שותפות ושותפים יקרים,

לאחר ששנת 2022 הייתה אחת השנים המורכבות שנראו בשוק ההון בעשורים האחרונים, רבים העריכו כי המגמה השלילית והתנודתיות הרבה יימשכו גם לאורך 2023 או לפחות בתחילתה. בפועל, מחצית השנה הראשונה של 2023 רשמה ביצועים טובים מאוד וכך גם הקרן שהשיאה 19.7% בששת החודשים הראשונים של השנה.

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

	נענע לונג[2]	MSCI World ACWI	S&P 500 Total Return	תל אביב 125
2021[3]	-7.34%	-0.70%	4.16%	17.96%
2022	-23.33%	-7.11%	-7.04%	-11.82%
אמצע 2023[4]	19.70%	18.41%	22.45%	-2.08%
תשואה מצטברת	-14.96%	9.21%	18.58%	1.85%

מאז פתיחת הקרן חווינו אירועים מאקרו-כלכליים וגיאופוליטיים רבים ומשמעותיים. זינוק חד באינפלציה שגרר את עליית הריבית החדה והמהירה בהיסטוריה, מלחמה ארוכה באירופה בין רוסיה לאוקראינה, מיתונים בתעשיות רבות שעד לא מזמן צמחו בקצב מהיר ונתפסו כתחומים חמים ואטרקטיביים כגון פרסום, גיימינג ופינטק, קריסה בשווקי המניות ובמיוחד בתחומי הטכנולוגיה ובמניות הקטנות, רפורמה משפטית בארץ ובריחת משקיעים מהשוק המקומי – זוהי רק רשימה חלקית של גורמים עמם התמודדנו (ועדיין מתמודדים) בשנתיים האחרונות. למרות כל אלו, **כל השותפות והשותפים שהצטרפו לקרן מאז הקמתה נשארו איתנו ואנו מודים לכן ולכם על האמון הגדול בנו ביצירת ערך ותשואות גבוהות לאורך זמן**.

[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 2023 נכונות ל-30/06/2023

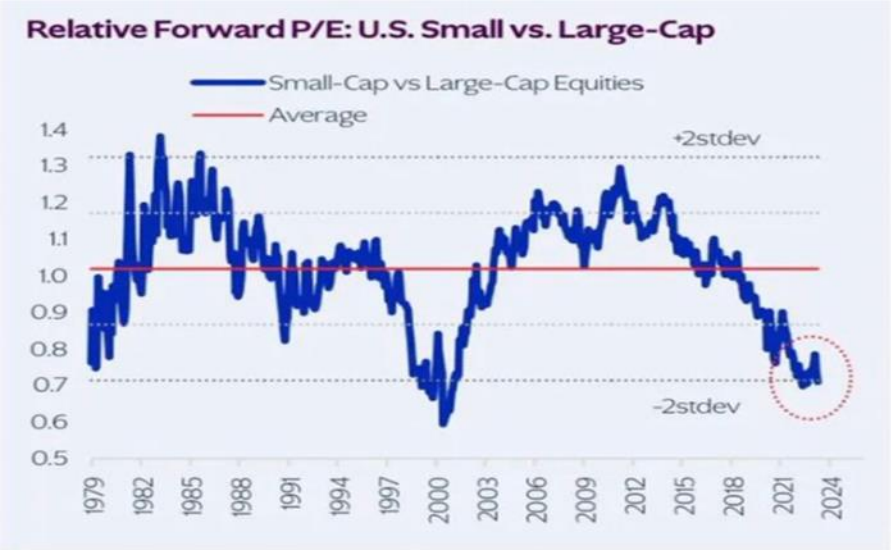
סיכום אמצע שנת 2023

כאמור, עד כה שנת 2023 האירה פנים למשקיעים בשוק, אך המספרים עשויים לצייר תמונה מעט מתעתעת שכן התשואות הגבוהות נרשמו בעיקר בקרב המדדים הגדולים. אמנם ה-S&P 500 (שנחשב למדד המייצג את שוק ההון האמריקאי) וה-Nasdaq (מדד מניות הטכנולוגיה) רשמו ביצועים טובים במחצית הראשונה של השנה, אך העליות נובעות בעיקר ממניות הטכנולוגיה הגדולות שמהוות משקל הולך וגדל במדדים ומושכות אותם כלפי מעלה. מנגד, הסתכלות על השוק המקומי בארץ והמניות הקטנות/בינוניות בשווקים בעולם מציגה תשואות פחות מעודדות ומרשימות. על כך נפרט בתמציתיות בחלק זה.

כיום, הכלכלה העולמית נמצאת בנקודה מעניינת ביותר. הרוב המוחלט של התחזיות של סוף שנת 2022 ציפו שבשלב זה של השנה כלכלות רבות וחזקות יחוו מיתון, השאלה היחידה הייתה מה תהיה חומרתו. בפועל, בחצי השנה הראשונה של 2023 הפעילות הכלכלית הפתיעה לטובה, משרות חדשות המשיכו להתווסף למשק ושיעור האבטלה דווקא ירד. בנוסף, נראה כי האינפלציה מתקררת (מדד המחירים לצרכן בארה"ב עמד על 3.2% ביולי 2023) ומתקרבת לשיעור היעד של הבנק המרכזי של ארה"ב, ה-Federal Reserve (ה"פד"), שעומד על 2%. נתון זה מיטיב עם החלטות הפד לגבי גובה הריבית, שהגיעה לרמתה הגבוהה ביותר (5.5%) מאז שנת 2001.
יחד עם זאת, החשש ממיתון לא הוסר לחלוטין והצמיחה הכלכלית העולמית צפויה להתמתן במחצית השנייה של 2023. חוזקתו של שוק העבודה האמריקאי מקשה על הפד ומונע ממנו לעצור לחלוטין את העלאות הריבית. רק לאחרונה יו"ר הבנק המרכזי של ארה"ב, ג'רום פאוול (Jerome Powell), אותת כי העלאות ריבית נוספות עדיין נמצאות על הפרק. בהקשר זה, יש לזכור כי שווי מניות נגזר מהריבית, הן מהשפעתה על הפעילות של החברות והן כשימושה כאלטרנטיבת חיסכון מול השוק. אך באופן כללי, שיעורי הריבית הנוכחיים עדיין נמצאים בטווחים סבירים יחסית בהסתכלות היסטורית לעומת ריביות העבר שאף הגיעו ל-10% ויותר.

כמו תמיד, אנחנו קשובים למתרחש בגזרת המאקרו בשוק ועוקבים אחר החלטות הפד. אולם, בזמנים כאלו, ובמיוחד לאחר שמניות רבות חוו ירידות שווי משמעותיות, על נקודת המבט להתמקד בעסקים עצמם. פרספקטיבה זו נכונה בעיקר בעולם המניות הקטנות והבינוניות, שמציעות תמחורים אטרקטיביים ביותר והזדמנויות מצוינות למרות העליות האחרונות במדדים המובילים. לדוגמה, הגרף[5] הבא מציג את מכפיל הרווח של המניות הקטנות ביחס למניות הגדולות בשוק האמריקאי. במבט על הצפי לשנה קדימה ניתן לראות כי ההבדל שנוצר ביניהן הוא הגדול ביותר ב-20 השנים האחרונות ונמצא כ-30% מתחת לממוצע.

[5] מקור: BofAML Global Research, FactSet



כפי שציינו, המדדים הגדולים מעט "התנתקו" מהמציאות שהכלכלה חוותה בחודשים האחרונים ותשואתם הגבוהה נובעת בעיקר ממניות הטכנולוגיה המובילות, שנשענות על הייפ הבינה המלאכותית (Artificial intelligence - AI). בניגוד להייפים אחרים בעבר, דוגמת הקריפטו וה-NFT (Non-Fungible Token), שלא היה להם ערך כלכלי אמיתי, תחום ה-AI פורץ דרך, מסייע לחברות לצמוח ולהתייעל ואף ישבש תעשיות וחברות שלא יתאימו את עצמן לקצב החדש.
שימוש נכון ב-AI ולא רק כ-Buzzword של הטרנד התורן, יכול לשנות את האופן שבו חברות פועלות, ליצור הזדמנויות חדשות לצמיחה ולשפר את התפעול והיעילות העסקית במגוון דרכים כגון הטמעת יכולות חדשות והרחבת המודל העסקי, שירות לקוחות טוב ומדויק יותר, ניטור משופר של ביצועי החברה, קבלת החלטות איכותיות יותר והפחתת טעויות אנוש.

לפיכך, ל-AI ערך אמיתי לחברות בדמות שיפור היעילות, חיסכון בזמן והפחתת העלויות. ייתכן שאימוץ טכנולוגיות של בינה מלאכותית עשוי ליצור פער ביצועים גדול בין המובילות לבין חברות שלא ישכילו להיעזר ב-AI. עם זאת, חשוב לזכור כי לצד יתרונותיו הפוטנציאליים הרבים, תחום ה-AI עדיין לא הבשיל בחלק גדול מהמקרים וכליו עוד לא מהווים אלטרנטיבה מדויקת ומוחלטת לבני האדם.
בסופו של דבר, הייפים וטרנדים באים והולכים ומה שחשוב וקובע הם רווחי החברות וסך תזרים המזומנים שלהן. על מנת להצדיק את התמחורים שחלק מהחברות הגדולות מקבלות כיום, עליהן להמשיך לצמוח בשיעורים גבוהים ביותר, הן במכירות והן ברווחים. כפי שנוכחנו לדעת בשנים האחרונות, מספיקה האטה קלה מול התחזיות השאפתניות כדי לקבל תגובת שוק אגרסיבית, שתוריד משמעותית את שווי החברות ואיתן גם את שערי המניות.
חלק מהחברות שמובילות את המגמה החיובית בנאסדק, דוגמת אפל (Apple) ומייקרוסופט (Microsoft) מתומחרות במכפילי רווח 35-40 על הרווחים של השנה האחרונה מבלי שהציגו צמיחה משמעותית.
שתי חברות אלו הן דוגמאות לחברות מצוינות, אך עם תמחור נוכחי עשיר ביותר. ניתוח זה לא בהכרח מציע ששעריהן צפויים לרדת, אך הסיכוי לעומת סיכון נראה פחות אטרקטיבי מהנקודה הנוכחית.

באופן כללי, השקעה במניות פופולריות בעולם יכולה להתאים לפורטפוליו הקרן, בהתאם לביצועי החברות ביחס לתמחור שלהן בזמן נתון. אולם, באסטרטגיית ההשקעה שלנו אנחנו מתמקדים בלהגיע בפינצטה לחברות איכותיות, שמצד אחד ימשיכו לצמוח ולהגדיל את רווחיהן, ומצד שני, שוויין עדיין לא גבוה ביחס לרווחים אלו. הפער בין מחירן הנוכחי לשווי הפוטנציאלי שלהן מעניק לנו מרווח ביטחון, תוך צמצום הסיכון וה-Downside בהשקעה. בזמנים כאלו קל מאוד להימשך לשמות הגדולים שבולטים במדדים המובילים, אך חשוב מאוד להיצמד לדרך שלנו בזמנים הטובים והפחות טובים של השוק.

בגזרה המקומית, בעוד שהחברות בחו"ל והמדדים העולמיים נמצאים במגמת התאוששות ועלייה ביחס לשנה שעברה, שוק ההון בישראל חווה מציאות שונה. המצב הפוליטי-חברתי הנפיץ בארץ מוביל לחוסר וודאות כבד, שגורם לכלכלה הישראלית להתנתק מהמגמה החיובית שנרשמת ברבים מהשווקים המובילים בעולם, ולשקל להיחלש מול הדולר וסל המטבעות העולמי. ההשלכות של המצב משפיעות על הכיס של כלל האזרחים בארץ, הן אלו שרואים במהלך כרפורמה משפטית והן מי שמנגד רואה בו כמהפכה משטרית.
באופן יחסי, המצב הרעוע בשוק הישראלי לא זולג לביצועי הקרן. למעלה מ-80% מהפורטפוליו מהווה השקעות מחוץ לישראל, כך שהיחלשות השקל מיטיבה עם תשואת הקרן בטווח הקצר ומהווה גידור במצב שהמטבע המקומי ימשיך להיחלש מול יתר מטבעות החוץ. בנוסף, טלסיס, שמהווה את רוב ההחזקה הישראלית של הקרן, היא חברה ייצואנית שמרוויחה בדולר אמריקאי, כך שהתחזקות הדולר תורמת גם לרווחיה שמהווים גידור פנימי להיחלשות השקל.

כמובן, לא ניתן לחזות התנהגות מט"ח בטווח הקצר, אך אין ספק שהמצב הנוכחי מעלה למדינת ישראל ולשקל סיכון קצה, שעל משקיעים להתחשב בו ולהיזהר ממנו. יחד עם זאת, לעיתים סערות יוצרות הזדמנויות. לכן, אנחנו עוקבים מקרוב אחר מספר מניות בישראל שיכולות להתאים לפרופיל החברות שאנחנו מחפשים בקרן. במקרה שמחיריהן יגיעו לתמחור אטרקטיבי מספיק, ננצל את הסערה בשוק הישראלי על מנת להכניס אותן לפורטפוליו של הקרן.

סקירת פורטפוליו

בחלק זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 25 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב, כשמתוכן כ-14 חברות מרכזיות המהוות כ-80% מתיק הקרן. כמו כן, נכון למועד כתיבת המכתב, תמהיל הקרן כולל החזקה של כ-90% במניות והיתר במזומן.

מרקדוליברה (MercadoLibre), או בקיצור "מלי", הוקמה בארגנטינה בשנת 1999 כחברת מסחר אלקטרוני. 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**

עד כה בשנת 2023 מלי ממשיכה לבצע באופן יוצא מן הכלל. בתחילת חודש אוגוסט החברה פרסמה את הדו"ח הכספי המצוין שלה לרבעון השני של השנה, בו היא הציגה המשך צמיחה

מהירה בכל מדדיה המרכזיים. חטיבות החברה שהינן בעלות שולי רווח גבוהים (כגון, פרסום ופינטק), ממשיכות לצמוח בחדות לצד עליית הוצאות בשיעור נמוך יותר. משוואה זו מובילה לאחד המדדים החיוביים ביותר שאנחנו מחפשים בחברות שלנו – עלייה חדה בשולי הרווח.
ביחס לרבעון המקביל של 2022, מכירות החברה צמחו ב-31.5% (ו-57% במטבע מקומי) לכ-3.41 מיליארד דולר. מבט על רווחיותה התפעולית מראה כי העלייה החזקה במכירות, לצד שולי הרווחיות התפעולית שקפצו בחדות מ-9.6% ל-16.3%, הובילו לזינוק של כ-123% ברווח התפעולי שעמד על כ-558 מיליון דולר ברבעון השני של 2023, לעומת כ-250 מיליון דולר ברבעון המקביל אשתקד.

למעשה, מלי מהווה דוגמה מצוינת לחוסר ההלימה שלעיתים מתקיים בין ביצוע החברה למחיר המניה – אותם המצבים בדיוק שאנחנו מחפשים בחברות בקרן. מאז הרבעון השני של שנת 2021, החברה הכפילה את מכירותיה והגדילה את הרווח התפעולי שלה פי 3.3. המספרים המצוינים האלו מרשימים אף יותר כשלוקחים בחשבון את השנתיים המאתגרות והמורכבות עמן השווקים העולמיים התמודדו בפרק זמן זה. למרות ביצועיה החזקים, מחיר המניה ירד בכ-35% משיאו שחצה את שער ה-2,000 דולר למניה לפני כשנתיים.

להערכתנו, שולי הרווח התפעולי עוד צפויים לתנודתיות, אך נמשיך לראות צמיחה חזקה במכירות. בשיחת הועידה לסיכום הרבעון השני של השנה, החברה ציינה כי תנצל חלק משיפור שולי הרווח להשקעה בתחומים קיימים וחדשים על מנת לתפוס נתח שוק נוסף. מהלך חשוב זה הכרחי עבור המשך גדילת המכירות (אולי אף בקצב מהיר יותר), תוך שמירה על רווחיות (גם במחיר של ירידה בטווח הקצר) – מה שיוביל בסופו של דבר להגדלת הרווחיות בטווח הארוך.

העסק של מלי התקדם באופן מרשים בשנים האחרונות והזמן עובד לטובתנו. התכווצות המכפילים הביאה את מניות החברה לתמחור אטרקטיבי ביותר, גם לאחר שתיקנה למעלה ממחיר השפל אליו הגיעה לפני כשנה.

אפסילון נט (Epsilon Net), חברת IT יוונית המספקת 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. לאפסילון 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.
החברה הוקמה בשנת 1999 על ידי יואניס מיקוס (Ioannis Michos), מנכ"ל מייסד שמחזיק כ-57% מסך מניות החברה (ATHEX: EPSIL.AT).

*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של אמצע שנת 2022**

אפסילון פתחה מצוין את שנת 2023 ורשמה צמיחה של 47% במכירות ו-59% ברווח התפעולי (36% שולי רווחיות תפעולית) ברבעון הראשון ביחס לרבעון המקביל בשנה שעברה. ביחס לאביטדה של 25 מיליון אירו שהחברה רשמה בשנה שעברה, אנחנו צופים שאפסילון תגיע לאביטדה של כ-35 מיליון אירו בשנת 2023, כשהיא ממשת את חזונה להפוך ל-One Stop Shop בשוק היווני עם יותר מ-130 אלף עסקים שמחוברים לתוכנות שלה. זאת ועוד, העתיד של החברה נראה חיובי ובעל מנועי

צמיחה רבים ומגוונים בדמות שיתוף פעולה עם הבנק הגדול ביוון (כנראה על מנת ליצור מערכת תשלומים משותפת), מערכת ניהול שעות חדשה שהחברה השיקה, התרחבות אפסילון בשווקים חדשים מחוץ יוון ויכולתה לבצע רכישות במכפילים נמוכים תוך מתן ערך רב לחברה הנרכשת בזכות גישתה לעסקים הרבים שמשתמשים בשירותיה ביוון.

אמנם מניות החברה עלו בצורה חדה מאז הרכישה הראשונית שלנו בקרן בשער 5.5 אירו (נסחרת כיום בסביבות 11 אירו למניה), אך אנחנו עדיין סבורים שאפסילון בתחילת דרכה ולפניה מסלול ארוך של צמיחה. לראיה, חברות דומות בתחום נסחרות במכפילים גבוהים מאוד ולעיתים אף גבוהים פי 4-5 מאפסילון, למרות שהן לא מגיעות לקצב הצמיחה שלה. להערכתנו, כבר בשנת 2024 אפסילון תתקרב ל-50 מיליון אירו אביטדה, מספר שמציב אותה במכפיל דו ספרתי נמוך על שנה הבאה.

טלסיס הישראלית עוסקת בייבוא, שיווק והפצת מערכות, מכשור ורכיבים אלקטרוניים. היא בעלת החזקה של כ-73% בחברת בת בשם **ואריסייט**, שמפתחת ומייצרת מודולים ממוחשבים (System On Modules) ועליה מתבססת תזת ההשקעה שלנו בחברה.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2022**

כאמור, על אף האתגרים שהשוק המקומי חווה בחודשים האחרונים, ואריסייט ממשיכה לצמוח תוך שהיא מנצלת לטובה את פעילותה הרבה מחוץ לישראל. בדו"ח הראשון של 2023 החברה רשמה צמיחת מכירות של כ-96% (מכירותיה עמדו על 96 מיליון ש"ח) וצמיחה של כ-129% ברווח התפעולי (שעמד על כ-46.7 מיליון ש"ח) של חטיבת ה-SOM, ביחס לרבעון המקביל ב-2022. כזכור, טלסיס מחזיקה בכ-73% מואריסייט, כך שהרווח התפעולי ששייך לחברת האם עומד על כ-34 מיליון ש"ח (לא כולל רווח נוסף של 2 מיליון ש"ח מחטיבת ההפצה).

ואריסייט ממשיכה להוביל בתחומה ועדיין מציגה תמחור די אטרקטיבי לחברה צומחת, בעלת שולי רווחיות גבוהים ביותר ושליטה בנישת הפעילות שלה. נכון לאמצע שנת 2023, שווי השוק שלה עומד על כ-1.6 מיליארד שקל ולפי דיווחה ברבעון הראשון, חלקה של טלסיס נמצא בקצב רווחיות תפעולית של 144 מיליון ש"ח בנרמול שנתי. כלומר, להחזקתה של טלסיס בואריסייט יש מכפיל רווח תפעולי של כ-11 על שנת 2023 – תמחור אטרקטיבי ביותר להערכתנו.

ספיירוסופט (Spyrosoft) היא חברת IT פולנית שמציעה מגוון פתרונות תוכנה ושירותי ענן המתבססים, בין היתר, על בינה מלאכותית ולמידת מכונה. היא הוקמה כמעט ללא מימון חיצוני בשנת 2016 על ידי שלושה מייסדים שמחזיקים בכ-80% מהחברה, ביניהם המנכ"ל קונרד וייסקה (Konrad Weiske) בעל החזקה של כ-30% מהחברה.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2022**

במחצית השנה הראשונה של 2023, שוק ה-IT העולמי חווה האטה זמנית שכולל סבבי פיטורים גדולים והפחתת השקעות בחברות בתחום. האטה זו השפיעה גם על ספיירוסופט שרשמה דו"ח טוב אך מעורב לרבעון הראשון של השנה. ביחס לרבעון המקביל בשנה שעברה, ספיירוסופט אמנם

צמחה בכ-73% במכירות (ל-104 מיליון זלוטי פולני), אך צמיחת האביטדה שלה האטה ועמדה על כ-27% (ל-12.7 מיליון זלוטי פולני) תוך ירידת שולי רווחיות מ-16.5% ל-12.5%.
הירידה בשולי הרווחיות כבר נצפתה במצבים דומים בעבר בדו"חות החברה ולהערכתנו היא זמנית בלבד. ביצועיה המצוינים של החברה בשנותיה החזקות מאפשרות לה לפתוח חטיבות IT חדשות בתחומים שונים. השקעות אלו גוררות הפסדים לקבוצה כולה ומכאן נובעת הירידה הזמנית בשולי הרווח. המעבר של החברה לשולי רווחיות נמוכים יותר לא מנעה ממנה לצמוח בקצב מהיר מאוד תוך שמירה על רווחיות מרשימה. לכן, להערכתנו, לאורך זמן ספיירוסופט תמשיך לבצע ברמה גבוהה, לצמוח בקצב מהיר ולהציג שולי רווח גבוהים מרף ה-12.5% בו היא נמצאת כיום.

על פי הרבעון הראשון של 2023, אנחנו מעריכים שספיירוסופט תרוויח אביטדה של כ-50-60 מיליון זלוטי פולני בשנת 2023 על שולי רווחיות נמוכים מאלו שהציגה בשנים האחרונות. יחד עם זאת, בשנת 2024 שולי הרווחיות של החברה צפויים לעלות בחזרה ולצד המשך ביצועי מכירות חזקים, ספיירוסופט צפויה להמשיך בקצב הצמיחה המטאורי שלה.
כיום, החברה נסחרת במכפיל אביטדה חד ספרתי על שנת 2024, נמוך מאוד ביחס לחברה שצמחה פי 10 באביטדה בחמש השנים האחרונות. תזת ההשקעה שלנו בספיירוסופט עדיין עומדת בעינה, אך כמובן שנמשיך לעקוב ולוודא ששולי הרווח מתייצבים והחברה עומד במטרותיה.

———

עד כה עדכנו לגבי ארבע חברות עליהן כבר כתבנו במכתבים בעבר, כעת נציג חברה חדשה שנכנסה לפורטפוליו בהדרגה לאורך החודשים האחרונים. אמנם היא פועלת בתחום שבדרך כלל רחוק מרוב השקעותינו בקרן, אך אנחנו תמיד שומרים על גמישות מחשבתית ובמיוחד כשמדובר בהזדמנות יוצאת דופן.

או.טי.אל (Odfjell Technology Ltd.) היא חברה נורווגית קטנה שמיצבה את עצמה כאחת מחברות ההובלה והאחסון הימיים המובילות בעולם. היא חברה ותיקה שפועלת בענף עשרות שנים ועד היום למעלה מ-60% ממנה מוחזקים על ידי בעלי עניין. OTL עוסקת בתחום ההשכרה והשירותים הימיים, בעיקר לחברות בתעשיות הגז והנפט הימי, והיא פועלת בכל רחבי העולם.
החברה הופרדה בספין אוף והחלה להיסחר בבורסה הנורווגית (OSE: OTL.OL) בתחילת שנת 2022, וכיום, היא נסחרת בשווי של כ-200 מיליון דולר.

לאחר עשור של חוסר השקעה בתעשיית הנפט, נראה כי התחום מתחיל להתאושש ונכנס לסופרסייקל חדש. למרות השקעות במקורות אנרגיה תחליפיים, העולם עדיין צורך נפט מעבר למצופה. לכן, ירידה משמעותית בהיצע הנפט מובילה חברות רבות להשקעות נוספות בתחום תוך אמונה שמחיר הנפט ישמור על עצמו בשנים הקרובות.

בניגוד למרבית החברות בתחום שמרוויחות כשמחיר הנפט גבוה, אך עוברות להפסד כשהוא יורד – OTL שמרה על רווחיות מרשימה לאורך העשור האחרון למרות ששוק הגז והנפט חווה שנים מורכבות, ששיאן הגיע בתקופת הקורונה במהלכה מחיר הנפט היה שלילי.
ברבעונים האחרונים רווחי החברה זינקו בחדות והיא מתומחרת בחוסר עמוק, הן ביחס לתעשייה והן באופן אבסולוטי.

ברבעון הראשון של שנת 2023, OTL צמחה ב-37% במכירות (ל-115 מיליון דולר) וב-63% באביטדה (ל-19 מיליון דולר) ביחס לרבעון המקביל ב-2022. כאמור, רווחיות החברה יציבה ועל כן היא צפויה לרשום אביטדה של כ-80-90 מיליון דולר בשנת 2023 ואפילו צמיחה קלה בשנה הבאה. לצורך ההשוואה, חברות דומות בתחום מתומחרות במכפילי אביטדה שנעים בין 6-12, בעוד ש-OTL מתומחרת במכפיל 2-2.5. אמנם לחברה חוב שמתקרב ל-80 מיליון דולר, אך הוא צפוי להצטמצם מהותית בשנתיים-שלוש הקרובות, על אחת כמה וכמה כשצבר ההזמנות של החברה לשנים הקרובות גבוה ממיליארד דולר – למעלה מפי 5 (!) משווי השוק הנוכחי של החברה.

הסיטואציה הנוכחית של OTL מציגה עיוות תמחורי די נדיר במחוזות שוק ההון – חברה טובה שצפויה להרוויח תזרימית את כל שווי השוק שלה תוך שנתיים-שלוש. בדרך כלל, מצבים כאלו נראים בקרב חברות בצרות ולא חברה צומחת עם רוח גבית בדמות OTL.
בנוסף, בשנה האחרונה החברה חילקה דיבידנד של כ-10 מיליון דולר, ולהערכתנו, הדיבידנדים ימשיכו לזרום בנדיבות גם בשנים הבאות. לשם ההמחשה, במקרה ש-OTL תתומחר במכפיל אביטדה 6 בשנה הבאה, מכפיל שמהווה רף תחתון בתעשייה, החברה יכולה להיסחר במחיר הגבוה בפי 3 (סביבות שער 150) מהשער הנוכחי שלה כיום (בסביבות שער 50), לא כולל דיבידנדים.

כאמור, למרות ש-OTL לא פועלת בתעשיות הקלאסיות שלנו בקרן, זיהינו בה הזדמנות בעלת יחס סיכוי לעומת סיכון אסימטרי לטובתנו. ברבעונים הקרובים נמשיך לעקוב מקרוב לגבי התפתחות תזת ההשקעה בחברה והמשך מסלול הצמיחה שלה.

עם הפנים להמשך שנת 2023

בשנתיים שחלפו מאז הקמת הקרן היינו עדים לחלק מהאירועים המשמעותיים ביותר בתקופת חיינו, בעולם בכלל ובשוק ההון בפרט. הכותרות הבולטות, הנושאים הבוערים והטרנדים החמים מתחלפים בקצב המהיר בהיסטוריה. מנגיף הקורונה והסגרים עברנו לאינפלציה משתוללת, שהובילה לזינוק חד והיסטורי בריבית, ובעקבותיה חברות החלו בסבבי פיטורין, בנקים אזוריים קרסו והחשש למיתון עולמי גבר. עברנו מ-Buzzwords כמו קריפטו, NFT ומטאוורס ליקירת המשקיעים הנוכחית – הבינה המלאכותית. במקביל, הגזרה הגיאופוליטית גועשת בדמות המלחמה המתמשכת באירופה, המתח הגובר בין ארה"ב לסין וגם בארץ הקטנה שלנו רחוק מלהיות שקט.

האנליסטים עובדים שעות נוספות ובורסת התחזיות לעתיד פועלת ללא הפסקה. מומחים רבים דנים בתרחישים האפשריים להמשך השנה ומנסים לחזות ולענות על השאלות שמעסיקות את המשקיעים. האם הפד יבצע העלאות ריבית נוספות או שיחל בחיתוך גובה הריבית מוקדם מהצפוי? האם רמת האינפלציה תגיע בקרוב לטווח היעד או שתתברר כדביקה ועקשנית? האם הכלכלות העולמיות הצליחו לחמוק ממיתון או שהגעתו רק מתעכבת? וגם בגזרה המקומית בישראל רב הנסתר על הגלוי.

בשנים האחרונות (והמאוד אינטנסיביות) השוק מדגים היטב כי "הנבואה ניתנה לשוטים." על כן, כמו תמיד, נמשיך להתבסס על עסקים מצוינים וביצועיהם בדו"חות, תוך שמירה על גמישות מחשבתית

והקשבה למתרחש במאקרו העולמי והישראלי. במיוחד בזמנים של חוסר וודאות, אנחנו נאמנים לאסטרטגיית ההשקעה שלנו ומתרכזים במציאת חברות איכותיות ומובילות בתחומן, שיודעות לנווט את הספינה היטב בתקופות משבר, ולעיתים נמצאות מתחת לראדר השוק ומחוץ לקונצנזוס של החברות הפופולריות והשגורות בפי המשקיעים.
אנחנו מאמינים שהדרך הזו תמשיך להשיא ערך גבוה בטווח הבינוני/ארוך, ושסבלנות והתמדה הם שינצחו לאורך זמן.

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.