שותפות ושותפים יקרים,

אנחנו שמחים לשתף אתכם בתוצאות חצי השנה הראשונה של 2025, שמהווה המשך ישיר לתקופה מצוינת עבור הקרן. בששת החודשים הראשונים של השנה, נענע לונג קפיטל השיאה תשואה של 42.09% (לפני מס ודמי הצלחה), תשואה עודפת באופן ניכר על מדדי הייחוס המובילים.

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%	0.36%	4.45%	17.37%
2022	-23.33%	-7.65%	-7.34%	-11.82%
2023	33.96%	26.03%	30.16%	4.07%
2024	57.92%	18.10%	25.71%	28.61%
2025[4]	42.09%	1.98%	-1.81%	24.54%
תשואה מצטברת	113.55%	40.67%	55.51%	72.50%

כפי שאנו נוהגים להדגיש, ביצועים תקופתיים הם חשובים, אך אינם תכלית הקרן. המיקוד שלנו נותר תמיד ביצירת ערך מתמשך עבור שותפינו.

עשרות שנות ניסיון בספורט תחרותי לימדו אותנו שהרגע שבו מנצחים משחק הוא גם הרגע להתחיל להתכונן למשחק הבא. זו בדיוק הגישה שבה אנחנו נוקטים למעלה מעשור בשוק ההון. מבחינתנו, תוצאות העבר הן כבר היסטוריה, ואנחנו עם הפנים קדימה, ממשיכים לחפש ולבחור חברות איכותיות שביצועיהן יובילו את הקרן לשיאים חדשים גם בעתיד.

לפני שניכנס לסקירה התקופתית, ברצוננו לחזק אתכם ואת משפחותיכם בתקופה רגישה זו. ליבנו עם חיילי וחיילות צה"ל, כוחות הביטחון וכל משפחות החטופים. אנו מאחלים לשובם במהרה, לבריאות טובה ולשגרה בטוחה בהקדם לכל בית בישראל.

[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 2025 נכונות ל-30/06/2025

סיכום חצי שנתי 2025

המחצית הראשונה של 2025 התנהלה בצל מדיניות המכסים של ממשל טראמפ, שהייתה גורם מרכזי לתנודתיות בשווקים. הציפיות הגיעו לשיא בחודש אפריל, אז התממש חשש המשקיעים ונרשם תיקון חד במדדים המובילים. מעבר לפגיעה הישירה בסנטימנט, למדיניות זו פוטנציאל אינפלציוני מובהק: העלאת תעריפים על סחורות מיובאות יוצרת לחצים לעליית מחירים ומצמצמת את מרחב התמרון של הבנקים המרכזיים להפחתת ריבית, גם על רקע סימני האטה כלכלית.

כמו תמיד, אנחנו קשובים להתפתחויות המאקרו-כלכליות, אך ביצועי ודוחות החברות הם שמנחים אותנו בקבלת ההחלטות בקרן.

במקביל, התפוצצות הבינה המלאכותית (AI) ממשיכה להיות אחד ממנועי הצמיחה המרכזיים של התקופה ומהווה זרז להשקעות ענק בתשתיות הפיזיות המאפשרות אותה. ההתפתחות המואצת של התחום והטמעתו הגוברת בתעשייה מחייבות הקמה של מרכזי נתונים (Data Centers) מתקדמים, ולכן אנחנו מזהים כי ההזדמנויות חורגות הרבה מעבר לביקוש הברור לשבבים הייעודיים עצמם. למעשה, הדורות החדשים של השבבים המיועדים לשימושי AI מניעים שרשרת ערך רחבה: מהקמת מרכזי נתונים, דרך שדרוג מערכות חשמל, קירור ותקשורת, ועד להשקעות משמעותיות ביכולות ייצור אנרגיה. בתוך המערכת האקולוגית הזו אנו מתמקדים באיתור תחומים נישתיים וחברות מפתח שנהנות מהביקוש הגואה, אך תמחורן טרם משקף את פוטנציאל הרווח האמיתי שלהן.

המגמה הזו התחזקה עוד יותר במחצית הראשונה של השנה, ולהערכתנו תמשיך להוביל בשוק בשנים הקרובות. בהתאם לכך, אנחנו מתמקדים בחברות בעלות יתרון תחרותי מובהק, בהן נביוס (Nebius) וקוולִיטאו (Qualitau), שעליהן נרחיב בהמשך בסקירת הפורטפוליו. לצד אלו, אנחנו ממשיכים לחקור חברות נוספות שצפויות ליהנות מהמגמה, ואף פתחנו פוזיציות חדשות בחברות מעניינות בתחום.

בזירה המקומית, המחצית הראשונה של השנה התאפיינה בהמשך מלחמת "חרבות ברזל" ובהסלמה ישירה מול איראן, כאשר השיא הגיע במבצע "עם כלביא" באמצע יוני, שבמהלכו הופצצו מתקנים גרעיניים באיראן לצד נפילות ופגיעות ברחבי הארץ.

למרות המצב הביטחוני, החברתי והפוליטי המורכב, השוק המקומי הפגין עמידות מרשימה.

סקירת פורטפוליו

בחלק זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 24 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב, מתוכן 18 חברות מרכזיות המהוות כ-80% מתיק הקרן. נכון למועד כתיבת המכתב, תמהיל הקרן כולל החזקה של כ-89% במניות והיתר במזומן.

נביוס (Nebius) היא חברת ענן גלובלית המתמקדת בשירותי AI, שנולדה מתוך יאנדקס (Yandex) לשעבר. באוקטובר 2024 נרשמה החברה למסחר ב-Nasdaq, וכבר כיום היא נמנית עם השחקניות הבולטות בתחום מרכזי הנתונים הייעודיים ל-AI, אחד השווקים הצומחים ביותר בעולם, הצפוי להגיע למאות מיליארדי דולרים בשנים הקרובות.

כאמור, הסיפור של נביוס מתחיל עם ענקית הטכנולוגיה הרוסית יאנדקס, שהוקמה ב-1997 על ידי היזם הישראלי-יהודי ארקדי וולוז' (Arkady Volozh). בתוך שנים ספורות הפכה יאנדקס למנוע החיפוש הדומיננטי ברוסיה והתפתחה לאקו-סיסטם טכנולוגי שלם שזכה לכינוי "הגוגל של רוסיה". החברה השיקה שירותים מגוונים שהשתלבו בחיי היומיום של מיליוני רוסים, החל משירותי דיגיטל (אימייל, מפות, מוזיקה), דרך שירותי מוניות ופיתוח רכבים אוטונומיים, ועד למסחר מקוון וחטיבת ענן. בשנת 2011 הונפקה יאנדקס ב-Nasdaq והפכה לחברת טכנולוגיה גלובלית מוערכת, עם שווי שוק שהגיע בשיאו לעשרות מיליארדי דולרים.

הפלישה הרוסית לאוקראינה בפברואר 2022 טלטלה את החברה והובילה לעזיבה נרחבת של אנשי מפתח, בהם המייסד והמנכ"ל וולוז' לצד מאות מפתחים ומהנדסים בכירים, במחאה על המלחמה ומתוך חשש לגיוס. נכסי החברה ברוסיה נמכרו, ומתוך החטיבות הבינלאומיות נולדה מחדש חטיבת הענן המבטיחה כחברה עצמאית ובלתי תלויה בשם נביוס.

נביוס מביאה עמה יכולות טכנולוגיות עמוקות ומומחיות מוכחת בבניית מרכזי נתונים ייעודיים ל-AI, ניסיון שנצבר עוד בתקופת יאנדקס, שהייתה בין המשתמשות הראשונות בטכנולוגיות AI מסחריות. הידע, ההון האנושי וההתנסות רבת השנים בהקמת וניהול תשתיות ענן מאפשרים לנביוס להשיג רמת יעילות תפעולית שאינה נופלת מזו של ספקיות הענן הגדולות (Hyperscalers), ועולה משמעותית על זו של מתחרות הנישה החדשות (Neoclouds).

הצעת הערך של נביוס מאפשרת לה למשוך פלחי שוק מגוונים ואסטרטגיים, החל מסטארטאפים ועד תאגידים וגופים ממשלתיים. בניגוד לשחקנים שמתבססים על השכרת כוח עיבוד (GPU Reselling) בלבד, נביוס פועלת לפי מודל של פתרונות מקצה לקצה ושירותי ערך מוסף מותאמים אישית לצורכי הלקוח. בכך היא נהנית משולי רווח גבוהים יותר, ובמקביל מייצרת "דביקות לקוחות" (Customer Stickiness) חזקה, שמספקת בסיס להכנסות יציבות וצומחות לאורך זמן. בטווח הבינוני מעריכה החברה כי תגיע לרווחיות תפעולית של מעל 30%, בדומה לחלק מענקיות הענן המובילות בעולם כיום.

תחום השכרת כוח העיבוד (GPU-as-a-Service) נהנה כיום מרווחיות גבוהה, אך אנו מודעים לסיכון של תיקון משמעותי במחירי החומרה. ירידה חדה במחירי המעבדים עלולה להביא לפחת מואץ ולירידת ערך בציוד שנרכש במחירים גבוהים.

תזת ההשקעה שלנו בנביוס כבר מגלמת אפשרות זו. בתרחיש כזה, אנו צופים תהליך של קונסולידציה בשוק, שבו ישרדו רק שחקניות בעלות איתנות פיננסית ויכולת מוכחת לספק ערך מוסף מעבר להשכרת חומרה. לעומתן, שחקניות קטנות יותר, שהמודל העסקי שלהן מתבסס על ארביטראז' זמני במחירי החומרה בלבד, יתקשו להתחרות וצפויות להיפלט מהשוק.

תרחיש זה, אם יתממש, יהווה דווקא הזדמנות אסטרטגית עבור נביוס. "ניקוי השוק" מהמתחרות החלשות יחזק את מעמדה ויאפשר לה להגדיל את נתח השוק שלה. גם אם בטווח הקצר תירשם פגיעה זמנית ברווחיות, אנו מעריכים כי בטווח הבינוני והארוך נביוס תצא מחוזקת ותבסס את עצמה כשחקנית מובילה ומרכזית בשוק בוגר ויציב יותר.

מעבר לכך, לנביוס מספר יתרונות תחרותיים שלדעתנו השוק טרם מתמחר במלואם:

- **הון אנושי יוצא דופן –** לנביוס הצטרפו כמעט 1,000 מתכנתים שעזבו את יאנדקס לאחר הפלישה לאוקראינה. מדובר בכוח אדם מנוסה שבנה והפעיל מערכות ענן מורכבות ושילב טכנולוגיות AI עוד לפני התפוצצות התחום בתקופה הנוכחית. הניסיון, הידע והכישרון שהם מביאים איתם מספקים לנביוס בסיס חזק שמאפשר לה לבנות תשתיות ענן בקצב מהיר ובאיכות גבוהה.
לאחרונה התפרסמו ידיעות על הצעות שכר ותנאים בהיקפים של עשרות ואף מאות מיליוני דולרים למומחי AI בחברות מובילות, עדות לחשיבות האדירה של ההון האנושי בתחום. איננו טוענים שזה השווי של אנשי נביוס, אך אין ספק שהם נכס משמעותי עבור חברה חדשה שקיבלה אותם כ"חבילה" מוכנה.

- **יתרון עלות ויעילות תפעולית –** נביוס בונה בעצמה את מרכזי הנתונים (in-house), נהנית מהיכרות עמוקה עם ספקי החומרה ומשיגה עלויות נמוכות משמעותית ביחס למתחרות. בנוסף, נביוס מציגה מדד PUE (Power Usage Effectiveness), מדד ליעילות אנרגטית של מרכזי נתונים, מהטובים בתעשייה, ברמה שמתחרה בענקיות הענן הגדולות.

- **קשר אסטרטגי עם Nvidia –** יאנדקס הייתה בעבר אחד מלקוחות ה-GPU הגדולים של אנבידיה, והקשר ההדוק נמשך גם היום. נביוס מקבלת גישה מוקדמת למעבדים החדשים והטובים ביותר, כאשר Nvidia גם השקיעה ישירות בהנפקת החברה באוקטובר 2024.

- **יתרון אסטרטגי כפול בשוק האירופי –** מרכזי הנתונים של נביוס ממוקמים במדינות צפוניות כמו פינלנד ואיסלנד, מה שמאפשר התייעלות אנרגטית טבעית והפחתת עלויות קירור. לצד יתרון כלכלי-סביבתי זה, נביוס ממוצבת כספקית ענן אירופאית מובילה שמהווה אלטרנטיבה אטרקטיבית עבור ממשלות ותאגידים באיחוד האירופי השואפים להפחית את התלות בענקיות האמריקאיות ולחזק את הריבונות הדיגיטלית שלהם.

מעבר לעסקי הליבה של תשתיות הענן, לנביוס פורטפוליו השקעות בחברות טכנולוגיה חדשניות עם חיבור ישיר לעולמות ה-AI והדאטה. השקעות אלו מהוות נכס פיננסי ואסטרטגי, שמחזק את האקו-סיסטם שסביב נביוס ומייצר אפסייד משמעותי נוסף מעבר לפעילות המרכזית.

- **ClickHouse –** פלטפורמה מובילה לניתוח נתונים בזמן אמת בהיקפים עצומים, המותאמת במיוחד ליישומי AI. נביוס מחזיקה כ-28% מהחברה, ששווייה האחרון נקבע על כ-6 מיליארד דולר.

- **Toloka –** מפתחת פתרונות דאטה שמשלבים בין מומחיות אנושית לאוטומציה, במטרה להאיץ פיתוח מודלי AI. בחודש מאי האחרון קיבלה השקעה זו חותמת משמעותית כאשר Bezos Expeditions, זרוע ההשקעות של מנכ"ל אמזון לשעבר, ג'ף בזוס (Jeff Bezos), נכנסה כמשקיעה מובילה, כשגם ה-CTO של Shopify, מיכאיל פארחין (Mikhail Parakhin), לקח חלק בהשקעה. השווי שנגזר בסבב האחרון משקף לנביוס החזקה בשווי של מאות מיליוני דולרים.

- **AvRide –** חברת רכב אוטונומי ורובוטי משלוחים עם שיתופי פעולה בינלאומיים עם חברות גדולות דוגמת Uber, Hyundai, Rakuten ו-Grab. למעשה, לולא פרוץ המלחמה ברוסיה-אוקראינה, AvRide הייתה צפויה להתחיל לפעול ברוסיה כחצי שנה לפני Waymo של גוגל, שנחשב לסטארטאפ הנהיגה האוטונומית המוביל בעולם, שמוערך בעשרות מיליארדי דולרים. בהערכה שמרנית, AvRide שווה 2-4 מיליארד דולר, בהתאם לרף הנמוך של סטארטאפים בתחום הנהיגה האוטונומית.

- **TripleTen –** אקדמיה דיגיטלית להכשרת מתכנתים ומדעני דאטה לעולמות ה-AI, שהחזקת נביוס בה מוערכת במאות מיליוני דולרים.

להערכתנו, ארבע ההחזקות האלו שוות כבר כיום לפחות כ-4 מיליארד דולר, עם אפסייד משמעותי בהמשך. נביוס כבר הצהירה כי בכוונתה להשתמש בשווי ההחזקות האלו כמנוע צמיחה להשקעות חוזרות בעסק הליבה: תשתיות ושירותי ענן ל-AI. לכך מצטרף מאזן חזק במיוחד, הכולל כ-1.7 מיליארד דולר מזומן (לאחר השקעות מסיביות בחודשים האחרונים). מכלול זה מספק לנביוס עוצמה פיננסית ותמיכה משמעותית בצמיחה המואצת של עסקי הליבה.

התחלנו לקנות את מניות נביוס מתחת ל-30 דולר למניה (NASDAQ: NBIS). בהמשך המניה עלתה בחדות כמעט ל-50 דולר וירדה באפריל מתחת ל-20 דולר, שם ניצלנו את ההזדמנות להגדיל את הפוזיציה. מחיר הקנייה הממוצע שלנו בקרן עומד על כ-25 דולר למניה.

במחיר זה שוויה של נביוס עמד על כ-6 מיליארד דולר, כאמור כשלחברה מאזן חזק במיוחד כתוצאה ממכירת נכסי יאנדקס וההחזקות החיצונית בשווי שמרני של כ-4 מיליארד דולר. למעשה, על פי מספרים אלו, נכנסו לנביוס בשווי תפעולי כמעט שלילי, שכן שווי המזומן (כ-1.7 מיליארד דולר) וההשקעות (כ-4 מיליארד דולר) כמעט וכיסה את שווי השוק כולו (כ-6 מיליארד דולר). כלומר, השקעה מבטיחה בחברה איכותית וצומחת עם דאונסייד מוגבל מאוד עבורנו.

גם היום, לאחר רבעון שני חזק במיוחד בשנת 2025 והעלאת תחזיות אגרסיבית, נביוס נותרה בתמחור אטרקטיבי. בשער של כ-70 דולר למניה שוויה של החברה עומד על כ-16 מיליארד דולר, אך במקביל היא העלתה תחזיות וצופה להכנסות חוזרות שנתיות (ARR[5]) של 900 מיליון דולר עד 1.1 מיליארד דולר כבר ב-2025, לעומת תחזית מוקדמת של 500 מיליון דולר עד מיליארד דולר. מדובר בצמיחה מטאורית עבור חברה שהונפקה רק בסוף 2024 והתחילה כמעט מאפס.
כמו כן, מספר החוזים שנחתמו ומרכזי הנתונים שהוקמו בחודשים האחרונים ממחישים היטב את רמת ה-execution יוצאת הדופן של החברה. הביקוש לשירותי AI ותשתיות ענן מתקדמות נמצא כיום בתנופה אדירה, כפי שניתן לראות גם מדוחות ענקיות הענן שמתקשות לעמוד בביקוש ומאיצות השקעות במיליארדים במרכזי נתונים.

מעבר לכך, החברה הצהירה כי עברה לרווחיות תפעולית (אביטדה[6]) ברבעון השני, מוקדם בהרבה מהציפיות המקוריות. לפי דברי ההנהלה, ובראשם ארקדי וולוז' שמשמש כמנכ"ל נביוס, החברה מקדימה את היעדים גם מבחינת הקיבולת התפעולית שלה. אם בעת ההנפקה הצפי עמד על 150MW (מגה וואט), הרי שכיום נביוס צופה להגיע ל-1,000MW (1GW – ג'יגה וואט) עד סוף 2026. כלומר, קפיצת קיבולת משמעותית בתוך חודשים ספורים.

לכן, גם בשווי של 16 מיליארד דולר כיום, בניכוי שווי ההחזקות (כ-4 מיליארד דולר) והמזומן בקופה (כ-1.7 מיליארד דולר), שממילא מיועד להשקעה בעסקי הליבה, נקבל שווי תפעולי (EV[7]) של כ-12 מיליארד דולר. מולו אנו מעריכים כי ה-ARR יגיע לכ-3 מיליארד דולר בשנת 2026 עם המשך צמיחה מהירה בשנים הקרובות. המשמעות היא EV/ARR סביב ה-4 לשנת 2026, מכפיל נמוך באופן קיצוני לחברה בצמיחה כה חזקה עם שולי רווח שצפויים להגיע לרמות של כ-25%-30% בבגרות.

בהתאם לכך, עם המשך צמיחה מהירה, בתוך 3-4 שנים נביוס צפויה להגיע ל-10 מיליארד דולר הכנסות עם רווח תפעולי של 2-3 מיליארד דולר. בהנחת מכפיל רווח של 25 לחברת צמיחה איכותית הפועלת באחד התחומים החמים ביותר בשוק, נקבל שווי של 50-75 מיליארד דולר (שער מניה של 210-330 דולר), לעומת 16 מיליארד כיום (שער מניה של 70 דולר). כלומר, אפסייד של פי 3-5 על מחיר המניה בתוך 3-4 שנים.

בשורה התחתונה, ההשקעה בנביוס ממחישה היטב את אסטרטגיית הקרן: חברה בעלת יתרון תחרותי מובהק, שוק יעד עצום בצמיחה מואצת, הנהלה מוכחת ומאזן חזק שמגבילים את הדאונסייד ומציעים אפסייד חריג. נביוס מהווה דוגמה מצוינת לאופן שבו אנחנו מחפשים לייצר ערך לשותפינו לאורך זמן.

סי לימיטד (Sea Limited) היא חברת טכנולוגיה גלובלית ומובילת שוק הפועלת בדרום מזרח אסיה ובאמריקה הלטינית. לסי שלושה עסקי ליבה עיקריים; מסחר מקוון, בידור דיגיטלי ומשחקים, ותשלומים דיגיטליים.

*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2021**

[5] הכנסות חוזרות שנתיות (ARR – Annual Recurring Revenue)
[6] אביטדה = רווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות (EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)
[7] שווי תפעולי = שווי שוק ועוד חובות החברה בניכוי מזומנים ושווי מזומנים (EV – Enterprise Value)

סי הציגה רבעון שני מרשים עם תאוצה עסקית בכל חטיבות הפעילות המרכזיות שלה. ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2024, החברה רשמה צמיחה בהכנסות של כ-38% וזינוק יוצא דופן של כ-84% באביטדה המתואם שהגיע ל-830 מיליון דולר.

גולת הכותרת של הרבעון הייתה חטיבת המסחר המקוון, שופי (Shopee), שביצעה מעבר חד מהפסד של 9 מיליון דולר לאביטדה חיובי של 228 מיליון דולר. המעבר לרווחיות, שנבע משילוב של צמיחה בהכנסות ומינוף תפעולי חזק, ממחיש את הפוטנציאל העצום של הפלטפורמה וכוח הרווח המשמעותי שטמון בה.
אינדיקציה חשובה לאיכות הצמיחה היא העלייה של כ-46% בהכנסות הליבה (עמלות מבוססות טרנזקציות ופרסום), שהסתכמו בכ-2.6 מיליארד דולר והופכות למנוע הרווח המרכזי של שופי ושל הקבוצה כולה.

במקביל, חטיבת השירותים הפיננסיים, בשמה החדש Monee, המשיכה להפגין מומנטום חזק עם צמיחה של כ-55% באביטדה ל-255 מיליון דולר. חטיבת הגיימינג, גארנה (Garena), רשמה צמיחת אביטדה של כ-21% ל-368 מיליון דולר, והעלתה את תחזית הצמיחה השנתית שלה ליותר מ-30% בצבר ההזמנות (Bookings).

סי חזרה למומנטום בכל תחומי הפעילות, וכפי שאנחנו אוהבים לראות בחברות בפורטפוליו, הצמיחה מגיעה יחד עם רווחיות. להערכתנו, החברה תייצר מעל 5 מיליארד דולר אביטדה בשנת 2026 ותמשיך לצמוח בקצב נאה גם לאחר מכן. גם אחרי עליית המניה (NYSE: SE), היא נסחרת במכפיל אביטדה נמוך מ-20, לא זול באופן אבסולוטי, אך עדיין אטרקטיבי עבור חברה איכותית שצומחת בקצב מהיר עם שולי רווח מתרחבים ויתרון תחרותי ברור. את עיקר התרומה צפויה להוביל שופי, שרק לאחרונה עברה לרווחיות, ממשיכה לצמוח ברווחיות בקצב מהיר יותר מיתר החטיבות ומהווה את מנוע הצמיחה המרכזי של החברה לשנים הבאות.

מרקדוליברה (MercadoLibre), או בקיצור "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**

לאחר 26 שנים כראש החברה, מרקוס גלפרין (Marcos Galperin), מייסד ומנכ"ל מלי מאז הקמתה, הודיע כי יסיים את תפקידו בתחילת 2026 ויעבור לתפקיד היו"ר. את מקומו יתפוס אריאל שהרפשטיין (Ariel Szarfsztejn), כיום ראש חטיבת המסחר המקוון ודמות מפתח בהצלחת החברה.

גלפרין בנה את מלי מחברת סטארטאפ מקומית למובילת המסחר המקוון והשירותים הפיננסיים באמריקה הלטינית, ודמותו מזוהה יותר מכל עם תרבות החדשנות והצמיחה שלה. באופן כללי, איננו נוטים לאהוב שינויים מסוג זה בחברות שאנחנו מחזיקים, אך מהמכתב ששיתף גלפרין לעובדים עולה כי הוא ימשיך להיות מעורב בהובלת האסטרטגיה, החדשנות, התרבות הארגונית והיישום של בינה מלאכותית בחברה, כדי להבטיח שמלי תמשיך לחדש ולצמוח. בנוסף, לשהרפשטיין מניות

רבות בצמיחת החברה בשנים האחרונות, ולאחר פרק זמן כה ארוך, חילופי הנהגה הם טבעיים ולגיטימיים. מבחינתנו, התזה נותרת בעינה ואנחנו ממשיכים להחזיק בחברה.

ברבעון השני של 2025 המשיכה מלי להציג ביצועים מרשימים. בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, מכירות החברה צמחו בכ-34% והרווח התפעולי הסתכם ב-825 מיליון דולר. אמנם שיעור הרווחיות ירד קלות ל-12% בעקבות הורדת מחירי המשלוח בברזיל, אך מדובר בירידה זמנית במסגרת מהלך אסטרטגי לטווח ארוך שנועד לקדם צמיחה עתידית.

מעבר לכך, הנכסים המנוהלים (AUM[8]) יותר מהוכפלו ל-13.8 מיליארד דולר, ותחום הפרסום צמח בכ-38% בדולרים וכ-59% במטבע מקומי. כלל החטיבות מציגות ביצועים חזקים ופוטנציאל רווחיות גבוה עם התבגרותן.

רמת הביצוע הגבוהה של מלי ממשיכה לבסס אותה כהחזקת ליבה בפורטפוליו שלנו. להערכתנו, היא ממוצבת היטב להמשך צמיחה גם בשנים הקרובות.

———

קווליטאו (Qualitau) עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק ציוד בדיקה ייעודי לתעשיית המוליכים למחצה.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2024**

קווליטאו פתחה את השנה בקצב מרשים כשברבעון הראשון נרשמה צמיחה של כ-45% במכירות וגידול של כ-92% ברווח התפעולי, שהגיע לכ-6.3 מיליון דולר. הביקוש לציוד בדיקות שבבים ממשיך להתחזק ומשתקף בהיקף הזמנות גבוה ובצבר הולך ומתרחב, מגמה שתומכת בהמשך הצמיחה של החברה.

כפי שציינו בעבר, פתחנו פוזיציה ראשונית בקווליטאו במחירים של 40-50 ש"ח למניה כבר בסוף 2022. בהמשך חיזקנו בטווח מחירים של 70-100 ש"ח למניה כשזיהינו שיפור משמעותי בצבר ההזמנות וברווחיות. כיום מניית החברה נסחרת סביב 380 ש"ח, שמשקף שווי שוק של כ-1.75 מיליארד ש"ח. למרות שהתמחור פחות אטרקטיבי משהיה בעבר, להערכתנו הוא עדיין נוח ביחס לקצב הצמיחה והמומנטום העסקי של החברה. בהתאם לכך, צמצמנו את החשיפה למניה, אך אנחנו ממשיכים להחזיק בה תוך מעקב קרוב אחר התפתחות החברה וביצועיה.

———

סופווייב (Sofwave) היא חברת מכשור רפואי חדשנית הפועלת בתחום האסתטיקה הלא-פולשנית. החברה פיתחה טכנולוגיה ייחודית ופורצת דרך (SUPERB™), המהווה קפיצת מדרגה בתחום טיפולי העור, המיצוק והפחתת הקמטים.
טכנולוגיית SUPERB™ משתמשת בגלי אולטרסאונד המכוונים אל שכבות העור הפנימיות. האנרגיה יוצרת חום עדין ומבוקר בדיוק בעומק הרצוי, שמאותת לגוף לייצר קולגן ואלסטין, החומרים שאחראים על חוזק וגמישות העור. כתוצאה מכך, העור מתהדק וקמטים מצטמצמים, וכל זאת בזמן שהשכבה החיצונית של העור נשמרת קרירה ומוגנת, מה שהופך את הטיפול לבטוח וללא צורך בזמן התאוששות.

[8] נכסים מנוהלים (AUM – Assets Under Management)

האסטרטגיה העסקית של סופווייב מבוססת על מודל ייחודי של "Win-Win-Win", המייצר ערך משמעותי לכל בעלי העניין.
עבור המטופלים, הטיפול קצר, כמעט נטול כאב, ללא זמן החלמה וללא צורך בסדרה ארוכה של מפגשים, עם תוצאות קליניות עקביות ומרשימות.

עבור הקליניקות והרופאים, מדובר במודל כלכלי אטרקטיבי עם עלויות רכישה ושימוש נמוכות יחסית, החזר השקעה (ROI[9]) מהיר במיוחד, לעיתים אף בתוך חודשים ספורים, ביטול הצורך במימון מורכב ובניהול מלאי המתכלים, ורווחיות גולמית גבוהה בכל טיפול. התוצאה היא לקוחות מרוצים יותר, הגדלת תזרים המזומנים ויתרון תחרותי ברור.

עבור סופווייב עצמה, מדובר במודל עסקי מיטבי שמייצר זרם הכנסות חוזר, יציב ורווחי ממכירת פולסים מתכלים (Consumables), שכיום מהווים כ-44% מסך המכירות וצמחו בכ-53% בהשוואה לרבעון השני של 2024. ה-consumables הם יחידות שימוש דיגיטליות שהמכשיר צורך בכל טיפול. המרפאה רוכשת את המכשיר באופן חד פעמי, אך מספר הפולסים מוגבל ולאחר שהם מסתיימים יש לרכוש "טעינה" נוספת ישירות מסופווייב. מודל זה מבטיח לחברה הכנסות שוטפות עם שולי רווח גבוהים.

בדומה להשקעות נוספות בקרן, ההשקעה בסופווייב היא גם באנשים שמובילים את החברה. לסופווייב הנהלה עם רקורד מוכח. יו"ר החברה, ד"ר שמעון אקהויז (Dr. Shimon Eckhouse) וצוותו מוכרים בזכות שורה ארוכה של הצלחות גלובליות ואקזיטים בשווי מיליארדי דולרים (דוגמת סינרון ולומיניס). ניסיון הנהלת החברה מצמצם משמעותית את סיכון הביצוע (Execution Risk) ומעניק ביטחון גבוה ביכולתה לנווט את החברה ולממש את הפוטנציאל שלה.

כמו כן, לסופווייב מנועי צמיחה גלובליים, ומעבר לשוק האמריקאי, החברה מתרחבת לשווקים מרכזיים נוספים. החדירה המואצת לשווקי ענק באסיה, ובפרט הכניסה ליפן וההתקדמות לקראת קבלת אישור פעילות בסין, פותחת בפני החברה שווקים עצומים בהיקפם, שעדיין לא מתומחרים במלואם במחיר המניה. במקביל, קבלת אישורי FDA לאינדיקציות נוספות (כגון צלוליט ואקנה) מגדילה משמעותית את קהל היעד הפוטנציאלי, כשברקע סופווייב מקבלת דחיפה נוספת בזכות העלייה בביקוש לפתרונות מיצוק עור בעקבות השימוש הגובר בתרופות הרזיה (דוגמת אוזמפיק).

מבחינת תמחור, בהשוואה למתחרה המרכזית, אינמוד (InMode), סופווייב מציגה טכנולוגיה עדיפה, צמיחה מהירה יותר ופרופיל בטיחות גבוה יותר, אך נסחרת במכפילים נמוכים משמעותית לחברת "מד-טק" (Med-Tech) שצומחת תוך הצגת רווחיות גולמית. להערכתנו, עם המשך הצמיחה, ההוכחה המתמשכת של המודל הרווחי והחדירה לשווקים חדשים, המכפיל יכול להתרחב משמעותית.

ברבעון השני של 2025 רשמה סופווייב נקודת מפנה משמעותית כשלראשונה החברה עברה לרווחיות תפעולית של כ-2.1 מיליון דולר, לעומת הפסד של כ-1.2 מיליון דולר ברבעון המקביל אשתקד. כמו כן, שיעור הרווחיות הגולמית עומד על מעל 75% וקצב צמיחת המכירות האיץ וגדל בכ-45%. להערכתנו, החברה תסיים את שנת 2025 עם הכנסות של מעל 80 מיליון דולר ותעבור את רף

[9] החזר השקעה (ROI – Return on Investment)

ה-110 מיליון דולר (כ-375 מיליון ש"ח) ב-2026, כאשר שיעור ה-consumables מתוך סך המכירות יעלה למעל 50%. בבגרות, אנו צופים רווחיות תפעולית של מעל 30%.

את הפוזיציה פתחנו לפני פחות משנה במחיר ממוצע של 18 ש"ח למניה, ששיקף לחברה שווי של כ-620 מיליון ש"ח עם מזומן של כ-80 מיליון ש"ח בקופה. כלומר, השווי התפעולי עמד אז על כ-540 מיליון ש"ח ומכפיל המכירות על כ-1.5 ביחס להכנסות החזויות.

כיום, לאחר עליית מחיר המניה לכ-28 ש"ח למניה, שווי החברה גדל לכמיליארד ש"ח (כ-920 מיליון ש"ח בניכוי המזומן), המשקף מכפיל מכירות של כ-2.5 על 2026. לדעתנו, זהו עדיין תמחור אטרקטיבי לחברה שמבצעת מצוין, בעלת טכנולוגיה עדיפה, הנהלה מנוסה ומנועי צמיחה משמעותיים שנמצאים בשלבי מימוש מתקדמים.

ליברה היא חברת ביטוח חדשנית שהפכה לשחקן משמעותי בתחום ביטוח הרכב בישראל, תוך בידול תפעולי ומבני בענף המאופיין בחסמי כניסה גבוהים במיוחד.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2024**

את ליברה הצגנו בפירוט במכתב המשקיעים הקודם ומאז מימשנו את ההשקעה ומכרנו את כל המניות במחיר של כ-15 ש"ח למניה, תשואה של יותר מפי שלושה על הפוזיציה הראשונית בתוך פחות מתשעה חודשים.

כפי שציינו בעבר, חשיפת היתר של החברה לענף ביטוח רכב רכוש היוותה סיכון, שהחל להתממש בירידות בפרמיות לאחר שנה חזקה במיוחד בענף, כשבמקביל שווי החברה עלה משמעותית. לאור זאת, ובשל קיומן של הזדמנויות השקעה אטרקטיביות יותר, החלטנו למכור את ההחזקה ולנתב את הרווחים לפוזיציות חדשות בעלות פוטנציאל גבוה יותר.

עם הפנים להמשך שנת 2025

בתחילת אוגוסט ציינה הקרן ארבע שנים להקמתה, ואלו היו שנים רוויות אתגרים והזדמנויות.
הגלובליזציה, קצב ההתפתחות הטכנולוגית ורמת החדשנות תורמים להאצה בכל תחומי חיינו. לצד זאת, יש דברים שאינם משתנים; טבע האדם מוביל למאבקי דת, אידיאולוגיה וטריטוריה, שממשיכים לייצר מתחים גיאופוליטיים ברחבי העולם, ולצערנו גם בישראל.
לכל אלו השפעה ישירה על הסביבה המאקרו-כלכלית ועל שווקי ההון. חלק מרכזי בעבודתנו בקרן הוא לשלב בין למידה והתאמה לשינויים המתרחשים בעולם, לבין סינון רעשי רקע. לדעתנו, הדרך הטובה ביותר לעשות זאת היא היצמדות לשורה התחתונה – ביצועי ודוחות החברות.

תוצאות הקרן בשנתיים וחצי האחרונות היו יוצאות דופן בכל קנה מידה. אנחנו לא מתיימרים לחזות או להבטיח תשואות עתידיות, אך אנו בטוחים שהן אינן תולדה של מזל. הביצועים משקפים את הערך שבבחירה ממוקדת בחברות איכותיות בעלות יתרון תחרותי מובהק.

ההיסטוריה מלמדת שימים פחות טובים הם חלק בלתי נפרד מהשוק, אך גם בתקופות כאלו נדע לבסס את התיק באופן שיוביל לימים טובים וחזקים אף יותר.

איש אינו שולט בתנודתיות השוק ובמחירי המניות, אך אנחנו כן שולטים בהקצאת ההון. הקצאה זו מתבצעת מתוך ראייה ארוכת טווח, עם משמעת השקעתית וגמישות שמאפשרת לנצל הזדמנויות חדשות ואטרקטיביות. אנחנו מחפשים חברות עם DNA של ביצועיסטיות, שמוכיחות יכולת עקבית ליישם אסטרטגיה באופן יוצא דופן. כשמשקיעים בחברות כאלו, הזמן הופך לבעל ברית. הן נוטות להכות את תחזיות השוק והאנליסטים, לעיתים אף בהיעדר סיקור. בסופו של דבר, ביצועי היתר שלהן מתורגמים ל-Re-rating מצד השוק, שמאפשר לנו להנות הן מעלייה ברווחים והן מהתרחבות המכפילים.

לא תמיד החברות בפורטפוליו שלנו ייראו "זולות" בראייה לאחור, ויהיו בחוץ חברות שנראות אטרקטיביות יותר על בסיס מכפילים בלבד. אך בעינינו, חשוב יותר שלחברה תהיה היכולת המכרעת להפוך תכניות לתוצאות. כפי שאמר המשקיע האגדי, וורן באפט: "עדיף לקנות חברה נהדרת במחיר סביר מאשר חברה סבירה במחיר נהדר". בשל הקושי הרב למצוא חברות מסוג זה, אנחנו נוטים להחזיק בהן לאורך זמן, כל עוד הן לא הופכות יקרות באופן קיצוני או שתזת ההשקעה נשברת, ואז נגיב במהירות וללא היסוס.

הרעב והמוטיבציה שלנו רק מתעצמים עם הזמן. אנחנו פועלים מתוך מיינדסט ארוך טווח, אך מתנהלים בצניעות מדי יום. מבחינתנו, התשואה של אתמול היא היסטוריה; המבט תמיד קדימה אל עבר השאת תשואה מצוינת לשותפינו לאורך זמן.

אנחנו מודים לכם, השותפות והשותפים, על האמון העמוק, וממשיכים לפעול במלוא המחויבות ליצירת ערך עבורכם גם במחצית השנייה של השנה ובשנים שיבואו.

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.