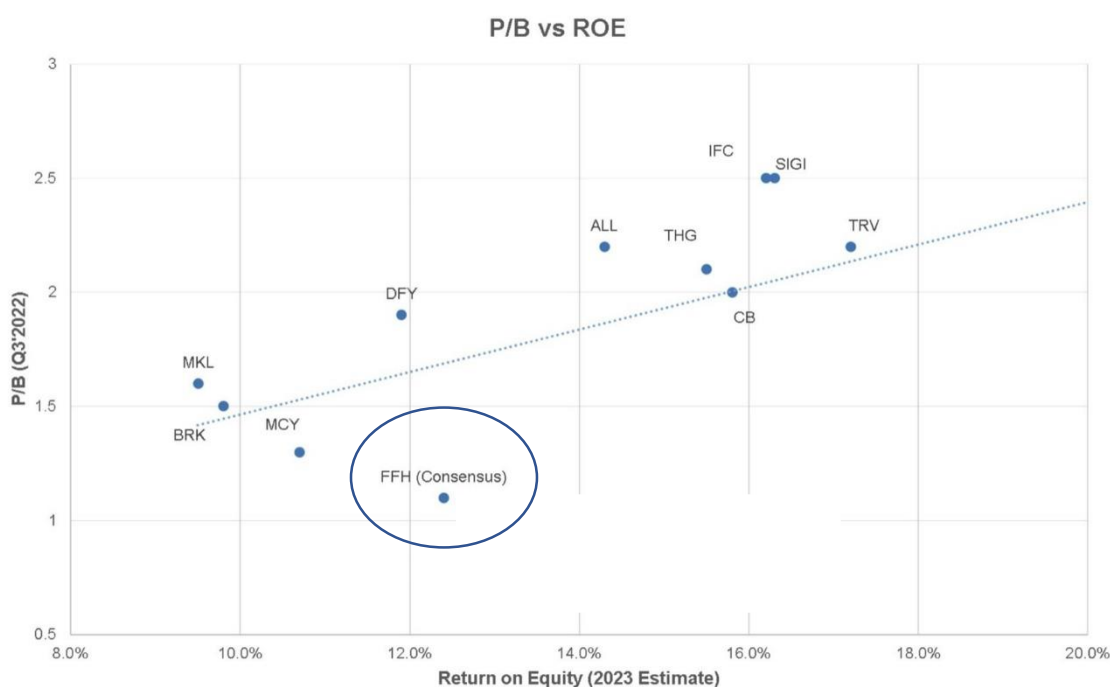
שוק ההון הקנדי והאמריקאי סירב להכיר בהתפתחויות הדרמטיות הללו בערכה של פיירפקס לאורך זמן רב יחסית, והמשיך לנטור להנהלתה טינה על בחירות אסטרטגיות לא טובות שלקחה בשנים 2009-2013. השינוי והמיקוד האסטרטגי שהוביל וואטסה נפל על אוזניים ערלות ואפשר לנו לרכוש את מניית החברה החל מאמצע שנת 2022 בתמחור של כ-0.7 על הונה העצמי. החברה גם הייתה בעיצומו של גל הצפת

ערך משמעותי של חלק מהפעילויות העסקיות שבבעלותה בתמחור גבוה במכפלות משווי השוק שגילמה מנייתה בבורסה.

לקראת סוף השנה, ובתחילת 2023, הלכה והאיצה ההכרה כי כוח הרווח של פיירפקס הגיע למיליארדי דולרים בשנה ומנייתה הגיבה בחיוב והפכה אותה לחברת הביטוח שהציגה את התשואה הטובה ביותר בצפון אמריקה במהלך השנה החולפת. עליות אלו, לצד המשך רכישת מניות מצד לגאסי בשוק, הפכו את פיירפקס להחזקה הגדולה ביותר שלנו בקרן כיום. גם לאחר העליות במניה במהלך ששת החודשים האחרונים, פיירפקס היא עודנה חברת הביטוח הזולה מסוגה ומהזולות בעולם:

## תרשים ב' - תמחור עדכני של פיירפקס מול סקטור הביטוח בצפון אמריקה

# Fairfax vs. Peers



מקור - Tidefall Capital

באמצעות הפנייה מתודית של תקבולי הביטוח ותזרימי הדיבידנדים שהיא מקבלת מחברות בנות לאג"חים קצרי מח"מ ומעוטי סיכון, החברה הצליחה כמעט ולהבטיח תזרים מריביות ורווחי ביטוח של כ- 5 מיליארד דולרים במצטבר בשנתיים הקרובות תוך ניצול סביבת התשואות הגבוהה. בנוסף, היא שולטת במגוון החזקות אטרקטיביות מתחומי התעשייה, האנרגיה והתשתיות, ובראשן שדה התעופה של העיר בנגלור בהודו שצפוי להיות מונפק עד שנת 2025 ושויי החזקה בו לבד מוערך בלמעלה מ-10% משווי השוק של פיירפקס כולה.

השילוב הנ"ל של תמחור מאוד אטרקטיבי ומגוון דרכים להצפת ערך יוביל להערכתי להחזקה שלנו במניית החברה בשנים הקרובות, בהן היא צפויה להמשיך לקצור את התבואה משנים של עבודה אסטרטגית מרשימה, משמעת ושמרנות עסקית.

## שש הפוזיציות הגדולות של הקרן (כ - 70% מהנכסים, נכון למרץ 2023)

- **פיירפקס (FFH.TO)** – הורחבה לעיל.
- **טלסיס** – אנו מציינים 5 שנות החזקה באחת החברות הישראליות המרשימות של 20 השנים האחרונות. בתחילת השנה שעברה הצגנו כזכור את החברה בכנס בינלאומי והמצגת נשלחה אליכם במייל. במהלך שנת 2022 המשיכה טלסיס להדגים עמידות גבוהה ויכולות ביצוע יוצאות דופן בחטיבת ה - SOM של החברה, והייתה מחברות הטכנולוגיה הישראליות הבודדות, בוול סטריט או בתל אביב, שסיימה בתשואה חיובית גבוהה את השנה. החברה מסיימת את 2022 עם צמיחה חזקה של מעל 60% הן במכירות והן ברווח. האטרקטיביות של הצעת הערך שלה, בתחום מערכות מיחשוב ליבה כמוצר מדף, ליותר מ - 5000 לקוחותיה - יצרנים ממגוון רחב של תעשיות ושוקי יעד, מעולם לא הייתה גבוהה יותר. הרמות הנוכחיות בהן נמצא שער הדולר/שקל מוסיפות לכוח הרווח של החברה, המפתחת ומייצרת מישראל, כ - 15-20 מיליון ש"ח בשנה ומגבירות עוד יותר את האטרקטיביות של המניה.
- **RCI Hospitality (RICK)** – לאחר מעקב של מעל 5 שנים אחר התפתחות החזון האסטרטגי וההוצאה לפועל שלו על ידי הנהלת החברה, נכנסנו בסוף 2021 להשקעה בחברת חיי הלילה למבוגרים והמסעדות האמריקאית. תנודות חריפות במנייתה באמצע שנת 2022 איפשרו לנו להפוך את RICK להחזקת ליבה של הקרן. החברה מפעילה מעל 60 מועדוני בידור למבוגרים בערים גדולות בארה"ב. זוהי החברה הציבורית היחידה בתחום. היא עושה זאת באופן רווחי להפליא ותוך הוצאה לפועל של אסטרטגיית הקצאת הון מאוד אטרקטיבית באמצעות הרווחים שהיא צוברת. בשוק בו פועלים כ - 2000 מועדונים, החברה מאתרת ורוכשת מועדונים שבעליהם התבגרו או הגיעו למיצוי ועושה זאת בתמחור של 2-5 על הרווח התזרימי, באופן המייצג תשואה פנימית על ההשקעה של 20-25% לשנה. ברוב העסקאות אותן היא מבצעת החברה היא המציעה היחידה שכן היא נהנית ממומחיות נדירה, שהולכת והופכת ליותר נדירה, בניהול הנכסים וכן מגישה ייחודית להון בעלות סבירה. זהו עסק המפעיל מונופולים מקומיים, רווחי מאוד, מוגן מיתון, הנהנה מאחיזה פיזית משמעותית באמצעות עשרות נכסי נדל"ן חסרי תחליף, המגובים ברישיונות פעילות שמספרם הוא סופי, ונמצאים בבעלות החברה. אפשר ורצוי לעקם מבט על תחום הפעילות של RICK, אך מהמחקר עולה שהחברה, כחברה הציבורית היחידה בתחום בארה"ב ובעולם, גם מקדמת סטנדרטים של הוגנות וציות לחוק ולרגולציה בסקטור שלה באופן שמשנה את כלל התעשייה באזורים בהם היא פועלת.
- **אפולו (APO)** – הרחבנו על האטרקטיביות של מובילות השוק בתעשיית ניהול הפרייבט אקוויטי העולמית במכתב המשקיעים לשנת 2021. במהלך שנת 2022 הפכה הגישה להון זמין של החברות למבוקשת במיוחד, אך מנגד מניותיהן סבלו מחוסר הוודאות הגבוה שהשתלט על השווקים ומסביבת מאקרו בעייתית. אפולו, שהייתה אחת משלוש ההחזקות שלנו בסקטור בסיום 2021, מובילה אסטרטגיה שונה מחברותיה המשלבת עסק ביטוח חיים ופנסיה מצליח עם עסק ניהול פרייבט אקוויטי מהמוכרים בעולם. בדומה לפיירפקס, הדבר מספק לה נזילות מובטחת וחינמית עם תלות נמוכה בסייקלים כלכליים. בנוסף, המיקוד ארוך השנים של החברה בפתרונות מימון וחוב פרטיים (חלף מיקוד מוגבר של מתחרותיה בהשקעה באקוויטי ובטכנולוגיה), סייע לה להגדיל מאוד את כוח הרווח שלה בסביבה הנוכחית. החברה נמצאת כיום בשיא כוחה באופן שטרם משתקף במלואו במחיר המניה, ואני גם צופה שתתחיל להחזיר כסף למשקיעים באופן מוגבר בשנים הקרובות בדמות דיבידנדים ורכישות חוזרות של מנייתה בשוק.

- הייפר גלובל** – הייפר הפכה לחברה ישראלית עצמאית בתחילת שנת 2022, לאחר שקרן ההשקעות פימי הובילה את הפיצול שלה מחברת שירותי ה-IT אמת מיחשוב. החברה היא שותף תכנון וייצור של לקוחותיה כאשר הם מבקשים לפתח ולמכור מערכות או מוצרים משולבים יכולות מחשוב. הייפר עוזרת לייצר מיכשור רפואי, אמצעי לחימה, מיכשור חקלאי, מערכות מדיה מורכבות ועוד. היא צומחת עשרות אחוזים בשנה לאחר שהצליחה לחדור לשוק האמריקאי והאירופי בשנים האחרונות ועושה זאת באופן רווחי ובסקייל הולך ומשתפר. שוק ההון הישראלי טרם הפנים את האיכויות של העסק ושל היחסים ארוכי הטווח שבנתה החברה. גודלה הקטן יחסית (שווי שוק של כ-750 מיליון ₪) וזמינות מוגבלת של מניות בבורסה סייעו בשמירתה מחוץ לאור הזרקורים מספיק זמן על מנת שנצליח לבנות במנייתה פוזיציה משמעותית שהופכת אותה להחזקת ליבה של לגאסי.
- סלברייט (CLBT)** – חברת התוכנה הישראלית הוותיקה עברה האצה משמעותית של הצעת הערך שלה ללקוחות ב-5 השנים האחרונות. מחברה הידועה בתור המונופול העולמי של מערכות פריצה פיזיות, משולבות תוכנה, לטלפונים סלולריים המשמשות גופי משטרה וביון ברחבי העולם המערבי, החברה הצליחה להוביל מהלך אסטרטגי של התרחבות עסקית ובנייה של פלטפורמת תוכנה שלמה של ניהול תהליכי איסוף וניתוח ראיות וחקירה באופן דיגיטלי. החברה כורתת הסכמים עם עשרות גופי משטרה ואכיפת חוק בארה"ב ובעולם ומצליחה לצמוח בשיעור של עשרות אחוזים בשנה בסגמנט ההכנסות החוזרות שלה (ARR) ותוך שימור רווחיות גולמית של כ-80%. במהלך השנים האחרונות החברה הקריבה רווחיות תפעולית על מנת לפתח את עסקיה ולהיכנס לטריטוריות חדשות. בניגוד לחברות תוכנה רבות, היכולת שלה להציג תזרימי מזומנים חזקים ושורה תחתונה משופרת דרמטית אינה מוטלת לדעתי בספק. שני הרבעונים האחרונים עליהם דיווחה החברה הדגימו מגמה זאת ביתר שאת וההנהלה שלה, בהובלת המייסד יוסי כרמלי מוכיחה שהאסטרטגיה עובדת. החברה משרתת שווקים שמרניים מאוד ונהנית מנטישה כמעט אפסית של לקוחותיה הממשלתיים משנה לשנה. השנה הקשה שעברה על עולם התוכנה והטכנולוגיה לא פסחה על מחיר מנייתה של סלברייט, מה שאפשר לנו להפוך אותה להחזקת ליבה של הקרן בתמחור מאוד אטרקטיבי.

## החזקות שנמכרו

- IAC** – מכרנו את ההחזקה בחברה השולטת במגוון חברות אינטרנט ומדיה אמריקאיות במהלך שנת 2022, לאחר שמחיר מנייתה חזר לאחור באופן ששיקף אובדן של רוב הרווח שצברנו במניה. למרות שהיא מנוהלת על ידי מנכ"ל מאוד מוכשר, האופוריה של 2020-2021 לא פסחה על IAC והחברה עשתה השקעה גדולה יחסית בחברת מדיה דיגיטלית אמריקאית גדולה באופן שלדעתי משמיד ערך ומדלל את ההחזקות האיכותיות של החברה במותגי אינטרנט ידועים.
- Plus 500** – שנת 2022 הייתה שנה של פריחה בעסקי פלוס 500, בדומה לשנים קודמות של תנודתיות חריפה בעולם. ניצלנו את הביצועים החזקים של המניה על מנת לממש את ההחזקה בחברה בתשואה משוקללת של כ-40%, ולהפנות את משאבי הקרן אל עבר השקעות בתמחור אטרקטיבי יותר. אנו סבורים כי יש סיכון לא מבוטל להתגברות גל חדש של רגולציה בבריטניה ובאירופה כנגד עסקי מסחר אלקטרוני מסוגה של החברה מה שעלול לגרום לזעזועים בעסק בדומה להתרחשויות בשנים 2017-2018. נשמח לחזור למניה אם תחזור לתמחורים הזולים באופן חריג בהם נסחר טרום מגפת הקורונה.
- KKR** – מכרתי את ההחזקה בחברת הפרייבט אקוויטי האמריקאית בתשואה של כ-30% על מחיר הקנייה המקורי שלנו ב-2019 אך לאחר ירידות חדות יחסית מתחילת שנת 2022. החלטתי למקד את חשיפת הקרן לסקטור בעיקר להחזקה בחברת אפולו שהורחבה לעיל, לצד החזקה קטנה בברוקפילד הקנדית הממוקדת בעולם התשתיות.



- **שירותי בנק אוטומטיים** – כפי שפורט לעיל, מכרנו את ההחזקה בשב"א ברווח של כ- 210% לאחר שנתיים של החזקה. שב"א סובלת, לדעתי, מהיות הבנקים הגדולים בעלי מניותיה המרכזיים וחשופה לניגוד עניינים שלהם בהובלת התנהלותה האסטרטגית. למרות זאת, כאשר נכנסנו אליה בשנת 2020 שב"א הייתה מההזדמנויות הזולות והבטוחות שהיו בבורסה הישראלית בעשור האחרון, וגם לאחר הירידה החדה האחרונה במנייתה (שהתרחשה ברובה לאחר שמכרנו), המחיר הנוכחי מייצג שווי יותר מכפול מזה בו קנינו את המניה, בשקלול דיבידנדים שחולקו.
- **סיילספורט** – הורחבה לעיל.
- **נובולוג** – מכרנו את ההחזקה במונופול הלוגיסטיקה ושירותי הבריאות הישראלי במהלך שנת 2022 וברווח משוקלל של כ- 90% על מחיר השקעתנו הממוצע תוך כשנתיים ומחצה. עשינו זאת בעיקר משיקולי תמחור. נובולוג לא ירדה כמו מניות רבות אחרות בבורסה במהלך 2022 עקב אופייה הדפנסיבי.

## מבט קדימה

זוהי עובדה ידועה שעמידותה של קרן ויכולתה לבצע השקעות עם חשיבה לטווח ארוך היא בעיקר פונקציה של הלך הרוח של משקיעיה. אני רוצה להודות לכם על האמון שאתם נותנים בלגאסי במהלך השנה המורכבת שעברה על שוקי ההון ועל הכלכלה העולמית. אני סבור שסט ההזדמנויות העומד לפנינו כרגע הוא מהטובים שהיו בעשור האחרון. פועל יוצא של שווקים שעודם רוויי חששות. במקביל, האינפלציה וסביבת הריבית הנוכחית כנראה ילוו אותנו עוד זמן מה, ואני מאמין שפורטפוליו ההחזקות של הקרן ערוך לפרוח במגוון סביבות כלכליות. חזרתי לאחרונה לארץ לאחר שהות של שנה בטורונטו, קנדה, עם משפחתי. במהלך החודשים האחרונים נפגשתי או שוחחתי עם רבים מכם. אנא הרגישו חופשי לפנות אלי בכל נושא. אני מוצא ערך רב בשיחות עם משקיעי הקרן ותמיד שמח לדבר או להיפגש. החל מהשנה, תחל הקרן לפרסם גם מכתב מחצית שנה, שיישלח אליכם לקראת סוף חודש יולי הקרוב. אמשיך לנהל את כספכם, ואת כספי שלי, בזירות ובאחריות, ובמטרה להשיג שיפור מתמיד ברמת המחקר והניהול.

בברכת אביב פורח,  
עומרי ולורט – שותף מנהל

מרץ, 2023