שותפות ושותפים יקרים,

חצי שנה עברה מאז מכתב המשקיעים הקודם שפרסמנו ואנחנו עדיין בעיצומה של תקופה מורכבת ביותר. ברמה הלאומית, מלחמת "חרבות ברזל" ממשיכה לתת את אותותיה במדינה מבחינה ביטחונית, חברתית וכלכלית. ברמה האישית, היומיום של כולנו מושפע מהמציאות המאתגרת וכל אחת ואחד מאיתנו מתמודד עם השלכות שונות של המצב.

בין שותפינו בקרן יש מילואימניקים שעזבו הכל ב-7/10 ונלחמים מאז בגבולות ומעבר להם, הורים לחיילות וחיילים שילדיהם משרתים בצה"ל במסירות לילות כימים, תושבי קיבוצים בצפון ובעוטף שחיים חודשים במציאות בלתי נתפסת וספורטאים שמייצגים את ישראל בשליחות וגאווה בתחרויות בינלאומיות.
על כן, לפני שאנחנו מתחילים בעדכון פעילות הקרן בששת החודשים האחרונים, חשוב לנו להדגיש את תודתנו העמוקה על כל מה שאתם ומשפחתכם עושים, בחזית ובעורף, בארץ ובחו"ל. אנחנו מקווים שאתם וקרוביכם בטוב ושנוכל לחזור לשגרה בהקדם האפשרי.

אנחנו מודעים לכך שהמכתב הנוכחי עשוי להגיע בעיתוי שבו תשומת לבכם מופנית לעניינים דחופים ומשמעותיים יותר. אולם, אנחנו מקווים שנצליח, גם אם לפרק זמן קצר, להעניק לכם מעט נחת ובשורות טובות.

<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%	0.36%	4.45%	17.37%
2022	-23.33%	-7.65%	-7.34%	-11.82%
2023	33.96%	26.03%	30.16%	4.07%
מחצית 2024[4]	30.78%	15.43%	19.49%	3.54%
תשואה מצטברת	24.46%	34.83%	50.53%	11.52%

בחצי השנה הראשונה של שנת 2024 הקרן השיאה תשואה של 30.78% (לפני ניכוי מס ודמי הצלחה) ובכך המשיכה את הביצוע המוצלח של השנה שעברה. כפי שציינו במכתב השנתי של 2023, גם הפעם לצד שביעות הרצון על התשואה החיובית, אנחנו יודעים שהשקעה בשוק ההון היא עסק תנודתי ולא ליניארי. לכן, בדומה לדרך שבה נהגנו בימים הפחות טובים כך גם בתקופות המוצלחות יותר, אנחנו שומרים על אותו הלך רוח ומתייחסים לדיווח הנוכחי כאל נקודת זמן נוספת בתוך מסע ארוך טווח ביחד.

[1] התשואות בטבלה מוצגות שקלית וכוללות דיבידנדים. תשואות המדדים עשויות להשתנות בעקבות התאמות שנעשות במחירי הסגירה לאחר פיצולי מניות (splits), חלוקת דיבידנדים ו/או חלוקת רווחי הון
[2] תשואת הקרן מוצגת לאחר ניכוי דמי ניהול ולפני ניכוי דמי הצלחה ומס. 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 2024 נכונות ל-30/06/2024

סיכום חצי שנתי 2024

בהמשך ישיר לסוף השנה שעברה, הדיון הבולט שפתח את שנת 2024 היה הורדת הריבית הצפויה בארה"ב, כשבמרכזו השאלה האם ה-Federal Reserve (ה"פד"), יצליח לרסן את האינפלציה לטווח היעד ולהוריד את הריבית לפני שהכלכלה האמריקאית תיכנס למיתון?
ככל שהנתונים הכלכליים זרמו כך תחזיות האנליסטים והמשקיעים השתנו, ומאז תחילת השנה הציפיות להורדת ריבית נעו בממוצע בין הורדה אחת בלבד ועד לשש הורדות.

מטבע הדברים, עבור שוק ההון שמתעדף וודאות אפילו כשהיא מבשרת על כיוון שלילי, קשת רחבה מידי של ציפיות מתורגמת כמעט תמיד לתנודתיות גבוהה בשערי המניות. בזמן כתיבת שורות אלו עדיין לא ברור אם הפד הצליח להוביל את הכלכלה בארה"ב ל"נחיתה רכה" (Soft landing) או שמא המשק האמריקאי כבר במיתון, אך רצף אירועים שהתרחש בחודש האחרון חיזק באופן משמעותי את ההערכה כי כבר בפגישה הבאה של הפד בספטמבר יוחלט על הורדת ריבית, לראשונה מאז החל במדיניות העלאת הריבית המרסנת במרץ 2022.
בתחילת חודש אוגוסט, מספר נתונים כלכליים ערערו באופן משמעותי את חוזקן ויציבותן של הכלכלות העולמיות. השרשרת החלה עם צמיחה נמוכה מהצפוי בשוק התעסוקה האמריקאי שרמזה על האטה כלכלית והגיעה לשיא עם העלאת ריבית מצד הבנק המרכזי של יפן ששלחה את מדד הדגל במדינה, הניקיי (Nikkei), לצלילה חדה של יותר מ-12%. עקב כך, מפלס הלחץ של המשקיעים זינק והקפיץ את מדד הפחד (VIX) בשווקים לרמתו השלישית הכי גבוהה בהיסטוריה.

אל הירידות בתחילת אוגוסט הגענו עם כרית מזומן של כמעט 20% מהקרן, שטפחה באותם ימים בעקבות מכירתן של החזקות משמעותיות שלנו בדמות אפסילון ואלארום (הרחבה בפרק סקירת פורטפוליו), כך שניצלנו את ירידות השערים להגדלת פוזיציות מסוימות בתיק במחירים אטרקטיביים.

כאמור, עוד מוקדם להכריז על נחיתה רכה, אך באופן כללי, הורדת הריבית הצפויה אמורה להיטיב עם שווי החברות בשוק, מאחר שהאלטרנטיבה הבטוחה של קבלת ריבית של כ-5% תרד עם הזמן לכיוון ה-2%-3% ותאבד מהאטרקטיביות שלה לעומת שווקי המניות.

מבחינתנו בקרן, רוב ההחזקות שלנו גלובליות וגם אם הן נסחרות בארה"ב, ביצועיהן עמידים באופן יחסי למשברים. על פי הדוחות האחרונים שפורסמו, החברות בתיק צפויות להמשיך להגדיל את רווחיהן בשנים הקרובות, גם בתנאי מאקרו מורכבים יותר, כפי שהוכיחו בתקופות מאתגרות בעבר.

נרטיב נוסף שממשיך לבלוט בשוק הוא העניין ההולך ומתעצם בתחום ה-AI (Artificial Intelligence). מדד ה-S&P 500 עלה ב-19.49% בחצי השנה הראשונה של 2024, בעיקר תודות לשש המניות הגדולות (אפל, אנבידיה, מיקרוסופט, אלפאבית, אמזון ומטא) ובהובלת אנבידיה (Nvidia) ששווי השוק שלה כבר חצה את ה-3 טריליון דולר. בסך הכל, שווי השוק המצרפי של שלוש הגדולות

(אפל, אנבידיה ומיקרוסופט) כבר נוגע ב-10 טריליון דולר ומשקף תמחור יקר ביחס לרווחיות של החברות.

מהפכת ה-AI והתחמשות השבבים של החברות הגדולות נמצאת לפני הסופר-סייקל הבא ולמרות שלדעתנו בינה מלאכותית תתפוס נתח משמעותי בעולם העסקי בשנים הבאות, לא בטוח שהשווי הגבוה שאליו הגיעו חלק ממובילות התחום יחזיק בעתיד הקרוב. מכפילי הרווח של החברות הגדולות כבר מגיעים לטווח של 30-50, תמחור גבוה ביותר אותו אנו סבורים שלחלקן יהיה קשה להצדיק לאורך זמן.

בנוסף, כפי שכתבנו במכתבים קודמים, הפער התמחורי בין החברות הגדולות לקטנות מגיע לשיא כל הזמנים – מצב שמספק חלון הזדמנויות אטרקטיבי למציאת חברות שנמצאות מתחת לרדאר ועדיין מתומחרות בזול ביחס לשוויין ההוגן.
המציאות של היום מזכירה במקצת את הפופולריות הרבה לה זכה ה-S&P 500 בשנת 2000 בעקבות עליית האינטרנט. אולם, יש לזכור שלקח למדד 12 שנים לפרוץ את הנקודה הגבוהה אליה הגיע בשיא של 2000, כשבאותו פרק זמן המדד הישראלי ניצח את זה האמריקאי בפער, כך שבחירת השקעה במדד בהסתמך על ביצועי עבר בלבד עלתה למשקיעים בזמן רב של תשואה אפסית.
חשוב להדגיש כי אנחנו לא בהכרח טוענים שהשוק נמצא בבועה, מכיוון שהחברות המובילות מצוינות ורווחיות. יחד עם זאת, ייתכן שתמחורן הגבוה והעובדה שהן מהוות כשליש מסך המדד עלול להוות משקולת על התשואה שלו בשנים הבאות.

בגזרה המקומית, המלחמה הארוכה מכתיבה מציאות מאתגרת ביותר. המצב הביטחוני המורכב ששורר במדינה ממשיך להעיב ולהשפיע ישירות על כל אספקט משמעותי בישראל, ביניהם כמובן גם ההיבט הכלכלי. נתוני הכלכלה הישראלית לא מבשרים על כיוון חיובי. הגירעון הממשלתי מזנק (8.1% ביולי, מעל תקרת הגירעון שעומדת על 6.6% מהתמ"ג) והאינפלציה מרימה את ראשה (עלייה שנתית של 3.2% ביולי) בניגוד למגמה העולמית ודווקא לאחר שישראל הייתה מהראשונות לחזור ליעד יציבות המחירים, נתון שמקשה על נגיד בנק ישראל, פרופ' אמיר ירון, להוריד את הריבית (שעומדת על 4.5%, נכון לסוף אוגוסט). בעולם לא נותרים אדישים למצב ומספר חברות דירוג אשראי בינלאומיות הודיעו על הורדת הדירוג של ישראל במהלך שמשקף עלייה של פרמיית הסיכון של המדינה.

כפי שציינו בעבר, שגשוג ביטחוני-כלכלי-חברתי הוא אינטרס לאומי ואנו מייחלים לו גם על חשבון תוצאות קצרות טווח של הקרן, שמרוויחה מהחלשות השקל בשל החזקותיה הבינלאומיות. מעבר לכך, מרבית החברות הישראליות בתיק הקרן הן דואליות (נסחרות גם בחו"ל) ופעילותן בחו"ל ענפה, כך שרווחיהן שמתקבלים במטבעות זרים מקנים גידור לתנודתיות של השקל הישראלי בפרט ולשינויים בקצב הפעילות הכלכלית בארץ בכלל.

בשורה התחתונה, המציאות הנוכחית בארץ טומנת בחובה גורמי סיכון ואיומים רבים. אנחנו מודעים לכך ונוקטים בקפדנות וזהירות יתרה בהשקעות המקומיות בקרן תוך שינוי חשיפתנו לשוק הישראלי בהתאם להתפתחויות האזוריות.

סקירת פורטפוליו

בחלק זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 28 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב. נכון למועד כתיבת המכתב, אין בתיק החזקה שעולה על 10% מנכסי הקרן. כמו כן, תמהיל הקרן כולל החזקה של כ-95% במניות והיתר במזומן.

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 שמשמש כבעל השליטה העיקרי בחברה (ATHEX: EPSIL.AT).
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים החצי שנתי של 2022**

אפסילון פתחה את השנה מצוין ובדו"ח שהוציאה החברה ברבעון הראשון היא הציגה צמיחה של כ-42% במכירות וכ-36% באביטדה[5] ביחס לרבעון המקביל אשתקד. תוצאות אלו מרשימות עוד יותר לאור העובדה שהן עדיין לא כוללות את שיתוף הפעולה של החברה עם הבנק הלאומי של יוון (מערכת תשלומים משותפת בשם Epsilon Pay) שאמור להוות לה מנוע צמיחה משמעותי.

במאי האחרון קרן חיצונית (Ginger Digital BidCo) הציעה לקנות את החברה במחיר של 12 אירו למניה, בפרמיה של 20% ממחיר הסגירה. הקרן איחדה כוחות עם מנכ"ל אפסילון והבנק הלאומי של יוון, שהחזיקו כ-65% מסך המניות של החברה, וביחד הם ניסו להגיע לרף שנקבע להפרטתה שעמד על 90%. בתחילת אוגוסט הם הצליחו לחצות את היעד והם ייהנו מהפירות העתידיים של אפסילון כחברה פרטית שתימחק מהבורסה בקרוב.

בכך מסתיימת החזקתנו באפסילון, שהייתה השקעה מוצלחת בקרן – תשואה של יותר מ-100% (מחיר הקנייה הממוצע שלנו היה נמוך מ-6 אירו למניה) על חברה יוונית שנמצאת מתחת לרדאר של מרבית המשקיעים בשוק ההון והפכה לאחת הפוזיציות הגדולות בתיק. למרות הפרמיה הגדולה שהתקבלה מהפרטת החברה, להערכתנו, הגיע לאפסילון שווי גבוה משמעותית. יחד עם זאת, אנחנו עם הפנים קדימה להשקעות הבאות ויש לנו הרבה חברות מעולות בקנה.

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 השנתי של 2021**

[5] רווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות (EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)

מלי ממשיכה לבצע ברמה גבוהה ביותר באופן עקבי ונשארת חברת עוגן בפורטפוליו.
בתחילת אוגוסט החברה דיווחה דו"ח מצוין לרבעון השני של 2024 במהלכו היא צמחה בכ-42% במכירות (ל-5.07 מיליארד דולר) ביחס לרבעון השני של 2023. בנוסף, החברה סיפקה רווח תפעולי של 720 מיליון דולר, נתון שמעמיד את שולי הרווחיות התפעולית של מלי על 14.2%.

מעבר לצמיחה במכירות, כל המדדים החשובים (GMV[6], TPV[7] ומספר המשתמשים בפלטפורמה) של מלי ממשיכים להתקדם בקצב מהיר ולשקף את חוזקה של החברה. בזכות צמיחתה המהירה, התמחור של מלי מתכווץ מרבעון לרבעון כך שלמרות שמחיר המניה (NASDAQ: MELI) זינק בכ-28% מתחילת השנה ועד מועד פרסום מכתב זה, מלי עדיין מתומחרת כפי שתומחרה במשבר הסאב פריים ב-2008 ובמשבר עליית הריבית ב-2022.

עם track record של ביצוע מרשים ועמידות איתנה בעתות משבר, אנחנו מעריכים שבשנים הקרובות מלי תמשיך לצמוח במכירות בקצב מהיר תוך הגדלת שולי הרווח.

טלסיס הישראלית עוסקת בייבוא, שיווק והפצת מערכות, מכשור ורכיבים אלקטרוניים. היא בעלת ההחזקה בחברת בת בשם **וואריסייט**, שמפתחת ומייצרת מודולים ממוחשבים (System On Modules) ועליה מתבססת תזת ההשקעה שלנו בחברה.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2022**

בשנת 2022 טלסיס נהנתה מצבר הזמנות שגדל משמעותית בפרק זמן קצר ותורגם בהצלחה לזינוק חד ברווחיה בשנת 2023. אולם, לצד תוצאות יוצאות הדופן שסיפקה החברה, הצלחה זו הציבה לה רף גבוה להמשך. ברבעון הראשון של שנת 2024 טלסיס הציגה ירידה של כ-26% במכירות לעומת התקופה המקבילה בשנה שעברה, ולכן, לאחר שביצעה מתחת לציפיות שלנו החלטנו למכור את הפוזיציה בחברה.

בהסתכלות על התמונה הגדולה אנחנו מעריכים שטלסיס עדיין השקעה טובה בטווח הבינוני-ארוך. כאמור, החברה אמנם לא הצליחה לשחזר את הצמיחה של 2023, אך תוצאות הרבעון הראשון של השנה עדיין גבוהות באופן משמעותי מאלו של הרבעון הראשון של 2022.
יחד עם זאת, אנחנו מעדיפים לנהוג בשמרנות ולנקוט משנה זהירות, על אחת כמה וכמה כשיש לנו הזדמנויות מעניינות אחרות על המדף.

בסך הכל, ההשקעה בטלסיס הייתה מוצלחת עבורנו בקרן. פתיחת הפוזיציה בחברה התבצעה במהלך שנת 2022 במחיר נמוך מ-130 ש"ח למניה ואת רוב ההחזקה מכרנו במחירים שנעים בין 200 ל-230 ש"ח.
נמשיך לעקוב אחרי ביצועיה של טלסיס וייתכן שנחזור להשקיע בחברה במקרה שהיא תחזור לצמוח ו/או תגיע לטווח מחירים נמוך מספיק (כיום נסחרת בסביבות ה-175 ש"ח למניה) שיעניק לנו מרווח ביטחון גדול לפתיחת פוזיציה מחודשת.

---

[6] נפח סחורה (Gross Merchandise Volume) – סך הסחורה שעוברת בפלטפורמת המסחר המקוון של מלי
[7] נפח תשלומים (Total Payment Volume) – סך התשלומים שמבוצעים בפלטפורמת התשלומים של מלי

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 ברוב רחבי העולם. החברה הופרדה בספין אוף והחלה להיסחר בבורסה הנורווגית (OSE: OTL.OL) בתחילת שנת 2022.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים החצי שנתי של 2023**

מצבה העסקי של OTL ממשיך להשתפר למרות שמתחילת השנה עדיין לא ניתן לכך ביטוי משמעותי בשער המניה. בשבוע שעבר החברה הוציאה דו"ח טוב שהראה צמיחה של כ-7% בחציון הראשון של שנת 2024 לעומת התקופה המקבילה ב-2023. בנוסף, OTL סיפקה תחזית חיובית לשנת 2025. הנהלת החברה אישרה את הלך הרוח האופטימי שעלה מקריאת הדו"ח בשיחת הועידה שנערכה לאחר פרסומו.

OTL נהנית מהרוח הגבית בתעשיית הנפט והאנרגיה המתחדשת ובזכות חוזים מובטחים לשנים רבות קדימה ומאזן חזק, החברה צפויה להחזיק היטב גם בתקופות של תנודתיות סבירה במחיר הנפט. להערכתנו, החברה מתומחרת במכפיל אביטדה נמוך מ-3 על שנת 2024. במבט רחוק יותר על שנת 2025, החברה מתומחרת במכפיל אביטדה של 2 ומכפיל תזרים מזומנים חופשי נמוך מ-5. בנוסף, כשלוקחים בחשבון תשואת דיבידנד נוכחית של כמעט 10%, OTL עדיין זולה מאוד בכל קנה מידה כך שאנחנו אופטימיים לגבי תרומה עתידית נוספת שלה לתשואת התיק.

פלוס500 (Plus500) היא חברה ישראלית המפעילה פלטפורמה למסחר בחוזי הפרשים (CFD). 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.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2021**

פלוס רשמה חציון ראשון טוב מאוד ולמרות הזינוק במחיר המניה (LSE: PLUS.L) היא עדיין מתומחרת בזול. נכון לסוף אוגוסט 2024, פלוס בקצב רווח נקי של כ-300 מיליון דולר בשנה בזמן שהיא מחזיקה יותר ממיליארד דולר מזומן בקופה. נתונים אלו משקפים מכפיל שווי תפעולי נמוך מ-5 בניכוי מזומן, עוד לפני שלוקחים בחשבון שבתחילת אוגוסט מדד הפחד (VIX) קפץ לרמות דומות לתקופת הקורונה ומשבר הסאב פריים של 2008.
כזכור, ה"בלאגן" בשווקים מיטיב עם פלוס ומגדיל את רווחיה, שכן תנודות קיצוניות מובילות סוחרים לבצע מספר רב יותר של פעולות בפלטפורמת המסחר שלה.

בנוסף, כיסי המזומן העמוקים של החברה מאפשרים לה להמשיך במדיניות חלוקת הדיבידנדים ותכנית הבייבק (Buyback) שמעניקות תשואה דו ספרתית שנתית גבוהה גם במחיר הנוכחי. מאז שפלוס העלתה קצב בתכנית הבייבק שלה (לפני פחות מחמש שנים) היא צמצמה את כמות המניות הנסחרות ביותר מ-35%, מהלך שהניב עלייה של יותר מ-50% ברווח פר מניה ללא קשר לשיפור שנרשם בתוצאות החברה.

נכון למועד פרסום מכתב זה, שווי החברה עומד על כ-2.55 מיליארד דולר כשהדיבידנדים והבייבקים של פלוס צפויים להסתכם בכ-360 מיליון דולר במהלך שנת 2024 – תשואה של כ-15% על מחיר המניה הנוכחי, זאת בנוסף לזינוק שהיא רשמה (כ-55%) מאז תחילת השנה.

להערכתנו, התמחור הזול במיוחד של החברה יחד עם ציפיות אופטימיות לחציון שני מוצלח מאוד בעקבות קפיצת ה-VIX, מציבים את פלוס במשוואת סיכוי-סיכון אטרקטיבית ביותר גם כיום.

עד כה עדכנו לגבי חמש חברות עליהן כבר כתבנו במכתבים בעבר. כעת נציג מקרה מיוחד בו זיהינו חברה קטנה שנמצאת בנקודת מפנה מהותית בעסק שלה והצלחנו לנצל את הדינמיקה שנוצרה סביבה בשוק לטובת יצירת רווח גבוה ומהיר בקרן.

אלארום (Alarum), חברה ישראלית דואלית שנסחרת בארץ ובארה"ב (NASDAQ: ALAR), היא ספקית גלובלית של פתרונות גישה לאינטרנט. כיום, אלארום עוסקת בתחום הדאטה ומציעה כלים מתקדמים לאיסוף, ניתוח והפקת נתונים מקוונים, אך היא החלה את דרכה בתחום אבטחת הסייבר כמפתחת פתרונות תוכנה וספקית שירותים.

שוק הסייבר העמוס והתחרותי הוביל את אלארום לבצע שינוי עסקי משמעותי. בשנת 2019 החברה רכשה את NetNut (נטנט) שפועלת בתחום ה-Data Scraping (איסוף וחילוץ מידע בזמן אמת), תעשייה מתפתחת שצפויה לצמוח בקצב דו ספרתי בעשור הקרוב. במשך מספר שנים נטנט הקימה עשרות מיליוני שרתים ונקודות IP (Internet Protocol) מהם היא מקבלת נתונים ואוספת מידע בזמן אמת ממקומות שונים ברחבי העולם באופן חוקי, זמין וחינמי. חברות וארגונים גדולים משתמשים בשירותי החברה שמסייעים להם בקבלת החלטות מבוססות נתונים.
בעקבות הצלחתה הגדולה של נטנט, אלארום הבינה שמתפתח לה עסק עם פוטנציאל גדול ולכן היא שינתה מיקוד והקצתה יותר ויותר כספים ומשאבים לעבר החברה הנרכשת, שהיום כבר מהווה כמעט את כל המכירות והרווחים של החברה.

את המעקב שלנו אחר אלארום התחלנו בסוף השנה שעברה. בינואר 2024 החברה פירסמה דו"ח עם תוצאות הרבעון הרביעי שלה לשנת 2023 בו היא הראתה רווחיות רבעון שני ברצף והחלטנו לפתוח פוזיציה בשערים שנעו בין 9-10 דולר למניה. למרות שרכשנו אותה בזמן שמחיר המניה זינק, הערכנו שהשוק עדיין לא מגיב במלואו לשינוי המיקוד של החברה ומתמחר אותה בחסר.

למעשה, על אף העלייה במחיר המניה באותה נקודת זמן, ניתוח מעמיק של דוחות החברה העלה שהשוק עדיין נותן משקל גדול לעסק הישן והדועך של החברה כך שאלארום מתומחרת בחסר עמוק ביחס לעסקי הליבה החדשים שלה שהפכו לרווחיים. מקרים מיוחדים כאלו קורצים לנו מאוד, בעיקר מפני שאנחנו מזהים הזדמנות לנצל מצב אסימטרי בשוק לטובתנו – הפעם בדמות חברה קטנה רגע לפני פריצה שעדיין מתומחרת במחיר שלא משקף את ערכה ההוגן.

פתיחת הפוזיציה באלארום התבצעה כשהיא נסחרה בשווי של 70 מיליון דולר (כ-10 דולר למניה) והחזיקה קרוב ל-10 מיליון דולר מזומן בקופה. כלומר, השווי התפעולי של החברה היה כמעט 60

מיליון דולר עם קצב רווחיות שנתי של כמעט 9 מיליון דולר (מכפיל אביטדה של 6-7) כשהיא רושמת צמיחה של יותר מ-100% במכירות ואף יותר בשורת הרווחיות. נתונים יוצאי דופן מכל הבחינות.

בזמן קצר יחסית של פחות מחצי שנה המניה כבר נגעה ב-46 דולר, ולאחר שבחודש יולי אלארום עדכנה על האטה מסוימת בקצב הצמיחה ברבעון השני, החלטנו למכור כמעט את כל ההחזקה בחברה במחירים של מעל 40 דולר למניה. אמנם אלארום לא הייתה יקרה מאוד באותה נקודת זמן ונסחרה בשווי שוק גבוה מ-300 מיליון דולר (מכפיל אביטדה של כ-25), אך משוואת הסיכוי-סיכון השתנתה לחלוטין ולכן העדפנו למכור ולגרוף תשואה של מעל פי 4 ממחיר הקנייה המקורי שלנו.

כמו כן, זמן לא רב לאחר המכירה שלנו גם מנכ"ל אלארום הודיע על מכירת חלק גדול מהחזקותיו בחברה. מבחינתו, זו החלטה מובנת שכן הוא השיא תשואה חלומית של כפי 10 בזמן קצר. אך מבחינתנו, כמובן שזוהי פעולה שאנחנו לא מעוניינים לראות בחברות שבהן אנחנו מחזיקים. מייסדים שמוכרים את מניותיהם בחברה מבצעים מהלך לגיטימי לחלוטין, אך עבורנו צעד כזה תמיד מעלה דגל אדום, במיוחד כשמדובר במכירה של רוב המניות בזמן קצר.
בנוסף, לפני מספר ימים החברה דיווחה על ביצועיה ברבעון השני של 2024. לראשונה, דו"ח זה כלל תחזית קדימה שהראתה דעיכה ברבעון השלישי לעומת הרבעון השני והוסיפה לירידות במחיר המניה שכבר נעה בין 12-13 דולר.

כמו תמיד, אנחנו לא מהססים להיות גמישים ודינמיים. קבלת ההחלטות שלנו מתבצעת תוך התמקדות בעובדות ונתונים שמשקפים את מצב העסק באופן העדכני ביותר. נכון לעכשיו, אנחנו עוקבים מהצד אחרי אלארום (נשארנו עם פוזיציה כמעט אפסית) ובוחנים האם התקלה הייתה חד פעמית וצמיחת החברה תואץ בחזרה או שיש כאן בעיה מבנית ועמוקה יותר. נמתין לדוחות נוספים ובמקרה שהמחיר עדיין יהיה אטרקטיבי נשקול לבנות פוזיציה פעם נוספת ובזהירות.

ההחזקה שלנו באלארום מהווה דוגמה לרובד נוסף באסטרטגיית ההשקעה שלנו בקרן. למרות שאנחנו נכנסים לכל חברה בפורטפוליו מתוך שאיפה לשותפות ארוכת טווח, אם המניה עולה בקצב מהיר משמעותית מהתקדמות העסק ומשיאה לנו תשואה מצוינת של מספר שנים או אפילו עשור (כ-300%) בפרק זמן של מספר חודשים – אנחנו לא נהסס למכור ולייצר תחלופה בתיק. מעבר לכך, מהלך זה מקבל משנה תוקף במיוחד כשיש לנו ברדאר לא מעט אלטרנטיבות דומות בשוק בדמות חברות מצוינות שנסחרות במחירים זולים.
הזדמנויות כאלו צריך לדעת לזהות וחשוב לדעת לנצל, שכן תרומתן רבה ביותר עבור תשואת השותפים בקרן, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך.

עם הפנים להמשך שנת 2024

הנושאים המרכזיים שליוו אותנו עד כה השנה צפויים לבלוט גם בהמשך 2024. הנתונים הכלכליים שיפורסמו בארה"ב (בעיקר מדד המחירים לצרכן ודו"ח התעסוקה המתפרסמים מידי חודש) ינחו את קצב וגודל הורדות הריבית של הפד בוועידות המוניטריות שנותרו עד לסוף השנה, כשהשאלה

העיקרית שעדיין עומדת בעינה היא האם המשק האמריקאי בדרך לנחיתה רכה או שהסדקים שנראו לאחרונה בכלכלה האמריקאית מבשרים על מיתון?
בכל מקרה, גם אם תרחיש של האטה כלכלית יגיע אנחנו ערוכים להגיב בהתאם ואופטימיים שנדע להפוך אותו להזדמנות שתניב לקרן תשואה נוספת בטווח הארוך.

בישראל, לצערנו, מלחמת "חרבות ברזל" תמשיך לגבות מחירים כבדים שישפיעו על המדינה ברמה הביטחונית, חברתית ואזרחית עוד שנים רבות. מבחינה כלכלית, האתגרים שעומדים בפנינו חשובים, מורכבים ובעלי השפעה עמוקה על עתיד המשק הישראלי, בטווח הקצר והארוך. כולנו תקווה שמקבלי ההחלטות יתעלו לגודל השעה ויתרכזו במתן פתרונות לנושאים הבוערים שנמצאים על סדר היום בארץ.

בהסתכלות פנימית על הפעילות שלנו, העובדה שהקרן השיאה תשואה מצוינת בחציון הראשון של השנה לא מסיטה אותנו מהדרך שלנו, ואנחנו ממשיכים להתמקד בחברות צומחות ורווחיות, שמקבלות רוח גבית בסקטור הפעילות שלהן ומנוהלות על ידי הנהלות חזקות.
כמו כן, למרות עליות מחירים בחלק מהחברות בקרן, רוב החברות בתיק נסחרות במכפילים נמוכים ביותר ביחס לביצועיהן העסקיים החזקים. לכן, להערכתנו, לפורטפוליו הנוכחי יש מסלול צמיחה ארוך לפניו כשהשווי ההוגן של חברות רבות עדיין לא מגולם במחיר המניה שלהן. בנוסף, אנחנו ממשיכים לאתר ולהוסיף הזדמנויות השקעה חדשות ואטרקטיביות לרשימת המעקב שצומחת גם היא.

אנחנו מאחלים לחזרתם המהירה של החטופים והחטופות ושולחים ברכת שלום לחיילי וחיילות צה"ל, כוחות הביטחון ולכל השותפות והשותפים בקרן נענע לונג קפיטל ובני משפחותיהם שלוקחים חלק בלחימה, בחזית ובעורף.

בברכה,

אבי אליהו	נועם מטלון
שותף מייסד, מנכ"ל	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.