שותפים יקרים,

אנו שמחים לשתף אתכם במכתב המשקיעים הראשון של נענע לונג קפיטל.

לאחר למעלה מעשור של ניסיון בעולם ההשקעות, במהלכו חווינו קשת רחבה של אתגרים, התנסינו בהצלחות לצד כשלונות ולמדנו על התנהגות השווקים ועל עצמנו כמשקיעים – החלטנו שבשלה השעה לקחת את הידע שצברנו צעד נוסף קדימה ולהקים ביחד קרן גידור.
אנו מודים לכם על האמון והבחירה לצאת איתנו לדרך משותפת בצעדיה הראשונים של הקרן.

מכתבי המשקיעים נועדו לעדכן בנוגע להחזקות מרכזיות וחדשות בפורטפוליו, לשקף בתמציתיות תמונה עדכנית של הקרן ולהציג את נקודת מבטנו לגבי המצב הקיים בשווקים.
באמצעות מכתבים אלו, אנו מעוניינים לשתף אתכם בדרך שבה אסטרטגיית ההשקעה שלנו מתורגמת הלכה למעשה. בנוסף, על אף שאנו זמינים עבורכם לאורך השנה כולה, המכתב מהווה הזדמנות טובה לתקשר בפתיחות ובשקיפות את עשייתנו במהלך התקופה האחרונה.

<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
שנת 2021[3]	-7.34%	-0.70%	4.16%	17.96%

כפי שניתן לראות בטבלת התשואות, במהלך תקופת השקעתנו בשנת 2021, תיק הקרן ירד ב-7.34% בזמן שרוב המדדים המרכזיים בארץ ובעולם רשמו תשואה חיובית. חודשי הפעילות הראשונים שלנו התאפיינו באירועי מאקרו שהכבידו על השווקים ויצרו תנודתיות רבה בבורסות העולמיות. מגמה זו, שלא פסחה גם על התשואות שלנו, נמשכת לתוך השנה הנוכחית. ינואר 2022 היה לחודש הגרוע ביותר למניות ומדד הטכנולוגיה מאז מרץ 2020, ואחד הגרועים בעשור האחרון, כשגם המדדים הגדולים מתקנים בחדות מטה עם תחילת השנה.

כשותפים בנענע לונג קפיטל, הנכם חולקים איתנו מנטליות השקעה ארוכת טווח, לפיה נעדיף תשואה שנתית גבוהה ותנודתית על פני תשואה ליניארית ובינונית. אנו מאמינים כי זו הדרך לנצח בגדול לאורך זמן.

לכן, על אף שהיינו מעדיפים לסכם את שנת 2021 עם תשואה חיובית, מציאות השווקים כיום מהווה הזדמנות גדולה עבורנו, במיוחד בשלב כה התחלתי בחיי הקרן. הירידות החדות בבורסות מעניקות לנו תנאים מצוינים לבנות ולבסס פוזיציות בחברות מנצחות במחירים זולים. למעשה, תנאי שוק אלו מאפשרים לנו לבצע פעולות שיובילו אותנו לעמוד במטרה שלנו – יצירת עושר לשותפי נענע לונג בטווח הארוך.

---

[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

אנו מסתכלים בעיניים פקוחות על הנעשה בשווקים ויודעים לנצל את המצב לטובתנו. אין אפשרות לצפות או לשלוט באירועי המאקרו ובתזמונם, אך אנו ממוקדים במה שנמצא בידיים שלנו ומאמינים בדרכנו. אנחנו רק בתחילת הדרך ובטוחים שהמהלכים של היום יניבו לנו פירות בעתיד.

סיכום שנת 2021

שנת 2021 הייתה עמוסה באירועים שהשפיעו על הכלכלה העולמית באופן ישיר. אמנם המדדים הגדולים בארץ ובעולם סיימו שנה מצוינת, אך מתחת לפני השטח הבורסות העולמיות געשו בתנודתיות רבה.
גלי קורונה שהביאו עמם זנים חדשים של הנגיף מונעים את חזרתו של המשק לתפקוד מלא ותקין ומעוררים חששות בנוגע להאטה בצמיחה. בנוסף, האינפלציה במדינות בעולם התרוממה בחדות ובארה"ב אף הגיעה לשיא של 40 שנה. התייקרות מחירים זו אילצה את הבנק המרכזי של ארה"ב, ה-Federal Reserve, להאיץ את קצב צמצום תכנית הסיוע הכלכלי שהנהיג מפרוץ המגיפה בתחילת שנת 2020. כמו כן, שיבושים בשרשרת האספקה, עיכובים בהעברת סחורות ומחסור בחומרי גלם מקשים על ההיצע בתעשיות הרכב, השבבים והאלקטרוניקה לפגוש את הביקוש ודוחפים את המחירים מעלה אף הם.
כל אלו תדלקו את הפחד בשווקים, שהוביל לצניחה חדה של עשרות אחוזים במניות הצמיחה והטכנולוגיה כמו גם ברבות מהמניות הקטנות-בינוניות בשוק האמריקאי.
"כשיורד גשם, כולם נרטבים" וכשבשוק שוררת אי ודאות כללית שכזו, ירידות השערים אינן פוסחות על חברות איכותיות ששעריהן נחתכו ללא קשר ישיר לביצועיהן. גם חברות בתיק שלנו הושפעו, כפי שניתן לראות בטבלת התשואות מעלה. אך כאמור, בעוד שהשוק מגיב לסיטואציה שנוצרה באכזבה ובבהלה – עבורנו בקרן מציאות זו מייצרת הזדמנות נהדרת להמשיך ולקנות מניות של חברות איכותיות במחירים הרבה יותר אטרקטיביים ממה שציפינו שנקבל בתחילת דרכה של הקרן.

אירועי המאקרו המוזכרים מעלה הם חלק בלתי נפרד מהשוק ואין אנו מקלים בהם ראש. לחלקם, דוגמת סגרי הקורונה או שיבושים בשרשרת האספקה, יש השפעה ישירה בטווח הקצר על חלק מהחברות שאנו מחזיקים בתיק ואנו תמיד מוכנים להגיב במקרה הצורך. יחד עם זאת, ניסיוננו לימד אותנו כי התנהלות מוצלחת בזמן אירועים שכאלו בפרט, וירידות חדות בשוק בכלל, מורכבת בעיקרה משני מפתחות מרכזיים.

ראשית, ההתמודדות לא מתחילה ברגע שהאירועים מתרחשים, אלא בבחירת החברות שנכנסות לתיק מלכתחילה. לרוב, חברות איכותיות יודעות להתמודד בהצלחה בתנאי שוק מאתגרים ואף לנצל אותם על מנת להעמיק את היתרון התחרותי שלהן. לכן, אנו בוחרים בפינצטה חברות שישגשגו בזמנים רגילים אך גם ידעו לצלוח משברים בדרך הטובה ביותר. העובדה שבחירת החברות לפורטפוליו נעשית תוך ניתוח מעמיק ויסודי ורק לאחר שהן ענו על הצ'ק ליסט שלנו מאפשרת לנו להתנהל בביטחון, רוגע ושקט גם כשבחוץ סוער ורועש.

לדוגמה, יש הרואים בכוונת הבנק המרכזי בארה"ב להעלות ריבית ובעליית האינפלציה החדה במדינות רבות בעולם כגורמים המרכזיים לירידות בבורסות בתקופה האחרונה. האם לעובדה שעל פי תחזיות ה-Federal Reserve הריבית בארה"ב תהיה 1.5% או 2% בטווח הארוך תהיה השפעה מהותית על חברות עם יתרון תחרותי ועם מסלול צמיחה ארוך לפניהן? כמובן שלא.
למעשה, אירועי מאקרו מעוררי חשש סובבים אותנו באופן מתמיד ואין צורך לדפדף הרחק בספרי ההיסטוריה על מנת למצוא אותם: מה-Brexit ותוצאות הבחירות המפתיעות בארה"ב ב-2016, דרך התרסקות מניות הטכנולוגיה ומלחמת הסחר עם סין ב-2018 ועד שנת 2020 שהתחילה עם התפרצות נגיף הקורונה והסתיימה בנשיא יוצא שמסרב להודות בהפסדו בבחירות ומאיים על הדמוקרטיה הגדולה בעולם.
אלו רק מספר דוגמאות לאירועים שאותתו כי "סוף העולם מגיע" לשוק המניות. לעיתים תסריטי אפוקליפסה מסוג זה מלווים בתיקונים קלים בלבד ולעיתים בירידות חדות של כ-30% במדדים הגדולים ואף יותר במניות ספציפיות. המשותף לאירועים אלה הוא שהם בלתי נמנעים ולא ניתן לחזות אותם, את אורכם או את עוצמתם. כמו כולם, גם אנחנו לא חסינים מהשפעתם, אך נדע לנצל אותם לטובתנו על מנת להשיא תשואה גבוהה יותר בעתיד.

כאמור, המפתח המרכזי הראשון לצליחת חוסר הוודאות בשוק מתבצע מבעוד מועד, כשהפחד בשווקים כלל לא נראה באופק. המפתח השני, היכולת להגיב בזמן אמת, נבחן כשהסערה כבר כאן. תנודתיות היא מתנה עבור משקיעים שקולים וחכמים בעלי אופק השקעה ארוך. היא זורעת פחד בשווקים בטווח הקצר ומובילה משקיעים לא מנוסים למכור את המניות שברשותם, לעיתים רבות ללא היגיון בריא ומבלי להבין את הערך האמיתי של החברה שממנה הם מיהרו להיפטר. כך נוצרות הזדמנויות שבהן חברות בעלות מומנטום עסקי חזק ומודלים כלכליים רווחיים ביותר, כאלו שאנו מחפשים בקרן, מתומחרות במחירים אטרקטיביים שאינם עולים בקנה אחד עם רמת הביצוע האיכותית והמוכחת שמשתקפת בדוחותיהן המעולים.

חשוב להזכיר כי לא כל ירידה חדה בשווקים היא סתמית ולא כל חברה תהיה עמידה בפני משברים. אולם פעולות נכונות שנעשות במחזורי שוק מאתגרים הן שמכשירות את הקרקע ליצירת עושר משמעותי ארוך טווח.

לדעתנו, זו בדיוק המציאות שמתקיימת כיום בשווקים.
כשתנודתיות גבוהה שוררת וארגז הכלים שלנו מצויד היטב בשני המפתחות – אנו מאמינים ביכולת שלנו לנצל את ההזדמנות לטיוב התיק, חיזוק פוזיציות מנצחות ויצירת בסיס איתן לתשואות גבוהות בעתיד.

סקירת פורטפוליו

במכתב זה נציג בפניכם חמש חברות מתוך הפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 18 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.

שוק ה-E-commerce (מסחר מקוון) באמריקה הלטינית צפוי לצמוח בקצב גבוה מאוד ולהכפיל עצמו עד שנת 2025. מלי מחזיקה בחלק נכבד מהעוגה כבר היום והיא השחקנית המובילה באזור בתחום עם 25% נתח שוק. חטיבת המסחר המקוון של החברה מציעה ל-150 מיליון לקוחותיה את מגוון הפריטים העשיר ביותר באזור עם מעל 4 מיליון מוכרים באתר ובאפליקציה.

חטיבת התשלומים של החברה, "מרקדו-פאגו", מציעה מעטפת מלאה של פתרונות פיננסיים הן בפלטפורמות האונליין של החברה והן בזירות המסחר הפיזיות. תחילה, הארנק הדיגיטלי של מלי תוכנן להקל על לקוחותיה לבצע עסקאות בפלטפורמת המסחר המקוון באמצעות מנגנון תשלומים מאובטח, מהיר ויעיל. אך כעת, מערכת זו מאפשרת ללקוחות החברה לשלוח ולקבל תשלומים מקוונים, לקחת הלוואות, לרכוש ביטוח, להשקיע כספים שהופקדו בחשבונם, לסחור במטבעות קריפטו ולבצע פעולות רבות נוספות והכל במספר לחיצות פשוטות דרך הטלפון הנייד.

באמצעות שתי פלטפורמות אלו, המהוות את הליבה העיקרית של מרקדוליברה, החברה מספקת מגוון פתרונות וכלים לאנשים פרטיים ולחברות שקונים, מוכרים, מפרסמים ומשלמים עבור סחורות באינטרנט. יחד עם חטיבת הלוגיסטיקה של החברה, "מרקדו-אנביוס", שמאפשרת לה לספק משלוחים תוך יומיים מרגע ההזמנה כמעט בכל אזורי פעילותה, למלי יש את הצעת הערך הטובה ביותר ללקוחות לאורך היבשת. יכולת שילוח כזו אינה מובנת מאליה באמריקה הלטינית שהייתה ידועה בשירות הגרוע שהיא מציעה ללקוחות המקומיים. מלי הציבה סטנדרט חדש באזור שהיה נראה דמיוני עד לפני כמה שנים ושירות המשלוחים שלה, שנחשב לטוב ביותר בדרום ומרכז אמריקה, מעניק לה יתרון תחרותי משמעותי על פני המתחרות.

היסטוריית מהלכי מרקדוליברה מלמדת כי הרחבת הפעילות שלה לא תסתיים כאן. בהמשך, אנו צפויים לראות חטיבות נוספות כגון פרסום, פלטפורמת בניית אתרים לבעלי עסקים, נקודות מכירה בחנויות, תופסות חלק משמעותי בחברה ומעמיקות את הסינרגיה בין הזרועות העסקיות שלה. חזונו של מנכ"ל ומייסד מרקדוליברה, מרקוס גלפרין (Marcos Galperin), שעדיין מחזיק בכ-8% מהחברה, הוא יצירת סופר אפליקציה שמאפשרת לבצע במקום אחד את כל הפעולות שמלי מציעה ללקוחותיה בקלות מרבית. בלחיצת כפתור ניתן יהיה לרכוש מוצרי אלקטרוניקה, לעשות ביטוח, להעביר כסף לספקים, לקחת הלוואה ולסחור במניות.
סופר אפליקציה כזו יוצרת מעגל ערך רב עוצמה. היא מאפשרת למלי להוסיף שירותים רבים ומגוונים בעלות מינימלית, שתוביל לעלייה משמעותית בשולי הרווחיות של החברה. כל שירות שמתווסף לפלטפורמה מעניק לצרכן אופציונליות ונוחות שמגבירות את תדירות השימוש בה והופכות אותה לחלק אינטגרלי ובלתי נפרד מחייו. השימוש באפליקציה גדל ובסופו של דבר כלל הטרנזקציות של מאות מיליוני הלקוחות עוברות דרך מלי שגוזרת עליהן עמלה ומגדילה את רווחיה.

מלי מהווה דוגמה מצוינת לחברה נהדרת שיודעת לצלוח משברים ולחשיבות של התמקדות באיכות העסק על פני מחיר המניה. אירועי מאקרו תדירים כגון אינפלציה חדה, ריביות גבוהות והיחלשות

משמעותית של המטבעות המקומיים, הופכים את אמריקה הלטינית לסביבה כלכלית מהקשות ביותר בעולם. תנאים מאתגרים אלו לא מנעו ממרקדוליברה לצמוח בשיעורי תשואה גבוהים לאורך למעלה מעשור וחצי, ממכירות בגובה 28 מיליון דולר בשנת 2005 לצפי של 7 מיליארד דולר בסוף 2021. כלומר על אף המשברים העולמיים והמקומיים שהחברה עברה, היא עדיין הצליחה לשגשג ולרשום קצב צמיחה שנתי מרשים של מעל 40%.

כיצד צמיחת מכירות זו מתבטאת במחיר המניה? מאז הנפקתה בשנת 2007 (NASDAQ: MELI) מלי השיאה תשואה שנתית ממוצעת של 26% לאורך יותר מ-14 שנים, כלומר פי 32 על הכסף המושקע. במבט על חמש השנים האחרונות, מחיר המניה עלה פי 5.6, ממוצע שנתי גבוה מ-40%.
מספרים אלו מרשימים עוד יותר כשלוקחים בחשבון שמאז שנת 2012, שער המניה נחתך ביותר מ-40% בחמש פעמים שונות, כשהאחרונה מתרחשת ממש בימים אלו עם ירידה של כ-50% משיאה למרות דוחותיה המעולים וצמיחת מכירות של 73% ברבעון השלישי של 2021.
התנהגות מניית מלי דומה למניות צמיחה איכותיות רבות לאורך ההיסטוריה שהשיאו תשואות גבוהות על אף החיתוכים במחיר. כמו כן, היא מהווה תזכורת טובה לכך שתנודתיות המניה בטווח הקצר לא בהכרח מבשרת על סיכון עסקי. בסופו של דבר, ביצועי העסק הם שמובילים את ביצוע המניה. במקרה של מלי, החברה מציגה ביצועים מעולים וצמיחה מהירה לאורך שנים רבות, שאנו מאמינים שתימשך עוד זמן רב.

למרות הצמיחה המרשימה של החברה לאורך שנות פעילותה, העסק עדיין צעיר ביחס להזדמנויות שעומדות בפניו. לכן, בשנים האחרונות מלי השקיעה סכומים רבים ביכולותיה הלוגיסטיים והטכנולוגיים. בטווח הקצר השקעות אלו באות לידי ביטוי בשולי רווח נמוכים יותר, אך זהו עניין זמני וחיובי עבור מלי ועבורנו כמשקיעים, שמעיד כי מלי לא נחה על זרי הדפנה ומנסה להגדיל את אחיזתה בשוק גדול ומתפתח בן מאות מיליוני משתמשים באמריקה הלטינית. בדומה ל-"Playbook" של Amazon וחברות טכנולוגיה גדולות נוספות, מלי משקיעה חזרה בעסק לעיתים על חשבון הצגת רווחיות בדוחות. כך שלמרות שדוחותיה מציגים "הפסדים" חשבונאיים ברווח הנקי לאורך השנים, החברה בונה עסק חזק מאוד עם רווחיות שתתפוצץ כשהיא תגיע לבגרות.

במבט על שנת 2022, החברה צופה שמכירותיה יגיעו ל-10 מיליארד דולר עם שולי רווחיות גולמית גבוהים מ-50%. נכון לכתיבת שורות אלו, שווי השוק של מלי עומד על כ-50 מיליארד דולר, כלומר מכפיל מכירות צפוי של 5 על שנת 2022, נמוך היסטורית לעומת מכפילי החברה בעבר, ולדעתנו, זול ביותר ביחס לרמת האיכות של העסק.

מלי מהווה את אחת הפוזיציות הגדולות בקרן ולמרות ההפסד בטווח הקצר, אנו אופטימיים מאוד בנוגע לעתיד העסק ומחיר המניה בטווח הארוך. בכל פעם שהמניה חוותה ירידה חדה היא עלתה חזרה ושברה שיאים חדשים. אנו מאמינים שבמחיר מניה של 975 דולר היא מהווה הזדמנות קנייה מצוינת לחברה איכותית.

———

החזקה משמעותית נוספת בקרן היא **סי לימיטד (Sea Limited)**, 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.

עולם הגיימינג (Gaming) הוא אחד התחומים החמים והצומחים בשנים האחרונות. הימים בהם משחקי מחשב ומובייל היו לשם ההנאה בלבד תמו מזמן וכיום שחקנים מתחרים בליגות מקצועניות ובתחרויות בינלאומיות, מתפרנסים משידורי סטרימינג (Streaming) במהלכם הם משדרים את משחקיהם למיליוני מעריצים בשידור ישיר ובעיקר מחפשים קשרים חברתיים ותחושת קהילתיות. עם פריסה גלובלית של למעלה מ-130 שווקים, חטיבת המשחקים של סי, גארנה (Garena), היא מובילה עולמית בתחום פיתוח ושיווק משחקי אונליין. גארנה מארגנת אירועים מובילה ומשפיעה בתחום ה-Esports ומהווה פלטפורמה חברתית וקהילתית שמאפשרת לשחקנים ליצור קשרים וחברויות. כמו כן, משחק הדגל המקורי שלה, Free Fire, הוא משחק המובייל בעל כמות ההורדות השנתית הגדולה ביותר בשלוש השנים האחרונות (מעל 800 מיליון הורדות סה"כ במהלך התקופה).

שופי (Shopee), חטיבת ה-E-commerce, היא פלטפורמת המסחר האלקטרוני הגדולה והפופולרית ביותר בדרום מזרח אסיה וטאיוואן. באמצעות חוויה מותאמת אישית ותרבותית שהיא מעניקה לעשרות מיליוני צרכניה היומיים, שופי מבססת את עצמה כמובילת שוק באזור כשהפער בינה לבין מתחרותיה הולך וגדל כמעט בכל מדינה בה היא פועלת. היא מדורגת באופן עקבי כאפליקציה מובילה בקטגוריית הקניות בדרום מזרח אסיה מבחינת משתמשים פעילים חודשיים, זמן שימוש כולל באנדרואיד וכמות הורדות.

סימאני (SeaMoney), חטיבת הארנק הדיגיטלי, היא ספקית תשלומים מקוונים ושירותים פיננסיים מובילה בדרום מזרח אסיה. היא מציעה שירותי ארנק דיגיטלי, פלטפורמת טרנזקציות ותשלומים, אשראי, הלוואות ועוד.

כל אחת משלוש חטיבות אלו מתפקדת כעסק חזק בפני עצמו שהרוויח את מעמדו כמוביל שוק בסקטור שלו. אך בזכות הנהלה איכותית בעלת יכולת הקצאת הון מהמרשימות ביותר בעולם, זרועותיה העסקיות מזינות זו את זו ומייצרות סינרגיה מציפת ערך יוצאת דופן.
הצלחתה המסחררת של חטיבת המשחקים, בראשותו של משחקה המוביל Free Fire, הפכה את גארנה ל"פרת מזומנים" שאיפשרה לסי לבצע השקעות הוניות ואסטרטגיות בעולמות המסחר המקוון והתשלומים. באמצעות מבצעים, קופונים וכלי "גיימיפיקציה" חכמים, סי ידעה לנווט את מאות מיליוני הגיימרים שלה לפלטפורמת המסחר המקוון שלה ובכך למעשה רכשה משתמשים חדשים ונאמנים במהירות וללא עלות. הצלע השלישית, שירותי התשלומים והארנק הדיגיטלי, משלימה מעטפת מלאה ללקוחות החברה שיכולים לשלם בקלות על נשקים ואביזרים במשחק או לרכוש מוצרי אלקטרוניקה, בגדים, גאדג'טים ומגוון רחב של פריטים נוספים דרך החנויות המקוונות בשופי.

לאחר שאסטרטגיה זו עבדה מעולה בדרום מזרח אסיה ובכניסתה לאמריקה הלטינית, סי מתרחבת לאזורים נוספים בעולם. בחודשים האחרונים היא נכנסה להודו ולמספר מדינות באירופה, כשבחלקן היא מפעילה את ה-"Playbook" הידוע והמוכח שלה פעם נוספת ובחלקן שופי היא זו שמתפקדת כחוד החנית.

צמיחתה של סי לא מתבטאת רק גיאוגרפית. כבר היום ניתן למצוא אצלה חטיבות חדשות כגון משלוחי אוכל והזמנת טיסות ומלונות, שמוסיפות ערך רב למשתמשי סי ומעמיקות את הסינרגיה שהיא מציעה ללקוח. סי פועלת ללא הרף במטרה להפוך את האפליקציה שלה ל"דביקה" ככל הניתן ונראה שהיא בעלת הסיכוי הגבוה ביותר להוות את הסופר אפליקציה של דרום מזרח אסיה, אזור צומח ומתפתח שמונה כ-680 מיליון איש.

בדומה למלי, מניית סי (NYSE: SE) נחתכה בכ-64% משיאה ללא קשר ישיר לביצועיה. הדו"ח האחרון של החברה ברבעון השלישי של שנת 2021 הציג תוצאות מצוינות עם צמיחה של 93% במכירות חטיבת הגיימינג, 134% במכירות חטיבת המסחר המקוון ו-111% ב-TPV (נפח תשלומים כולל) של הארנק הדיגיטלי ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2020. מספרים מרשימים אלו הסתכמו בצמיחה של 122% במכירות הכלליות לאורך התקופה ומצטרפים למומנטום העסקי החזק של החברה שצמחה ב-110% בממוצע בארבע השנים האחרונות (פי 20). כמובן שקצב צמיחה כזה יאט עם הזמן, אך אנו מאמינים שסי תמשיך לצמוח בשיעור ממוצע שנתי של כ-40% לפחות בשנים הקרובות, במיוחד בחטיבות המסחר המקוון והארנק הדיגיטלי.
אנו מעריכים כי מכירות החברה בשנת 2021 יעמדו על כ-10 מיליארד דולר ומעל 14 מיליארד דולר בשנת 2022, כשחטיבת המסחר המקוון תהיה אחראית לראשונה על עיקר המכירות. שווי השוק הנוכחי של סי, כ-75 מיליארד דולר (מחיר מניה של 135 דולר), משקף מכפיל מכירות אטרקטיבי וזול (5) על השנה הקרובה, במיוחד כשלוקחים בחשבון את שולי הרווח התפעולי של גארנה כיום (60%+) ושל שאר חטיבות החברה בהגיען לבגרות (30%+). לדעתנו, מספרים אלו מהווים נקודת כניסה מצוינת עבור משקיעים בעלי אופק רחוק שמעוניינים בחברה איכותית עם פוטנציאל עצום ומסלול צמיחה ארוך מאוד.

מלי וסי הן דוגמאות לחברות איכותיות ומוצלחות שיודעות לנצל את היתרון לגודל שלהן על מנת להמשיך את מסלול צמיחתן הארוך גם בשווי שוק גדול באופן יחסי. פורטפוליו הקרן מגוון וכולל גם חברות בעלות שווי שוק קטן יותר, כפי שנציג בפניכם בקצרה בשלוש הדוגמאות בהמשך.

בדרך כלל, בקרב החברות ה"קטנות" נמצאים עיוותי המחירים הגדולים ביותר שמעניקים לנו הזדמנות למצוא עסקים ששולטים בנישה שלהם ועונים על רוב המאפיינים שאנו מחפשים, במחירים אטרקטיביים מאוד.
חשוב לציין כי לכל גודל חברה יש את היתרונות והחסרונות שלו, אך בסופו של דבר המבחן הוא זהה – איכות החברה והצמיחה ברווחים מול שווי השוק היחסי.

בנענע לונג, אנחנו לא מאמינים במכשירי גידור כמו אופציות PUT ופוזיציות Short. לדעתנו, הסיכון במכשירים אלו גדול וכך גם עלותם שלאורך זמן שוחקת את תשואת הקרן. לכן, כשהשוק משתולל, מדד הפחד מזנק ומניות רבות קורסות – יש לנו פתרונות אחרים. אחד מהם הוא חברה בפורטפוליו שמהווה גידור במצבי שוק סוערים. היא יודעת להרוויח בזמנים רגילים, אך מרוויחה בגדול כשהשוק הופך לתנודתי, כפי שקרה במשבר מניות הטכנולוגיה ב-2018, בפריצת מגפת הקורונה בתחילת שנת 2020 וגם כיום בפתיחת 2022. יש לה שולי רווחיות יוצאי דופן ובטווח הארוך היא צומחת גם ללא תלות בתנודתיות השווקים.

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.

מה זה מסחר ב-CFD (Contract For Differences)?
ב-CFD המסחר אינו מתבצע באמצעות החזקת נכס הבסיס, אלא בהפרשים של מחירו. בכך, לסוחר ניתנת האפשרות לסחור במוצר פיננסי במינוף, עד הגבלה מסוימת. כלומר הסוחר יכול להמר שמוצר פיננסי מסוים יעלה או ירד, אך בשונה ממסחר רגיל, הוא לא צריך להשקיע את מלוא סכום העסקה, אלא יכול להשקיע רק חלק קטן מכך במינוף. לדוגמה, במקום לקנות מניות אפל ב-30 אלף דולר הוא יכול לקנות באלף דולר במינוף פי 30 ולהרוויח הרבה על הכסף שהושקע, עם סיכון להפסידו כמובן. פלוס500 פועלת כברוקר ולא כמתווך ומרוויחה בעיקר מההפרש שהיא מראה לסוחרים תוך כדי מינוף לבין המחיר האמיתי של המוצרים הפיננסיים בשוק.

הפלטפורמה של החברה אהובה מאוד על ידי הסוחרים ומקבלת חוות דעת חיוביות ודירוגים גבוהים. במשך שנים פלוס השקיעה כספים רבים על מנת לשפר את חווית המשתמש ולספק שירות לקוחות ברמה הגבוהה ביותר על ידי מיקור פנים ואוטומציה, כך שכיום היא נהנית משולי הרווח הגבוהים בתעשייה (שולי הרווח התפעולי מגיעים לשיעור של בין 50% ל-70% מהמכירות).

כחברה שנולדה בתוך הסערה של 2008 עם ירידות חזקות ותנודתיות גבוהה, פלוס500 יודעת לנצל מצבי פאניקה ותקופות פחד לטובתה. כך לדוגמה, בתחילת הקורונה כשחוסר ודאות מוחלט שרר בשווקים ומדד הפחד קפץ בחדות, החברה נהנתה מהמצב בשתי דרכים עיקריות:
1. הירידות הגדולות בשווקי המניות הן קרקע לסוחרים יומיים, שרואים את תנודות השיא במכשירים הפיננסיים השונים כהזדמנות. התנהגותם של הסוחרים היומיים מביאה לנפחי מסחר גבוהים במיוחד ועלייה ברווחים של פלוס על כל משתמש.
2. עלייה במספר המשתמשים שמצטרפים אל הפלטפורמה של פלוס500. לאורך השנים החברה מגייסת לקוחות דרך מערך שיווק יעיל ובזמנים של תנודתיות יתר, היא יודעת להיות אגרסיבית בשיווק אונליין תוך כדי התחשבות בהחזר על השקעה וחשיבה לטווח ארוך.

חברות המסחר בחוזי הפרשים פועלות בשוק בעל רגולציה גבוהה המהווה את אחד הסיכונים העיקריים על החברה, שתמיד עמדה בכל התנאים הרגולטוריים הנדרשים, כגון איסור מכירת אופציות בינאריות, אי כניסה למינוס בחשבון ואיסור על שיווק בטקטיקות מסוימות.
בסוף שנת 2018 נכנסו לתוקף מספר חוקים רגולטוריים כבדים בשוק באירופאי, שמהווה את הנתח הגדול ביותר של פלוס. החברה התאימה את פעילותה תחת כל הקריטריונים הרגולטוריים החדשים, כגון הורדת רמת המינוף המקסימלית לפי 30 במוצרים פיננסיים מסוימים, ואף עמדה ברוב החוקים עוד לפני שהם בכלל הוסדרו.

2018 הייתה שנה חזקה מאוד בשביל החברה עם תנודתיות רבה בשוק המניות, כשגם שוק הקריפטו תרם רווחים רבים.
ב-2019 ראינו את ההיפך עם מדד הפחד (VIX) שהגיע לשפל כל הזמנים ותנודתיות מסחר נמוכה מאוד לאורך השנה. בנוסף, הרגולציה החדשה שנכנסה פגעה ברווחי החברה לטווח קצר, ובכך תוצאות שנת 2019 נראו רע מאוד מול אלו של 2018. הרווח התפעולי נחתך ביותר מחצי, ועדיין, גם ב-2019 החברה הציגה רווח (כמעט 200 מיליון דולר), למרות כל הקשיים וההתאמות הרגולטוריות שבוצעו.
ב-2020 התנודתיות חזרה בעוצמה מלאה עם הקורונה ופלוס נהנתה מכך עם שנת שיא ברווחים עם מעל ל-500 מיליון דולר ברווח התפעולי וגיוס מספר גדול ביותר של סוחרים חדשים.
בשנת 2021, שמייצגת מצב "נורמלי" יותר לעומת חוסר התנודתיות שנרשם ב-2019 והתנודתיות הקיצונית שהשתוללה ב-2020, החברה צפויה להרוויח יותר מ-340 מיליון דולר. כמו כן, במהלך השנה היא הוציאה לפועל מספר מהלכים אסטרטגיים שנועדו לחזק את מעמדה, ולראשונה בהיסטוריית החברה פלוס ביצעה עסקת רכישה במטרה להרחיב את פעילותיה לשוק האמריקאי.

בהסתכלות רחבה יותר על פלוס500 בעשור האחרון, מגלים חברה שצמחה בשיעור של קרוב לפי 30 במכירות (מ-24 מיליון דולר בשנת 2010 ל-718 מיליון דולר ב-2021) וביותר מפי 15 בגיוס הלקוחות (מ-26.5 אלף סוחרים פעילים בשנת 2010 ל-406 אלף ב-2021). כך שלהערכתנו, נראה שלחברה עדיין יש מקום רב להמשך צמיחה בטווח הארוך.
בנוסף, לפלוס500 מדיניות חלוקת דיבידנדים נדיבה במיוחד. בשקלול של חלוקת הדיבידנדים שהחברה חילקה לבעלי המניות ביחד עם עליית ערך המניה, מאז הנפקתה בלונדון בשנת 2013 (LSE: PLUS.L) שווי החברה עלה ביותר מפי 20.

פלוס500 מחזיקה במאזן איתן ונקי מחובות עם 800 מיליון דולר בקופה, כששווי השוק שלה עומד כיום על 1.95 מיליארד דולר (מחיר מניה של 14.7 לישי"ט). כלומר גם אם פלוס לא תצמח ותמשיך להרוויח על פי הקצב הנוכחי (כ-350 מיליון דולר), תוך שלוש שנים כמות המזומן בקופה תהיה גבוהה משווי השוק של החברה, מצב לא ריאלי כמובן. אנו מעריכים שחלוקת הדיבידנדים הקרובה תהיה שמנה ומחיר המניה יעלה לאזורים הגיוניים יותר, על אחת כמה וכמה עם הדרך שבה השווקים מתנהגים עד כה בשנת 2022.
במכפיל רווח צנוע של 10, יחד עם המזומן בקופת החברה, פלוס תיסחר בשווי של כ-4.3 מיליארד דולר, תשואה של כ-130% לעומת שוויה כיום וכאמור ללא הנחת צמיחה והתרחבות מכפילים גדולה יותר.

בשורה התחתונה, מצאנו בפלוס500 בדיוק את הסיטואציה אותה אנו מחפשים בהשקעותינו – מצב אסימטרי לטובתנו, שבו חברה מצוינת מתומחרת בשוק במחיר זול מאוד שלא משקף את ערכה האמיתי.

לא תמיד עלינו להרחיק ברחבי הגלובוס על מנת למצוא חברות איכותיות עם יתרון תחרותי מובהק. חברת **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.

בשנים האחרונות גורמים רבים דחפו לעלייה בהיקף פעילות האשראי. רגולציה על שימוש במזומן ועידוד ממשלתי לעסקאות אשראי, שיפור נוחות השימוש באשראי באמצעות סליקת WiFi ופלטפורמות תשלומים מקוונים דוגמת Apple Pay ו-Google Pay וסגרי הקורונה שתלדקו את כמות הרכישות אונליין, כל אלו הובילו לצמיחה שנתית ממוצעת של כ-10% במספר הטרנזקציות במשק הישראלי. עבור שב"א, שעלויותיה קבועות באופן יחסי, מגמות אלו מתבטאות בשולי רווחים ורווחים תפעוליים גבוהים יותר.

שב"א מתפקדת למעשה כמונופול בישראל וסביר להניח שכל אחד מאיתנו משתמש בשירותיה לעיתים קרובות ואף על בסיס יומי. לחברה גב מוסדי חזק ובעלי העניין בה כוללים כמה מהשחקנים המרכזיים ביותר בעולם הכלכלי-פיננסי בישראל בדמות בנקים מובילים (לאומי, הפועלים, דיסקונט והבינלאומי) וחברות אשראי בינלאומיות (Visa, MasterCard).

בדו"ח האחרון של שב"א ברבעון השלישי של 2021, החברה הציגה רווח תפעולי של 13.4 מיליון ש"ח, צמיחה של 55% לעומת התקופה המקבילה בשנת 2020 וקצב שנתי של 54 מיליון ש"ח. שווי השוק של שב"א עומד על כ-1.04 מיליארד ש"ח (מחיר מניה של 26.4 ש"ח) והיא נקיה מחובות, כך שבניכוי המזומן ושווי המזומן שבקופתה (170 מיליון ש"ח), שוויה משקף מכפיל רווח תפעולי של 15. להערכתנו, בהנחה ששב"א תמשיך בקצב צמיחתה היא יכולה להציג רווח תפעולי של כ-100 מיליון ש"ח תוך כארבע שנים. במקרה ששב"א תקבל מכפיל תפעולי של 25, המשקף מכפיל הוגן וסביר עבור חברה עם מונופול כה חזק ורווחים חוזרים, ובתוספת של כ-200-300 מיליון ש"ח שיחולקו בדיבידנדים לאורך התקופה, מדובר בהשקעה שיכולה להניב תשואה של כ-200% מהיום (תשואה שנתית ממוצעת של כ-30%) ותוך סיכון נמוך מאוד.

פאוורבאנד סולושנס (PowerBand Solutions) היא ספקית טכנולוגיה שמפתחת פתרונות יעילים ומתקדמים בשוק תעשיות הרכב. באמצעות פלטפורמת העסקאות המשולבת ומבוססת הענן שלה, Drivrz, היא מאפשרת לצרכנים, סוכנויות, מלווים ויצרנים לקנות, למכור, לסחור, לממן ולהשכיר רכבים חדשים ובעיקר משומשים בשוק האמריקאי והקנדי.
חטיבתה העיקרית של פאוורבאנד היא DrivrzFinancial (DF), מובילת שוק בעולם הליסינג של הרכבים המשומשים ועליה מבוססת רוב תזת ההשקעה ורווחיות החברה. לפאוורבאנד שתי חטיבות חדשות שאמורות לעלות לאוויר במהלך שנת 2022. הראשונה היא DrivrzXchange, פלטפורמת קניית רכבים חדשים ומשומשים ומכירתם באופן מאובטח ופשוט. השנייה, DrivrzLane, מערכת קמעונאות דיגיטלית חדשנית המאפשרת לצרכנים להשלים כל חלק מתהליך המכירה של סוכנויות הרכב באופן מקוון.

כאמור, DF מספקת פתרון מבוסס תוכנה המפגיש בין סוחרים (דילרים) לצרכנים שמעוניינים לסגור עסקאות ליסינג של רכבי יד שנייה, בודק את איכות האשראי של הלווה ומאשר אותו בקלות תוך שמונה שניות בלבד. בזכות שיתופי פעולה שיש לחברה עם איגודי אשראי גדולים, ברשותה קו אשראי של 2 מיליארד דולר שבאמצעותו היא יכולה לממן את העסקאות במתן הלוואה בריבית

נמוכה. DF מרוויחה את ההפרש שבין הריבית שהיא משלמת על האשראי (2%) להלוואה שהיא מעניקה בפלטפורמה (7%-11%). בממוצע, הרווח על הלוואה מגיע לאלפי דולרים כשהסיכון אינו על DF שמשמשת כגורם מתווך. ליסינג עם מימון לרכבי יד שנייה בפשטות ובמהירות.
למעשה, התוכנה של DF מאפשרת לדילר להציע ללקוח השכרת רכב יד שנייה בתשלום חודשי קבוע בלחיצת כפתור ותוך דקות בודדות, ללא בירוקרטיה ומבלי אישורי הלוואה מהבנק. הלקוח מצדו מקבל רכב ללא תשלום מקדמה או צורך בהון התחלתי ומבלי להתחייב לזמן שימוש ארוך. עסקה משתלמת וזולה יותר מליסינג או רכישת רכב חדש. כך בעזרת פאוורבאנד, תהליך מורכב הופך לפשוט וקל.

תנאי השוק הקשים בעולם הרכב שנוצרים בעיקר עקב בעיות בשוק השבבים העולמי ועיכובים בשרשרת האספקה, מורידים את היצע המכוניות החדשות והמשומשות שמחזיקים הדילרים. ההיצע הנמוך מקטין את כמות העסקאות, אך מעלה את מחיר המכוניות ומוביל לגידול ברווח פר עסקה עבור DF.
כמו כן, למרות הסביבה המאתגרת, פאוורבאנד מציגה קצב צמיחה מרשים. כמות הדילרים בפלטפורמת DF צמחה מתחילת פעילותה באמצע 2020 ליותר מ-1,000 כיום, כשהיעד לסוף שנת 2022 עומד על 2,000. הכנסות DF (בדולר קנדי), שהסתכמו בכ-3 מיליון דולר בשנת 2020, קפצו בפי 8 ב-2021 ל-25 מיליון דולר, כשבחודש דצמבר 2021 הן עמדו על 3.8 מיליון דולר. כלומר קצב של כ-45 מיליון דולר בנרמול שנתי כשהחטיבה נמצאת על סף הרווחיות.

פאוורבאנד צופה ששורת הרווח שלה בשנת 2022 תגיע ליותר מ-70 מיליון דולר עם שולי רווחיות תפעולית של לפחות 20%. תחזית די שמרנית לאור הצמיחה בכמות הדילרים שמצטרפים לפלטפורמה. להערכתנו, החברה תמשיך לצמוח בקצב גבוה מאוד בשנים הקרובות, הן בחטיבת DF שמהווה את רוב הכנסותיה כיום והן בשתי הפלטפורמות החדשות שלה. בנוסף, אנו מעריכים ששולי רווחיה התפעוליים ימשיכו לטפס לכיוון ה-40% לפחות כשהיא תהיה בוגרת יותר.

בשווי השוק הנוכחי שלה, שעומד על 140 מיליון דולר קנדי, החברה נסחרת במכפיל מכירות נמוך מ-2 ומכפיל רווח תפעולי שמתקרב ל-10 על שנת 2022. מכפילים זולים ביותר עבור חברה שצמחה פי 8 בתנאי מאקרו מאתגרים. גם בעיניי המייסד, קלי ג'אנינגס (Kelly Jennings) והמנכ"ל של DF, ג'ון לאמב (Jon Lamb), שמחזיקים בכ-21% ובכ-2% בחברה בהתאמה, פאוורבאנד נסחרת בשווי נמוך מערכה האמיתי ולאחרונה הם רכשו מניות נוספות במחירים גבוהים משערה הנוכחי היום שעומד על 70 סנט קנדי. בהנחה שהחברה תמשיך לבצע ברמה גבוהה ולצמוח במהירות, גם מחיר מניה (TSXV: PBX.V) של 2-3 דולר בשנה הקרובה עשוי להיראות זול ואטרקטיבי ביחס לפוטנציאל של החברה.

עם הפנים לשנת 2022

עולם ההשקעות מתאפיין במצבי שוק משתנים, המושפעים מתהליכים שעוברות חברות לצד אירועים גלובליים בלתי ניתנים לצפייה ולשליטה. עם פתיחת שנת 2022 אנו חווים תקופה

מאתגרת, כשלראיה למעלה מ-40% ממניות מדד הטכנולוגיה נאסד"ק נחתכו ב-50% ויותר משיאן. מצב זה התקיים בשוק רק בשלוש פעמים נוספות מאז שנת 1999: משבר בועת הדוט-קום, משבר הסאב פריים ב-2008 והתפרצות מגפת הקורונה במרץ 2020.

תקופות כאלו הן חלק בלתי נפרד מעולם ההשקעות ואנחנו יודעים לבחור ולהתמקד בחברות שלא רק יעמדו במצבים מסוג זה, אלא גם ידעו לצלוח אותם ולהישאר על מסלול הצמיחה שלהן. העובדה שמנטליות ההשקעה בנענע לונג היא ארוכת טווח מאפשרת לנו לנצל תקופות כמו זו בה אנו נמצאים כיום ליצירת תשואות גבוהות ומנצחות בעתיד.

המשקיע האגדי וורן באפט אמר כי "שוק ההון הוא כלי להעברת כסף מחסרי הסבלנות לסבלניים". ביחד נדאג להיות בצד הנכון של המשוואה.

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.