שותפות ושותפים יקרים,

מחצית השנה הראשונה של 2022 הייתה כואבת ומאתגרת במיוחד בשווקי ההון ברחבי העולם והבורסות סבלו מירידות שערים מהחדות שנראו בעשורים האחרונים. אירועים כלכליים וגיאופוליטיים שלחו את ה-S&P 500, שנחשב למדד המייצג את שוק ההון האמריקאי, לפתיחת השנה הגרועה ביותר מאז שנת 1970 (תשואה נומינלית של 20.6%-, ללא התחשבות שקלית ותוספת דיבידנדים, כפי שמחושב בטבלה מטה). כמו כן, חצי השנה הראשונה של 2022 לא האירה פנים גם לשני המדדים המובילים הנוספים בוול סטריט, כשמדד מניות התעשייה, Dow Jones, רשם את ששת החודשים הראשונים הנמוכים ביותר שלו מאז שנת 1962 (15.3%-) ואילו מדד מניות הטכנולוגיה, Nasdaq, הציג את פתיחת השנה הגרועה שלו אי פעם (29.5%-).
לצערנו, המצב בשווקים לא פסח עלינו ותשואת הקרן בחצי השנה הראשונה של שנת 2022 עמדה על 28.81%-. מאחר שחלק גדול מהחברות בפורטפוליו נחשב לחברות צמיחה ושייך לתחום הטכנולוגיה, שהיה הנפגע העיקרי ממצב השוק בחודשים האחרונים, ניתן לראות כי תשואות הקרן ומדד הנאסדק, סבלו במהלך התקופה באופן חזק יותר בהשוואה למדדים האחרים.

<u>טבלה זו מציגה את תשואת נענע לונג קפיטל בהשוואה למדדים מובילים בארץ ובעולם[1]:</u>

	נענע לונג[2]	MSCI World ACWI	S&P 500 Total Return	תל אביב 125
2021[3]	-7.34%	-0.70%	4.16%	17.96%
אמצע 2022[4]	-28.81%	-10.52%	-9.62%	-9.13%
תשואה מצטברת	-34.04%	-11.15%	-5.86%	7.19%

כאמור, התקופה האחרונה לא הייתה פשוטה, בלשון המעטה, עבור משקיעי המניות ולוותה בירידות שערים מתמשכות וקיצוניות. חברות, קרנות ומשקיעים פרטיים ברחבי העולם צפו בתיק ההשקעות שלהם "מדמם" ונחתך, בעיקר בעקבות הדינמיקה שנוצרה כתוצאה מאינפלציה גבוהה, העלאות ריבית מצד הבנקים המרכזיים והחשש למיתון, עליהם נדון בתמציתיות בחלק הבא.

בנימה אישית, אנחנו יודעים שלא היה קל לעיין בדוחות החודשיים של הון השקעתכם בקרן מתחילת השנה. כמוכם, גם אנחנו חווים את ירידות השערים, הן בקרן והן בתיקי ההשקעות האישיים והמשפחתיים שלנו.
ברצוננו להודות לכם על האמון בנו כמנהלי הקרן ועל האמונה בדרך, במיוחד בתקופה מאתגרת זו. על אף שגישת ההשקעה של כולנו, שותפי, משקיעי ומנהלי הקרן כאחד, הינה בעלת אוריינטציה לטווח הארוך, אין זה מבטל את התחושות הלא נעימות שעלולות להתעורר בפרקי זמן מסוימים בטווח הקצר והבינוני.

[1] התשואות בטבלה מוצגות שקלית וכוללות דיבידנדים
[2] תשואת הקרן מוצגת לאחר ניכוי דמי ניהול ודמי הצלחה ולפני מס. תשואות השותפים עשויות להשתנות בהתאם לתנאים המוסכמים ומועד ההצטרפות
[3] נענע לונג קפיטל הוקמה ב-09/08/2021. תשואות הקרן והמדדים משקפות ביצועים החל מתאריך זה
[4] תשואות שנת 2022 נכונות ל-30/06/2022

בעזרת מכתב זה, נשפוך אור על הגורמים המרכזיים שזורעים את הסערה שמתחוללת בשווקים לאחרונה, אך בעיקר נתמקד בעדכון וסקירת מספר חברות בפורטפוליו הקרן. אנו מאמינים שהבנה לגבי מצב הפעילות והדוחות של העסקים המוחזקים בתיק ההשקעות שלנו תספק ביטחון רב יותר שיסייע לצלוח את הסנטימנט השלילי בשווקים לצד אופטימיות לגבי התשואות שאנו עשויים לקצור בהמשך המסע המשותף שלנו ביחד.

סיכום אמצע שנת 2022

במכתב הקודם דנו בהרחבה על האירועים המאקרו-כלכליים והגיאופוליטיים הרבים שפוקדים את העולם בתקופה האחרונה, ועל השפעתם הפוטנציאלית על שוק המניות. התחזיות וההערכות לגבי התרחשותם של אירועים אלו יוצרים מגוון תסריטים, שלכל אחד מהם מנעד רחב של השלכות גלובליות וסיכונים אפשריים. האנליסטים והפרשנים מנתחים לילות כימים את התרחישים שנמצאים על השולחן ומנבאים את ההסתברות שלהם להפוך למציאות.

בפועל, ניתן לומר כי רוב אירועי המאקרו שהתעוררו בחודשים האחרונים, או לפחות המרכזיים שבהם, התגלגלו לנרטיב הפסימי ביותר על הסקאלה. רמות האינפלציה העולמיות נסקו לשיאים של עשרות שנים ובארה"ב מדד המחירים לצרכן הגיע ל-9.1% בחודש יוני, הנתון הגבוה ביותר מאז שנת 1981. שיעורי האינפלציה הגבוהים העלו את ציפיות הריבית של המשקיעים ולראיה, תשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, שמהווה אלטרנטיבה בטוחה יותר לעומת מניות ו"נכסי סיכון" נוספים, עלתה במהירות מכ-0.5% בסוף שנת 2021 לכ-3.5% בחודש יוני 2022, וחצתה את רף ה-3% לראשונה מאז 2014.
שיעורי האינפלציה ההיסטוריים הכריחו את הבנק המרכזי של ארה"ב, ה-Federal Reserve, לבצע מספר העלאות ריבית חדות ומהירות בניסיון לצנן את השתוללות המחירים ולהחזיר אותם לרמת היעד שעומדת על 2%. מצד אחד, ריבית היא כלי מוניטרי שנמצא בידי הבנק המרכזי בדיוק עבור מצבים כאלו. מצד שני, העלאות ריבית מאטות את הפעילות הכלכלית והצמיחה, והחשש של הציבור בכלל והמשקיעים בפרט הוא שהבנקים יובילו את הכלכלה למיתון ומשבר תעסוקתי.

הדינמיקה הרגישה הזו היא שמלווה את שוק ההון בחודשים האחרונים ומלבה את המסכים האדומים בבורסות. ברקע ניתן למצוא אירועים נוספים שמוסיפים שמן למדורה בדמות הקורונה שעדיין לא נעלמה ומדיניות הסגרים בסין, המלחמה בין רוסיה ואוקראינה שעלולה להסלים אף יותר והמתיחות הגוברת בין המעצמות ארה"ב וסין, הפעם סביב ריבונותה של טייוואן.

לאור סקירה זו ניתן לראות כי עד כה שנת 2022 סיפקה כמות לא מבוטלת של בשורות רעות ותוצאות מאכזבות. יחד עם זאת, יש גם חדשות טובות ואור בקצה המנהרה. חיתוך שווי השוק של החברות בחודשים האחרונים הוביל לאחת מסביבות התמחורים הנוחות ביותר בשני העשורים האחרונים. למעשה, תמחור המניות כיום מזכיר מאוד את המצב שהיה לאחר קריסת הבזק בעקבות פריצת מגפת הקורונה במרץ 2020, הירידות והמיתון הגדול בשנת 2009 והנפילה של משבר הדוט-קום בראשית המילניום.

ההיסטוריה מראה כי לכל משבר המאפיינים שלו, לכן יש לערוך השוואות בזהירות ולא תמיד ניתן להשליך על העתיד על סמך המשברים בעבר. בנוסף, בעתות בהן המניות קורסות המציאות זורעת תחושת פחד בשווקים ומרגישה אגרסיבית ומסוכנת יותר ביחס לקריסות הקודמות. אולם, יש לזכור כי מצב החברות כיום טוב משמעותית ממצבן ב-2000 ו-2009. ביחס למשבר הדוט-קום בשנת 2000, בו מהפכת הטכנולוגיה והאינטרנט הייתה בחיתוליה, היום אין ספקות לגבי מקומן, מעמדן וכוחן של חברות הטכנולוגיה בחיינו. בנוסף, להבדיל ממשבר הסאב פריים ב-2008 והמיתון הגדול שבא בעקבותיו ב-2009, לפי שעה, אין במשבר הנוכחי סכנה למערכת הבנקאות.

לאור האמור לעיל, חשוב לציין כי כששוקלים את כל הגורמים שציינו על כף המאזניים, אין ספק שהסיכון להאטה כלכלית וגלובלית חמורה אכן קיים. על אף שאסטרטגיית ההשקעה שלנו מתמקדת בביצוע החברות ובטווח הארוך, אנחנו לא מתעלמים מהסערה בשווקים. מערך השיקולים שלנו לוקח בחשבון את המתרחש בסביבת המאקרו בכלל, ובעקבות כך את הסיכונים שמאיימים על החברות בפורטפוליו בפרט, ואנו מקבלים החלטות בהתאם.

אמנם מציאות השווקים בחודשים האחרונים עגומה וקודרת, אך היא איננה חסרת תקדים. למעשה, ההיסטוריה של שוק ההון כוללת העלאות ריבית ומיתונים רבים, ועל אף הסבל שהמשקיעים חווים, אלו מביניהם שהשקיעו לטווח ארוך תמיד יצאו נשכרים ומורווחים, במיוחד אלו שדבקו בחברות מצוינות בעלות עסקים איכותיים.
השקעה בשוק דובי דורשת סבלנות ואורך רוח. תקופות אלו מאופיינות בתחושה שאין קונים ואין ראייה לעתיד. במקרים רבים, אפילו דוחות מצוינים מלווים בעליית שערים קלה בלבד ומהר מאוד המניה נשלחת חזרה למטה עם יתר השוק. מבחינה תמחורית, משקיעים רבים זורקים מניות מבלי להתייחס לעתיד, אפילו ללא התחשבות במספר רבעונים קדימה, תוך התעלמות מתזרימי המזומנים שהחברות תייצרנה בשנים הבאות.

מכאן נשאלת השאלה: למה לא להוציא את הכספים, לחכות עד שהשוק הדובי יחלוף ורק אז להיכנס בחזרה?
בפשטות, הסטטיסטיקה מראה בבירור כי רוב התשואה שמיוצרת בשוק ההון מורכבת מימים בודדים. כלומר, ניכוי של עשרת הימים הטובים ביותר בשנה לאורך טווח השקעה של מספר שנים, יהפוך תשואה מצוינת של משקיע מוצלח לתשואה בינונית ומטה.
כפי שקורה בדרך ההפוכה מלמעלה למטה, כך גם היציאה משוק דובי לשוק שורי בדרך כלל "אלימה", אגרסיבית ועשויה ליצור תשואה של שנים בפרק זמן של ימים עד שבועות בודדים.

בדרך כלל, פסימיות שנפרסת וממלאת את השווקים, כמו בתקופה הנוכחית, מהווה את אות הקנייה למשקיעים לטווח ארוך. כמובן שאין לדעת מתי יעבור זעם וקיימת אפשרות לכאב גדול עוד יותר בטווח הקצר. לכן, השאלה החשובה ביותר היא אילו עסקים יצלחו את המשבר וימשיכו להתקדם בקצב מהיר מבחינה עסקית עד שבסופו של דבר השוק יתיישר איתן בחזרה לערכם האמיתי?

ניקח לדוגמה את **מרקדוליברה (MercadoLibre)**, עליה כתבנו בפירוט במכתב הקודם. באמצע שנת 2007, "מלי" הונפקה לציבור ב-18 דולר למניה ומיד קפצה לשער של 28 דולר. תוך חצי שנה, המניה כבר נגעה ב-80 דולר, אך המשבר העולמי של 2008-2009 חתך אותה בכ-90% ותוך פחות משנה, בסוף שנת 2008, שלח אותה להיסחר בשיא שפלה במחיר של כ-8 דולר, שלימים היווה

עבורה תחתית. שנה לאחר מכן, מלי כבר נסחרה ב-50 דולר (יותר מפי 6 מנקודת השפל) ובתחילת 2011 היא כבר הגיעה ל-90 דולר (יותר מפי 11 מנקודת השפל).
כלומר, משקיע א' שקנה את מלי בהנפקה בשער 28 דולר, התנתק מהחשבון ופתח אותו אחרי שלוש שנים וחצי, כנראה היה מרוצה מאוד לגלות שעשה פי 3 על השקעתו ויותר מ-40% שנתי ממוצע. לעומתו, משקיע ב' שקנה גם הוא בהנפקה ב-28 דולר, אך עקב אחר תזוזת המניה וחווה איתה את רכבת ההרים בעליה מ-28 ל-80, הצניחה לכ-8 דולר והנסיקה חזרה ל-90, עבר גהנום של תנודתיות אלימה. בשורה התחתונה, שניהם מצאו עצמם באותה הנקודה עם תשואה מעולה, אך עם חוויה שונה בתכלית.

מלי (NASDAQ: MELI) מהווה החזקה גדולה בקרן ומבחינה תמחורית, היא נמצאת בנקודה די דומה לזו שהייתה בתיאור הנ"ל. שער סגירתה (637 דולר) בסוף יוני 2022 מציג ירידה של כ-67% משיאה השנתי (1,970 דולר) שנרשם בספטמבר 2021.
אמנם המחיר הנומינלי של המניה גבוה משמעותית ממחירה ב-2008, אך כיום, עם יתרון תחרותי מבוסס ומגוון רב של מנועי צמיחה חדשים, מלי הרבה יותר חזקה ואטרקטיבית.
בשיא השפל בשנת 2008, מלי נגעה במכפיל מכירות נמוך מ-3. עם סיום חצי השנה הראשונה של 2022, מלי נסחרה בשווי שוק של כ-31 מיליארד דולר עם צפי מכירות לשנת 2022 של כ-10.5 מיליארד דולר, שמשקף פעם נוספת מכפיל מכירות נמוך מ-3 ולמעשה רושם את הנקודה הזולה ביותר בהיסטוריית החברה, מבחינה תמחורית.
היסטורית, מכפיל המכירות הממוצע של מלי עומד על 9. כלומר, כדי שמלי תגיע לשווי הממוצע ההיסטורי שלה היא צריכה להיסחר בשנה הבאה סביב ה-2,600 דולר, פי 4 בערך ממחירה בסוף יוני 2022, שעמד כאמור על כ-637 דולר.
יש לסייג כמובן שאנו לא צופים שמלי תחזור למכפילי העבר הממוצעים במהירות רבה כל כך, אך נתונים אלו ממחישים את העיוות העצום שנוצר בין מחיר המניה לערכה האמיתי ואת ה"אפסייד" הגדול שקיים בתמחור הנוכחי. יתרה מכך, גם בהנחה שמלי תישאר במכפילים נמוכים, כלומר שהשוק "ישנא" אותה ולא יעניק לה שווי שוק בגובה המכפיל הממוצע שלה, אנו עדיין מאמינים כי החברה תמשיך לצמוח בקצב מהיר בשנים הקרובות, ובעקבותיה גם המניה תשיא תשואה יפה.

מלי היא רק דוגמה אחת לעיוותי השוק אותם אנו מחפשים. המציאות הנוכחית בשווקים מכריחה אותנו להיות זהירים וסבלניים, אפילו יותר מבדרך כלל, ועל הדרך גם גורמת לנו לסבול בזמן הירידות החדות. יחד עם זאת, היא מעניקה לנו הזדמנויות נהדרות ואטרקטיביות שאנו מאמינים שבטווח הארוך יתרגמו את הסבל העכשווי לתשואה מנצחת.

סקירת פורטפוליו

במכתב זה נציג בפניכם חמש חברות מתוך הפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 20 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב.

מרקדוליברה (MercadoLibre), או בקיצור "מלי", הוקמה בארגנטינה בשנת 1999 כחברת מסחר אלקטרוני. כיום, עם נוכחות ב-18 מדינות שאוכלוסייתן הכוללת מונה למעלה מ-660 מיליון איש, מלי

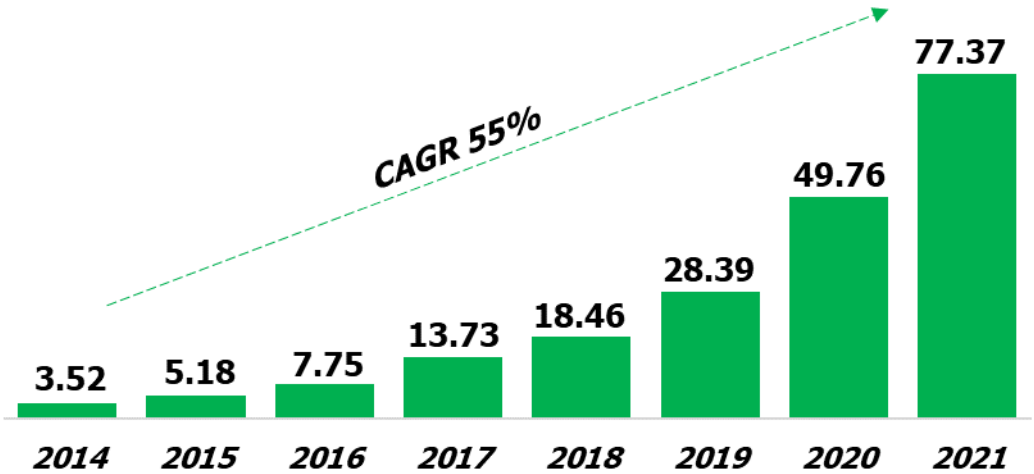
מפעילה את פלטפורמות המסחר המקוון והתשלומים הגדולות ביותר באמריקה הלטינית וזרועותיה העסקיות כוללות בין היתר שירותי תשלומים, ארנק דיגיטלי ולוגיסטיקה.

*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

בזמן שחברות רבות בתחום ה-E-commerce סובלות מפתיחתו המחודשת של העולם ותיירות שחוזרת לפעילות בקצב שיא, מלי רשמה דוחות מצוינים בשני הרבעונים הראשונים של שנת 2022. צמיחת המכירות המהירה של מלי בחצי השנה האחרונה נבעה, בין היתר, מעליית שיעור ה- Take Rate (עמלה שהחברה גובה על טרנזקציות המבוצעות בפלטפורמה שלה), עלייה שמתאפשרת בזכות השירותים האיכותיים וה"דביקים" שמלי מציעה למשתמשי הפלטפורמות שלה. בנוסף, מלי השיקה חטיבות חדשות עם שולי רווח גבוהים וצמיחה מהירה ביותר. כמו כן, פעילותה התרחבה בתחומים קיימים בה היא עוסקת כגון נקודות מכירה פיזיות וניהול תשלומים, שירותי קבלות אלקטרוניות, הלוואות לטווח קצר למוכרים וקונים ושירותים נוספים שמציע הארנק הדיגיטלי (השקעות, ביטוחים ועוד).

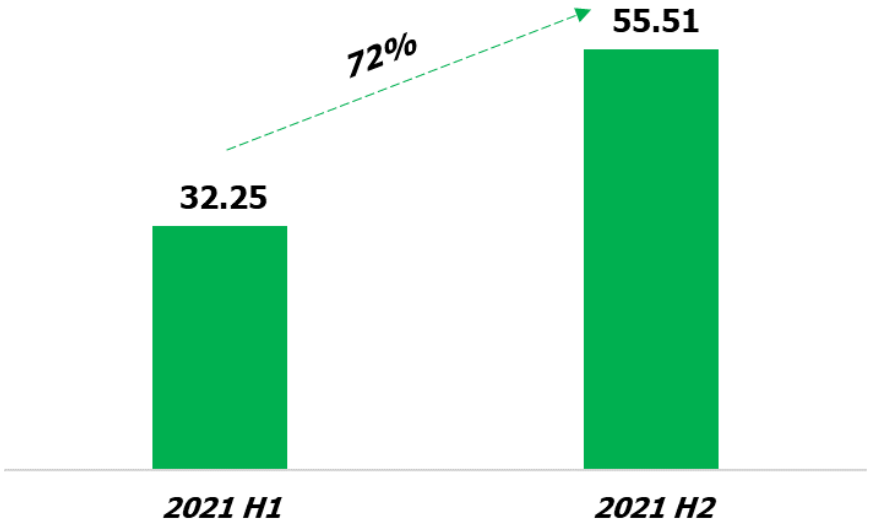
בחציון הראשון של השנה, מכירות החברה צמחו בכ-57% ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2021, כשחטיבת המסחר המקוון צמחה בכ-30% למכירות בסך כ-2.68 מיליארד דולר. בנוסף, חטיבת הפינטק, שצפויה להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה בשנים הבאות, רשמה צמיחה של כ-110% לכ-2.16 מיליארד דולר במהלך התקופה.

בגרף הבא ניתן לראות את צמיחת חטיבת הפינטק של החברה, "מרקדו-פאגו", בשמונה השנים האחרונות. צמיחה חזקה זו באה לידי ביטוי בגידול השנתי ב-TPV (Total Payment Volume), מדד המציג את נפח התשלומים שמבוצעים בפלטפורמת הארנק הדיגיטלי של מלי.



גרף 1: צמיחת TPV של "מרקדו-פאגו" בין השנים 2014-2021, במיליארדי דולרים

בנוסף, למרות שהחטיבה הציגה צמיחה מרשימה לאורך תקופה כה ארוכה וסביבת המאקרו הנוכחית כוללת אתגרים רבים, ניתן לראות כי מרקדו-פאגו לא מאטה וממשיכה לבצע באופן מרשים גם בחציון הראשון של שנת 2022, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.



גרף 2: צמיחת TPV של "מרקדו-פאגו" בחציון 1 של 2022 לעומת חציון 1 של 2021, במיליארדי דולרים

תחום נוסף של החברה שבולט בצמיחתו בתקופה האחרונה, הוא פרסום אונליין שרושם כ-600 מיליון כניסות חודשיות לאתר ולאפליקציה של החברה. הפרסום בפלטפורמה של מלי הופך למבוקש מאוד והחברה צופה כי בשנת 2022 היא תגיע למכירות של כ-500 מיליון דולר.
מספרים אלו מרשימים עוד יותר כשלוקחים בחשבון שחטיבת הפרסום של מלי כמעט ולא הייתה קיימת בהערכת השווי של החברה לפני פרק זמן של כשנה-שנתיים. כיום, עם המשך צמיחה תלת ספרתית ושולי רווח תפעולי של כ-75%, ייתכן שבעוד כשנתיים-שלוש חטיבת הפרסום לבדה יכולה להיות שווה כמו רוב שווי השוק של מלי כיום.

יש לזכור כי בסופו של דבר מכפיל מכירות מהווה רק נדבך אחד בהערכת השווי של חברה, ואנו מקפידים לבחון בשמרנות את שולי הרווח האמיתיים שהחברה יכולה לרשום בעתיד. ברמה האסטרטגית, מלי בחרה להשקיע משאבים רבים בטכנולוגיה, לוגיסטיקה ורכישת לקוחות חדשים ועדיין הצליחה לשמור על רווחיות תפעולית נאה שמתקרבת ל-10%.
החברה מציגה שולי רווח גולמי של כ-50%, שעוד מטפסים למעלה, ואנחנו מאמינים ביכולתה של מלי להגיע כחברה בוגרת יותר לשולי רווח תפעוליים של כ-20%-25% דומה לחברות תוכנה איכותיות, ואף להמשיך לצמוח.
לפי ניתוח זה, העסק של מלי מתומחר כיום בזול לשנת 2023, בה יש צפי מכירות של כ-13-14 מיליארד דולר וכוח רווח תפעולי של כ-2.5-3 מיליארד דולר. בהסתכלות על שווי השוק של מלי בסוף יוני 2022, שעמד על כ-31 מיליארד דולר, אנו מקבלים מכפיל רווח תפעולי (שווי שוק / רווח תפעולי) של כ-10-12 עבור חברה איכותית ביותר שצפויה להמשיך לצמוח בקצב גבוה בשנים הבאות.

סי לימיטד (Sea Limited) היא חברת אינטרנט גלובלית ומובילת שוק הפועלת בדרום מזרח אסיה ובאמריקה הלטינית. היא נוסדה בשנת 2009 בסינגפור על ידי פורסט לי (Forrest Li) שמכהן עד היום כיו"ר ומנכ"ל ומחזיק בכ-12% מהחברה. לסי שלושה עסקי ליבה עיקריים; בידור דיגיטלי ומשחקים, מסחר מקוון ותשלומים דיגיטליים.

*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

בתקופה האחרונה, דוחות החברה היו מעורבים. גארנה (Garena), חטיבת הגיימינג של סי, חוותה ירידה חדה במכירות וברווחים בחצי השנה הראשונה של שנת 2022, כמו רוב החברות בתחום המשחקים. אמנם צמיחת החטיבה חזקה מאוד בהשוואה לשנת 2020, אך לעומת הפיק הגבוה של 2021, במהלכה גארנה רשמה מכירות בסך 4 מיליארד דולר, צפי המכירות לשנת 2022 לפי סוף החצי הראשון של השנה עומד על פחות מ-3 מיליארד דולר. ברבעון השני של שנת 2022, מכירות גארנה התכווצו בכ-40% לכ-717 מיליון דולר, בהשוואה לתקופה המקבילה ב-2021.
ביצועי החטיבה נפגעו בעיקר בשל העובדה שסקטור הגיימינג חווה האטה משמעותית ביחס לשיא של שנת 2021.
בנוסף, בצל המתיחות בין הודו לסין, הממשלה ההודית השהתה את פעילות משחק הדגל של גארנה, Free Fire, בשל החזקתה של ענקית הגיימינג הסינית טנסנט (Tencent) במניות סי, על אף שהחברה סינגפורית ואין לה קשר ישיר לסין.

למעשה, בחודשים האחרונים קיבלנו בסי את "הסערה המושלמת" ומחיר המניה (NYSE: SE) צנח משיא של כ-372 דולר למניה באוקטובר 2021 לשער סגירה של כ-68 דולר בסוף יוני 2022.

יחד עם זאת, חשוב לזכור כי תזת ההשקעה בסי מבוססת בעיקרה על חטיבות ה-E-commerce והארנק הדיגיטלי שלה (שצמח בכ-214% ברבעון השני של 2022 לכ-280 מיליון דולר), שממצבות את החברה כמובילת השוק באזור דרום מזרח אסיה וכמספר 2 בברזיל (שנייה רק למלי).
שופי (Shopee), חטיבת ה-E-commerce, נהנתה בחציון הראשון של שנת 2022 מצמיחה חזקה בכמות הסחורה שעוברת בפלטפורמת המסחר שלה ומגידול בפרסום שנעשה על הפלטפורמה, למרות האטה כלכלית עולמית לצד היציאה מסגרי הקורונה, שפוגעת בתחום המסחר המקוון. כמו כן, סי העלתה את המס שהיא גוזרת מהמוכרים בשופי וברבעון השני של 2022 מכירות חטיבת המסחר המקוון צמחו בכ-56% לכ-1.7 מיליארד דולר, לאחר צמיחה של כ-64% ברבעון הראשון של השנה ביחס למכירות ברבעונים המקבילים של שנת 2021.

על אף הסערה בשווקים, סי הודיעה שכבר בשנה הקרובה היא צופה לעבור לרווחיות בדרום מזרח אסיה ושתוך שנתיים, שופי והארנק הדיגיטלי, סימאני (SeaMoney), יהיו רווחיים ולא יצטרכו מימון חיצוני. שתי חטיבות אלו צפויות לייצר כ-10 מיליארד דולר מכירות בשנת 2022 ולצמוח בקצב מהיר מאוד בשנים הקרובות, בתוספת מעבר לרווחיות גבוהה ועלייה חזקה בשולי הרווח.
נכון לסוף הרבעון השני של שנת 2022, לחברה יש כ-8 מיליארד דולר מזומן בקופה, ולמרות האטה מסוימת בגארנה, חטיבת המשחקים עדיין מייצרת תזרים מזומנים בקצב של מעל מיליארד דולר בשנה. בעקבות חיתוך מחיר המניה, שווי השוק של סי כבר הגיע לפחות מ-40 מיליארד דולר ומכפיל המכירות של החברה לשנת 2023 עומד על כ-2.5-3.

אנחנו עוקבים בזהירות אחר ביצועי החברה מרבעון לרבעון ועדיין מאמינים בה מאוד לטווח הארוך, אך תידרש סבלנות. עקב הפגיעה בסקטור הטכנולוגיה ונתוני חטיבת המשחקים, דיללנו חלק מההחזקה סביב שער של 150 דולר למניה וכעת סי מהווה החזקה קטנה יחסית בתיק. במקרה שהדוחות ישתפרו והמחיר עדיין יהיה אטרקטיבי, נשקול להגדיל את החזקתנו בחברה בחזרה, במיוחד אם חטיבת הגיימינג תתייצב או תחזור לצמוח בעתיד, מה שיעניק בונוס משמעותי מהמחיר הנוכחי.

פלוס500 (Plus500) היא חברה ישראלית המפעילה פלטפורמה למסחר בחוזי הפרשים (CFD). היא נוסדה במהלך משבר הסאב פריים בשנת 2008, כשמייסדיה, חבורת מהנדסים מהטכניון, חיפשו מקום נוח לסחור בו והחליטו להקים אותו בעצמם.
לחברה פלטפורמה עם טכנולוגיה ייחודית, המאפשרת ללקוחותיה לסחור ביותר מ-2,500 מוצרי מסחר כגון מניות, מדדים, סחורות, מט''ח, אג''ח, אופציות, מטבעות קריפטוגרפים ועוד, ללא צורך לקנות או למכור את מכשיר הבסיס. היא פועלת ביותר מ-50 מדינות ב-32 שפות, אך ורק במקומות בעלי רישיון רגולטורי.
המכירות של פלוס נגזרות מהמכפלה בין מספר המשתמשים הפעילים והרווח על כל משתמש.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

כצפוי מחברה שמרוויחה כשהשוק מתנהג בתנודתיות סוערת, פלוס הציגה תוצאות מצוינות בחציון הראשון של 2022. החברה הרוויחה כ-260 מיליון דולר רווח נקי במהלך התקופה, ובניגוד מוחלט למגמת השוק, מניותיה (LSE: PLUS.L) עלו בכ-22% בחצי השנה הראשונה של השנה, לא כולל דיבידנד נוסף בגובה 3.5%, אותו חילקה למשקיעיה.

לפי דעתנו, גם לאחר עלייה של כ-22% מתחילת השנה (נכון לסוף יוני 2022), השוק עדיין מתמחר אותה בזול מאוד. לפלוס כמעט מיליארד דולר מזומן בקופה, היא נטולת חובות ושווי השוק שלה, נכון לסוף החציון הראשון של 2022 עמד על כ-1.7 מיליארד דולר. כלומר שווי תפעולי של כ-750 מיליון דולר.
פלוס יכולה לייצר מעל 400 מיליון דולר מזומן בשנה טובה עבורה וסוערת לשוק, ולפחות 200 מיליון דולר בשנה "משעממת" ורגילה בשוק, אירוע שלא חווינו זמן רב. כלומר, על פי נתונים אלו, תוך שנתיים-שלוש פלוס יכולה להרוויח את כל השווי התפעולי שלה (שווי שוק פחות המזומן בקופה).
זהו מצב קיצון שבדרך כלל מאפיין חברות שנמצאות בצרות ולא חברה כמו פלוס שמציגה רקורד מרשים משנת 2008 ורושמת שולי רווחיות של כ-60%. בנוסף, החברה נמצאת בעיצומה של תכנית בייבק (Buyback), צמצום כמות המניות הנסחרות תוך הגדלת נתח החברה של כל בעלי המניות, בקצב של 7%-9% שנתי. יתרה מכך, פלוס תחלק השנה לבעלי מניותיה דיבידנד שיתקרב ל-10% שנתי על המחיר של סוף יוני 2022 (16.73 לישט"ט למניה).

בשונה מחברות אחרות בפורטפוליו, פלוס לא צפויה להמשיך לצמוח בעשרות אחוזים כל שנה, אך היא הוכיחה פעם נוספת את החשיבות של החזקתה כחברה בעלת יכולת אדירה של ייצור מזומנים, במיוחד כשהשוק תנודתי וסוער.

שירותי בנק אוטומטיים (שב"א) מפעילה מערכות תשלומים לכרטיסי חיוב בישראל ומשמשת כצומת מרכזי ותשתית לאומית לסליקת כרטיסי אשראי בארץ. שב"א מחברת בין מותגי האשראי המובילים (Visa, MasterCard, ישראכרט ו-Diners) לבנקים ולבתי העסק, הן במסופוני הגיהוץ הפיזי בחנויות והן בקניות המקוונות.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

הדו"ח הראשון של שב"א לשנת 2022 היה די סביר, עם צמיחה של 2% בלבד ברווח התפעולי מול השוואה קשה ברבעון המקביל של שנה שעברה. עלייה בהוצאות החברה וצמיחה מעט איטית

מהצפוי הביאה את תמחור החברה (מכפיל 15 לרווח התפעולי, בניכוי מזומן) לפחות אטרקטיבי ביחס לשוק.
בעוד שברוב העולם ראינו ירידות משמעותיות, מניות החברה נסחרו באזור מחיר הקנייה שלנו (סביב 20 ש"ח למניה), על אף ההאטה בצמיחת החברה. לכן, העדפנו לנצל את ההזדמנות ולמכור את החזקתנו, עקב האלטרנטיבות הטובות והזולות יותר שנוצרו בשוק.

שב"א עדיין חברה אטרקטיבית בעלת עסק איכותי ואנו עוקבים אחריה בערנות. במקרה שהיא תיסחר במחיר המתאים ודוחותיה ישתפרו, ייתכן שנפתח בחברה פוזיציה פעם נוספת.

עד כה סקרנו חברות שהיו חלק מפורטפוליו ההשקעות שלנו מפתיחת הקרן. במהלך חצי השנה הראשונה של 2022 פתחנו פוזיציה חדשה בחברת **אפסילון נט (Epsilon Net)**, ועם ביצועיה הטובים בחודשים האחרונים, הפכה החברה לפוזיציה גדולה בקרן.

אפסילון היא חברה יוונית, קטנה באופן יחסי, הפועלת בתחום ה-IT ומספקת יישומים ופתרונות תוכנה מובילים בשוק שמסייעים לחברות קטנות ובינוניות בתהליכי טרנספורמציה דיגיטלית. עיקר עיסוקה של אפסילון הוא בפיתוח תוכנות עסקיות, לצד היותה מפתחת תוכן אינטרנטי וספקית שירותי הכשרה מקצועיים.
החברה הוקמה בשנת 1999 על ידי יואניס מיקוס (Ioannis Michos), מנכ"ל מייסד שמחזיק כ-64% מסך מניות החברה (ATHEX: EPSIL.AT).
לחברה מגוון רחב של כ-20 תוכנות ומוצרים המתמחים במתן פתרונות לתהליכי דיגיטליזציה של עסקים ושירותי ניהול וחשבונאות, הכוללים בין היתר תחומים כגון חשבונאות, מסים, ניהול משאבי אנוש, שכר, תכנון משאבים ארגוניים וחשבוניות אלקטרוניות.
אפסילון ביססה את מעמדה כמובילת שוק ברוב מגזריה, וכיום יותר מ-120,000 חברות מבססות את פעילותן היומיומית על שירותיה ומוצריה של אפסילון נט, כאשר חלק ניכר מלקוחות היעד הפוטנציאליים שלה עדיין מחפש פתרונות תוכנה שהחברה מציעה.
תחום ה-IT בכלל ומוצריה של אפסילון בפרט נחשבים ל"דביקים" ביותר. שיעורי ה-Retention של לקוחותיה עומדים על מספר מדהים של כמעט 99%, ולמעלה מ-60% מרווחיה הינם רווחים חוזרים בעלי שולי רווחיות גבוהה.

ברמה העסקית, אפסילון נמצאת בנקודת מפנה ובצמיחה מהירה. על אף שביוון בסיס נמוך של לקוחות שמשתמשים בפתרונות תוכנה ארגוניים וענן, מגמה זו צוברת תאוצה ומעניקה רוח גבית חזקה לחברה, שנהנית מאימוץ מוגבר של שירותיה.
יתר על כן, הסביבה הרגולטורית והפוליטית ביוון מיטיבה עם אפסילון ומתווה מדיניות שמעודדת עוד יותר את אימוץ מוצריה. כך לדוגמה, האיחוד האירופי מתמרץ את הכלכלה היוונית במיליארדי דולרים על מנת להאיץ את ההתפתחות הדיגיטלית במדינה, ולקוחות אפסילון מקבלים סבסוד ממשלתי עם התחברותם לשירותים של החברה.

דוגמה לרוח הרגולטורית החיובית שהחברה מקבלת ניתן למצוא ב-Epsilon Smart, תוכנת חשבוניות אלקטרוניות מובילה ומבוססת ענן לעסקים קטנים ובינוניים שאפסילון השיקה בשנת 2020. התוכנה, שמוצעת לשוק במודל של מנוי, מייתרת את הצורך בתיעוד מודפס ומאפשרת עיבוד

חשבוניות אוטומטי לחלוטין באופן פשוט, בטוח ומהיר. החל מיולי 2021, חקיקה חדשה ביוון קבעה כי שימוש בחשבוניות אלקטרוניות הוא חובה לכל החברות והפרילנסרים במדינה.
חיבורה של התוכנה לרשות העצמאית של יוון להכנסות ציבוריות הקפיצה את אימוץ המוצר באופן משמעותי, וכיום אפסילון היא מובילת השוק ביוון ואחת משלוש החברות היחידות שברשותן אישור להתחבר לרשויות המס במדינה.
תוך פחות משנתיים, כ-90 אלף עסקים התחברו לאפסילון סמארט, כשכל לקוח משלם סכום שנע בין 120 אירו ל-500 אירו, בהתאם לשירותים הנלווים בחבילה, אותם החברה מתכוונת להרחיב בשנים הקרובות. על פי ההערכות, כמות העסקים שמשתמשים בתוכנה יכול להגיע לכ-150-200 אלף. כלומר, בחישוב אצבע של 150 אלף עסקים שמשלמים בממוצע 260 אירו בשנה, נקבל כ-39 מיליון אירו של רווחים חוזרים, שיהפכו כמעט במלואם לרווח תפעולי.

כמו כן, לחברה מאזן חזק ללא חובות נטו, והיא צפויה לייצר תזרים מזומנים של כ-25-30 מיליון אירו השנה. נתונים אלו מספקים עבורה כוח אש משמעותי לרכישות חכמות של חברות קטנות וזולות בשוק הפרטי. בעזרת רכישות אלו, אפסילון מגבירה את קצב צמיחתה ויכולה להתפתח לשווקים נוספים מחוץ ליוון.

שנת 2021 הייתה חזקה מאוד עבור החברה. אפסילון רשמה צמיחת מכירות של יותר מ-100% לכ-50 מיליון אירו, והרווח התפעולי קפץ ביותר מ-200% לכ-12.8 מיליון אירו.
השנה אפסילון צופה צמיחה במכירות של כ-50% ולפחות 30% רווחיות תפעולית, כלומר 25 מיליון אירו רווח תפעולי בשנת 2022. לאור הצמיחה החזקה של מכירותיה (75%) ברבעון הראשון של שנת 2022 והמשך האימוץ המהיר של אפסילון סמארט, שעדיין מהווה נתח קטן יחסית בחברה, תחזית זו נראית שמרנית ביותר.
בהתבסס על מנועי הצמיחה הרבים של החברה והתמיכה החזקה שהיא מקבלת מהאיחוד האירופי והממשלה היוונית, אנו מעריכים כי אפסילון תמשיך לצמוח במהירות בשנים הבאות ותתקרב לרווחיות תפעולית של כ-100 מיליון אירו תוך 3-5 שנים. במכפיל ממוצע (15-20) של תעשיית ה-IT, כפי שמקבלות חברות אלו בישראל ובעולם, אפסילון תיסחר בשווי שוק של כ-1.5-2 מיליארד אירו. כלומר, פי 5-7 ב-3 עד 5 השנים הקרובות. כמו כן, גם בתחזית שמרנית יותר שכוללת צמיחה איטית באופן משמעותי ביחס לקצב הנוכחי ומכפילים פחות נדיבים, עדיין התשואה על החברה יכולה להיות טובה מאוד מהנקודה בה אפסילון נמצאת כיום.

אמנם ענף ה-IT נחשב לתחום "משעמם" שלא מושך משקיעים רבים, אך בטווח הארוך איכות ורווחי החברות הם הקריטריונים החשובים ביותר. בישראל ניתן למצוא מספר חברות IT שהניבו תשואה של יותר מפי 10 בעשור עשור וחצי האחרונים.

לדוגמה, חברת חילן הישראלית (לא מחזיקים), משמשת כ-Case Study מתאים לאפסילון. חילן, שגם היא נותנת שירותי IT, מנוהלת מצוין ובעזרת רכישת חברות בתחום והגדלת רווחיה התפעוליים בעקביות, השיאה תשואה מעולה למשקיעיה לאורך השנים. מניית חילן עלתה פי 3 בחמש השנים האחרונות, פי 16 בעשור האחרון ופי 100 (30% ממוצע שנתי) בכ-17 שנים, לא כולל דיבידנדים גדולים שחולקו לאורך הדרך. אגב, תשואה זו נרשמה אפילו שבמשבר של 2008-2009 חילן ירדה ביותר מ-50%.

לצורך השוואה, נכון לסוף יוני 2022 חילן נסחרה בשווי שוק של כ-4.6 מיליארד ש"ח, צומחת בכ-10%-15% בשנה ונסחרת במכפיל 20 על הרווח התפעולי של שנת 2021, שעמד על כ-230 מיליון ש"ח. לעומת זאת, אפסילון במכפיל 7-8 על שנת 2023 וצפויה להמשיך לצמוח בשיעורים גבוהים בהרבה בשנים הקרובות. כלומר, אם מחיר מנייתה של אפסילון יעלה בכמעט פי 3, (כ-200% לאזור ה-15 אירו למניה), רק אז היא תגיע לשווי יחסי כמו של חילן (כאמור, מכפיל 20) ועדיין צפויה להיות השקעה טובה מאותה הנקודה בשל צמיחתה החזקה.

כיום, אנו מחזיקים בקרן בחברה אירופאית נוספת בתחום ה-IT, בתמחור זול, עם מנכ"ל מייסד וצמיחה מהירה. כרגע היא עדיין בפוזיציית פתיחה קטנה יחסית ואנו עוקבים אחר דוחותיה הקרובים.

עם הפנים להמשך שנת 2022

התקופה הנוכחית בשוק אינה פשוטה, בטח עבור קרן לונג בלבד שמחזיקה בהשקעות רבות בחברות טכנולוגיה וצמיחה. ירידות השערים משפיעות לרעה על תוצאות תיקי ההשקעות של רוב משתתפי ומשתתפות השוק, וכשיורד גשם כה חזק גם אנחנו נרטבים.

כמשקיעים פרטיים, חווינו בעבר מחזורי שוק של ירידות חזקות וחוסר ודאות גבוה בשוק, כך שעם פתיחת הקרן ידענו שבנקודה מסוימת בעתיד תבואנה תקופות לא פשוטות במהלכן השוק יקרוס. אנו מודים שלא ציפינו שהמבול יגיע כל כך מהר מפתיחת הקרן. יחד עם זאת, פורטפוליו הקרן כולל כיום חברות מעולות בתמחור אטרקטיבי, ולכן אנו אופטימיים ביותר לגבי תשואת הקרן בשנים הבאות.

כמו כן, במבט על ההיסטוריה של המניות המצליחות ביותר, ניתן לראות תקופות של תנודתיות קיצונית וירידות חזקות. אפילו קרן ההשקעות המצליחה בהיסטוריה של המשקיע האגדי וורן באפט, ברקשייר האת'וויי (Berkshire Hathaway), ירדה מעל 50% כארבע פעמים במהלך חייה, בערך פעם בעשור.

אמנם משברים כאלו לא נעימים או קלים, אך הם מספקים הזדמנויות השקעה מצוינות למשקיעים לטווח הארוך ומעניקים שיעורים מצוינים ללמידה לעתיד. אנחנו מוכנים וערוכים לתרחישי השוק השונים ומאוד מאמינים בשיטה ובדרך שלנו. פורטפוליו הקרן כולל חברות מעולות ובספסל מחכות לנו חברות מעניינות אותן אנו חוקרים ולומדים על מנת להכניס לתיק בהמשך בתמחורים אטרקטיביים.

אף פעם אי אפשר לתזמן את תחתית השוק ולא ניתן לדעת מראש מתי היא תיווצר. כל מה שנותר לנו לעשות הוא לקנות עסקים מעולים בזול ולחכות שהזמן והעסק יעשו את שלהם.

בברכה,

אבי אליהו
שותף מייסד, מנכ"ל



נועם מטלון
שותף מייסד, מנהל השקעות ראשי



<u>דיסקליימר:</u>

לשותפים הכלליים של נענע לונג קפיטל יש עניין אישי, או עשוי להיות, בכלל החברות המוזכרות לעיל. אין לראות בכתוב הצעה להשקעה, המלצה או כל צורת השפעה שהיא לבצע כל פעולה. ביצוע פעולות במניות החברות המוזכרות במכתב זה בפרט, ובשוק ההון בכלל, הינו על אחריותו הבלעדית ושיקול דעתו של מבצע הפעולה. ההשקעה בשותפות הינה בהתאם לתנאי הסכם השותפות. המידע המוצג במכתב מעודכן לתאריך פרסומו ואין באחריות השותפים הכלליים לעדכנו.

הזכויות במכתב זה שייכות לנענע לונג קפיטל בע"מ, ואין להשתמש, לשנות, להוסיף, לשכתב את הכתוב במכתב או להפיצו כשלם או חלקים ממנו, ללא אישור בכתב מהשותפים הכלליים.