

מכתב משקיעים – שנת 2023

שותפים ושותפות יקרים,

במהלך שנת 2023 עמדה תשואת הקרן, נטו מדמי הצלחה, על 56.8%. להלן פירוט ביצועי הקרן המצטברים, אל מול מדדי ההשוואה¹:

תקופה	שותף מוגבל לאחר דמי הצלחה	ת"א 125	S&P 500 Total Return
*2016	6.9%	3.7%	7.8%
2017	3.1%	6.4%	9.9%
2018	-7.0%	-2.3%	3.4%
2019	24.3%	21.3%	21.2%
2020	27.7%	-3.0%	10.1%
2021	31.1%	31.1%	24.5%
2022	-18.6%	-11.7%	-7.8%
2023	56.8%	1.0%	26.3%
תשואה מצטברת	172.1%	48.3%	137.0%

*תחילת פעילות הקרן – 21.6.2016

"90% of life is showing up"
(וודי אלן)

שנת 2023 התחילה רע עבור מדינת ישראל והסתיימה באופן הגרוע ביותר שניתן היה לדמיין. ברצוני להביע את צערי העמוק למי מכם שאירועי התקופה פגעו בו באופן אישי. אני מקווה שנחזור לדעת ימים טובים יותר במהרה.

לגאסי חוותה בשנה החולפת את התקופה הטובה בתולדותיה מבחינת ביצועים אבסולוטיים וביצועים ביחס למדדי ההשוואה כאחד. חלק ניכר מהסיבות לכך פורטו במכתב המחצית בו עסקנו בקורותיה של הקרן מתחילת משבר 2022 ועד היום. במהלך השנה האחרונה גדלנו משמעותית והקרן חצתה זה מכבר 60 מיליון ש"ב בנכסים מנוהלים. השנתיים האחרונות שבו והדגימו כמה היתרונות התחרותיים הדרמטיים של גוף השקעות קטן יחסית, בעל מבנה קבלת החלטות מרוכז וגמיש, אך שמרני, באים לידי ביטוי דווקא בתקופות רצופות משברים.

החל ממכתב זה, תוצג במכתבי המשקיעים התשואה שהושגה **לאחר דמי הצלחה** בלבד, על מנת לספק למשקיעי הקרן את התמונה הברורה ביותר והפשוטה ביותר להבנה של ביצועי הקרן הרלוונטיים. לשם המשכיות מול מכתב המחצית הראשונה של 2023 שנשלח באוגוסט האחרון, תשואת המחצית השנייה ברוטו עמדה על 12.3%.

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 מיום הקמתה ועד סוף התקופה המצויינת בכל שורה בטבלה. יתרות ותשואות פרטניות, בהתאם לזמן כניסתו של כל משקיע לקרן ובאישור וחתימת 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 ז' בתוך 14 ימים מיום כתיבתו.

עם צמיחתה של הקרן גדל גם העניין בה מכיוונם של גופי השקעה ממוסדים ומשקיעים בעלי הון גדול. בשיחות איתם אני מדגיש באופן תכוף את הנחישות שלי לשמר את היתרונות התחרותיים של הקרן ללא פשרות. בלגאסי לעולם לא יהיה צוות אנליסטים מנופח, האמרה כי "גמל הוא סוס שיצרה ועדה" תמשיך לעמוד לנגד עינינו ואחת שכזו לעולם לא תוקם בקרן. הפורטפוליו שלנו ימשיך להיות ממוקד, והרעיונות הכי טובים ימשיכו להיות החלק הארי בו. בקליפת אגוז – לעולם לא אאפשר לצד העסקי, **של ניהול, גיוס לקוחות ושיווק עסק מסוג "קרן גידור"**, לנהל את אסטרטגיית מחקר וניהול ההשקעות בלגאסי, משום שזו דרך פעולה נפסדת מאוד לתפישתי.

אסטרטגיית המיקוד של לגאסי ברעיונות הכי טובים שלנו, ובנישות עסקיות אטרקטיביות בהן פיתחתי מומחיות ייחודית הוכיחה את עצמה השנה. מניתוח ביצועי הקרן במהלך השנה החולפת עולה שהחזקות הליבה שלנו חוו שנה טובה מאוד, גם הישראליות מביניהן באופן מאוד לא מובן מאליו. **פיירפקס**, ההחזקה הכי גדולה שלנו בסוף 2022, עלתה כ- 56% בשנת 2023 ועשתה זאת בפרופיל סיכון-סיכוי יוצא דופן לטובה. כזכור, קנינו במקור את מניות חברת הביטוח וההשקעות הקנדית המצטיינת בתמחור נמוך מ- 70% על הונה העצמי, בעוד היא חווה רווחיות אדירה וניתנת למידול ברמת ודאות גבוהה מאוד, כתוצאה מהמציאות המוניטרית העולמית וריביות גבוהות שהתוו הבנקים המרכזיים החל משנת 2022 ואילך.

מספר החזקות גדולות שלנו יותר מהכפילו את שוויין במהלך השנה שחלפה וביניהן חברות בהן אנו מחזיקים מספר שנים כמו **קווליטאו וסלברייט** הישראליות. תפישת העולם הגורסת שפעמים רבות ההשקעה הבאה הכי טובה של הקרן נמצאת פשוט בהיצמדות סבלנית ונחושה להחזקות הליבה הקיימות שלנו, ולהקצאת ההון וקבלת ההחלטות המוצלחת של ההנהלות המנוסות שלהן, הוכיחה את עצמה במהלך שנת 2023.

אופרה – מה שחשוב, ומה שלא

"The game is out there, and it's either play, or get played, you feel me?"

(עומאר ליטל, "הסמויה")

אופרה (סימול – OPRA) היא חברת אינטרנט נורבגית העומדת מאחורי דפדפן האינטרנט הנושא את שמה בו משתמשים מעל 300 מיליון משתמשים חודשיים (MAUs). ככלל, עסקי אינטרנט יציבים, צומחים ורווחיים עם מאות מיליוני משתמשים, וכאלו שהם עצמאיים מחוץ לענקיות הטכנולוגיה המוכרות "לא גדלים על העצים". הייחוד של אופרה היה מוכר לי במשך כמה שנים לפני שנכנסנו להשקעה בה בתחילת 2023 אך נמנעתי מלהשקיע בגלל החשש שלי שנכסיה העודפים המשמעותיים של החברה, ותזרים המזומנים הגדל שלה, לא ינוצלו באופן יעיל ולא יוחזרו ברובם למשקיעים בעתיד הנראה לעין. החברה היא כאמור נורבגית, נסחרת בוול סטריט, עם משתמשים מכל העולם, אך בשליטת איש עסקים סיני, מה שלאורך שנים גורר בלבול ומביא משקיעים לסבור שמדובר בחברה סינית. חברות סיניות סובלות מבעיות מבניות רבות ואנו נמנעים מהשקעה במדינה באופן גורף. ידעתי כי אופרה אינה חברה סינית ושהבלבול בשוק ההון האמריקאי לגביה עשוי להוביל ביום מן הימים להזדמנות גדולה. בתחילת שנת 2023 נסגרו מספר מהלכים דרמטיים שהובילו לכך שאופרה הפכה להשקעה אטרקטיבית מאוד.

החברה הכריזה על מכירה מוצלחת של נכסי דיגיטל שלה באפריקה תמורת סכום שהיווה בזמנו יותר מחמישית משווי השוק שלה. את מרבית הסכום הזה היא הכריזה כי תחלק למשקיעים כדיבידנד מיוחד. בנוסף, שנים של השקעה מוצלחת במו"פ, וצמיחה רווחית בהכנסות, הובילו לכך שאופרה הפכה לפרת מזומנים משמעותית. החברה הכריזה כי תחל לחלק דיבידנד שנתי שמן וקבוע, ובנוסף חזתה כי הרווחיות התזרימית שלה תחצה שיעור של 20% מההכנסות ותמשיך להשתפר בשנים הבאות, עם סקיל מוגבר והמשך הצמיחה בשורה העליונה. בדיוק כמו בעסקי האינטרנט הטובים בעולם המוכרים לנו.

רכשנו לראשונה את מניית אופרה בתמחור חד-ספרתי נמוך על תזרים המזומנים החופשי של החברה, בעוד שחברות אינטרנט בוגרות ורווחיות דומות לה נסחרות במכפילים נדיבים בהרבה. החברה המשיכה לצמוח בשיעור דו-ספרתי חזק גם בשנת 2023 באמצעות חדירה מוצלחת לשווקים מערביים ותוך שהיא רוכבת על שינויים טקטוניים משמעותיים במפת האינטרנט ונהנית מרפורמות שמובילים הרוגלטורים באירופה מחד, וחברת אפל מאידך. שינויי מדיניות הפרטיות של אפל וגוגל, עליהם הרחבנו גם במכתב המחצית בו כתבנו על השקעת הקרן בפייסבוק/מטא, הופכים כנס אינטרנט עצמאי עם דאטה ייחודי, מגוף ראשון (First Party), על הרגלי הגלישה של מעל 300 מיליון משתמשים, לאטרקטיבי מאוד.

בניגוד לתפישה הרווחת, החפיר של אופרה רחב יחסית וכמות המשתמשים בה צומחת עם הזמן. על הפוטנציאל הכלכלי האינסופי של עסקי אינטרנט מוצלחים אין מה להכביר במילים, מה שמשאיר מקום רב למוצר נישתי כמו אופרה, שקולע לטעמים של משתמשיו באופן מדויק יותר ממוצרים רוחביים כמו דפדפן כרום של גוגל, השולט בשוק ומיועד לקהל גנרי של מיליארדי אנשים. אופרה למשל סימנה את קהילת הגיימרים כקהל משתמשים בעל מאפיינים צרכניים אטרקטיביים והשיקה דפדפן ייעודי עבורם שצבר כבר כ- 30 מיליון משתמשים. גוגל, אגב, מקפידה להתגאות "בתחרות" שמציבה לה אופרה בדו"חות המוגשים לאיחוד האירופי ולרגולטורים אחרים.

מניית אופרה השיאה תשואה של למעלה מ- 100% מאז רכשנו אותה לראשונה אך תמחור שעודנו זול וביצועים עסקיים יוצאים מהכלל הובילו אותנו דווקא להגדיל את החזקתה של הקרן בחברה לאחרונה, עת חששות השוק ממכירת בלוק מניות של בעל השליטה הסיני הובילו להזדמנות משמעותית מחודשת במניה.

שש הפוזיציות הגדולות של הקרן (כ - 75% מהנכסים)

- **פיירפקס (FFH.TO)** – פיירפקס נהנית מאופק עסקי בהיר וניתן לחיזוי ברמת ודאות גבוהה השונה מאוד ממה שאיפיין את החברה לפני כעשור. למרות תשואה של כ- 140% במניה מאז שקנינו אותה לראשונה באמצע שנת 2022 אני סבור ששוק ההון הקנדי עדיין מונע מסלידה מסוימת מהחברה בשל חריקות ביחסיה עמו עד לפני כעשור. הנהלת החברה הצליחה "לשריין" לארבע השנים הקרובות רווחיות שנתית של מיליארדי דולרים באמצעות פעילות הביטוח החזקה של הקבוצה, מהמרשימות בצפון-אמריקה בסקטור, והשקעה חכמה בנכסים חסרי סיכון כמו אג"ח קצרות של ממשלת ארה"ב. מספר נכסי מפתח בפורטפוליו שלה צפויים להציף ערך בשנתיים הקרובות ובראשם ההנפקה המסתמנת של שדה התעופה של העיר בנגלור בהודו בו החברה שולטת. גם אם פיירפקס תמשיך להיסחר בתמחור המייצג רק את שווי הונה העצמי, צמיחה שנתית בשיעור שמרני של כ- 15% בהון העצמי פר מניה תוביל לתשואה חזקה במניה בשנים הקרובות.
- **אלארום** – קנינו לראשונה את מניות חברת התוכנה הישראלית לקראת סוף השנה ותוך מספר חודשים היא השיאה תשואה גבוהה ולמעשה שווי השוק שלה כמעט ושולש. אלארום עומדת מאחורי אחת ממובילות שוק הפרוקסי IP העולמי Net Nut. במהלך 4 השנים האחרונות הצליחה הנהלת החברה לבנות טראק רקורד בספקית אמינה של שירות קריטי עבור חברות אינטרנט מתחומי המסחר האלקטרוני, התיירות, הפינטק והסייבר המאפשר להן גישה לאינטרנט עם מיליוני זהויות מחתכים ואזורים גאוגרפיים שונים, בסקייל גדול ובאמינות גבוהה. זוהי חברה רווחית מאוד, צומחת בחדות שעקב גודלה הקטן יחסית ועצלנות מחשבתית של שוק ההון הישראלי עלה בידנו לרכוש את מניותיה בתמחור המשקף מכפיל 2 על תזרים המזומנים שלה ב- 12 החודשים הקרובים. במהלך החודשים האחרונים החלו התוצאות המאוד מרשימות של החברה לחלחל לשוק ההון ואיתן האמיר מחיר המניה, אך הוא עודנו זול ואטרקטיבי.

- **קוולייטאו –** למרות שהיא נמצאת קרוב לשיא כל הזמנים, והשיאה לנו תשואה של למעלה מפי 4 בארבע השנים האחרונות (מאז אמצע 2020), קוולייטאו ממשיכה להיות המניה הזולה בבורסה הישראלית לדעתי. במהלך המחצית השנייה הלכה והתבררה עוצמת ההשקעות הקפיטליות הגלובלית בסקטור ייצור השבבים המתקדמים בשנים הקרובות. שילוב של מעבר הפוקוס בשוק לשבבים מורכבים המשמשים כתשתית קריטית ביישומי AI וסבסוד ממשלתי של מעל 150 מיליארד דולר בארה"ב, יפן והאיחוד האירופי להקמת מפעלי ייצור שבבים בשטחם מגבירים מאוד את הביקושים למוצריהן של חברות נישה חזקות ומוכחות כמו קוולייטאו. תהליך ה- Un-bundling שעברו החברות הגדולות בסקטור בעשור האחרון מגביר מאוד את התלות ביצרניות כלים מתמחות לייצור ובדיקת שבבים, תופעה שתמשיך להאיץ להערכתי.
- **אפולו (APO) –** כזכור, מכתב המשקיעים לשנת 2021 הוקדש להרחבה על האטרקטיביות החריגה של נישת חברות ניהול הפרייבט אקוויטי הגדולות בעולם. לקראת סוף 2022 החלטתי למקד את החשיפה שלנו לנישה בהשקעה גדולה באפולו, האאוטסיידרית הגדולה בתעשייה בעשור האחרון. המיקוד של אפולו בבניית זרוע ביטוח ואשראי פרטי גדולה, והמשמעת שהובילה ההנהלה באסטרטגיית ניהול קרנות הפרייבט אקוויטי של הפירמה הפכו אותה לחברה שכל שוק הפרייבט אקוויטי האמריקאי נושא אליה את עיניו ושואף לחקות. אפולו צפויה להיכנס השנה למדד ה-S&P 500 מה שיגדיל מאוד את בסיס המשקיעים במניה, והמודל העסקי שלה המשלב גיוס קרנות השקעה מסורתיות לצד ניהול הון בעל מאפיינים קבועים יותר בהיקף של מאות מיליארדי דולרים באמצעות זרוע הביטוח, מבטיח רמה גבוהה של ודאות לגבי רווחיות החברה בשנים הקרובות.
- **אופרה –** הורחבה לעיל
- **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. בשני הרבעונים האחרונים רווחיות החברה האיצה מאוד והוכיחה כמה ממושמעת ומקצועית ההנהלה בהובלת המייסד יוסי כרמיל. החברה משרתת שווקים שמרניים מאוד ונהנית מנטישה כמעט אפסית של לקוחותיה הממשלתיים משנה לשנה. מניית סלברייט השיאה כ- 100% במהלך 2023 אך היא עדיין זולה ביחס לחברות דומות וביחס לתמחור בו נרכשו שתיים ממתחרותיה בשנתיים האחרונות.

החזקות שנמכרו

- **הולמס פלייס** – כחלק מיציאת הקרן בעת הנוכחית מהשקעות בעלות חשיפה לכלכלה המקומית הישראלית מכרנו את החזקות הקרן בחברת מועדוני הכושר המוצלחת והמנוהלת היטב בתשואה של כ - 5%.
- **רפק** – לקראת סוף השנה מכרנו את ההחזקה בחברה השולטת במספר תחנות כוח ישראליות ובחברת תשתיות החשמל אלמור. המחיר בו נסגרה לבסוף עסקת מכירת הנכסים לקרן ג'נריישן והסאגה מסביב לעסקה הובילו לביצועים מאכזבים יחסית של המניה. אני סבור שפרמיית הסיכון של ישראל עלתה במהלך השנה האחרונה באופן שטרם בא לידי ביטוי בהערכות השווי של נכסי תשתית כמו רפק.
- **מטא (פייסבוק)** – מכרנו את מניות מטא לאחר מעל 5 שנות החזקה ובתשואה של כ - 150%. מכרתי מכיוון שזיהיתי הזדמנויות אטרקטיביות יותר מבחינת סיכון-סיכוי בתמחור ההוגן יותר אליו הגיעה המניה לאחר שנתיים דרמטיות מאוד בתולדות החברה. המניה המשיכה לעלות לאחר שמכרתי וימים יגידו אם זו הייתה ההחלטה הנכונה.
- **(RICK) RCI Hospitality** – מכרנו את חברת מועדוני החשפנות האמריקאית בתשואה של כ - 40% על מחיר הרכישה הממוצע שלנו. לחברה אמנם פוטנציאל משמעותי של המשך אסטרטגיית רכישת המועדונים שלה מיזמים המגיעים לגיל פרישה, אך אובדן מיקוד של ההנהלה וזליגת הקצאת תזרימי המזומנים אותם מייצרת החברה לפיתוח עסקי מוטל בספק בתחומי ההימורים (קזינו בקולורדו) והסעדה, לצד שחיקה בצמיחת המועדונים הקיימים בפורטפוליו שלה הובילו אותי למכור את המניה.

מבט קדימה

ההתמדה באסטרטגיית השקעות מבוססת חשיבה עצמאית, שמרנית ואגרסיבית במקביל, תמיד הייתה תלויה באורך הרוח ובהלך המחשבה של המשקיעים המצטרפים לקרן לאורך השנים. בארבע השנים האחרונות חוו השווקים, וחוותה גם הקרן, שני שווקים דוביים עם ירידות של מעל 20% מהשיא. היכולת להתנהל בקור רוח, ולנצל הזדמנויות אטרקטיביות ברמה היסטורית הובילה אותנו לביצועי יתר משמעותיים על מדדי ההשוואה שלנו. גם במהלך שנת 2023 המשכתי להגדיל את ההשקעה האישית שלי בקרן. אני ממשיך לעבוד באופן שוטף על שימור ושכלול תצורת "החיפוש", חדוות התהליך והרעב לניצחון בניהול הקרן. תודה על האמון שלכם בקרן לאורך השנים, במשברים ובתקופות טובות יותר כאחד.

בברכת המשך שנה בטוחה ורגועה יותר,
עומרי ולורט – שותף מנהל

מרץ, 2024