## שותפות ושותפים יקרים,

שנת 2022 הייתה מהשנים המורכבות והמאתגרות ששווקי ההון ידעו בעשורים האחרונים.
מדדי המניות המרכזיים בארה"ב רשמו את ביצועיהם הגרועים ביותר מאז משבר הסאב פריים ב-2008, כשמדד ה-S&P 500, סמן הדגל של שוק ההון האמריקאי, צנח ב-19.71% (תשואה נומינלית, ללא התחשבות שקלית ותוספת דיבידנדים, כפי שמחושב בטבלה מטה), ומדד ה-Nasdaq, שנהנה מעשור וחצי של רוח גבית ומומנטום חיובי בסקטור האינטרנט והטכנולוגיה, נחתך בשליש מערכו (-33.27%).

יתר על כן, אם בתחילת השנה הסנטימנט השלילי בשווקים תפס מניות בשוליים, בחודשים האחרונים של 2022 הנפילות החדות הגיעו גם לשערי המניות של החברות הגדולות, שבעיני רבים נתפסות כ"בטוחות" יותר: Apple (-26%), Amazon (-50%), Netflix (-51%), Paypal (-62%), Tesla (-65%), Shopify (-75%), Snapchat (-81%) ו-ARKK Innovation, קרן החדשנות המפורסמת של קת'י ווד (Cathie Wood) שצללה בכ-67%, מהוות רק חלק קטן מהשמות הבולטים שסגרו את השנה האחרונה באדום בוהק.
בקרב המדדים המרכזיים בישראל הירידות היו מעט פחות חריפות, אך מניות השוליים הקטנות ובעלות נפח המסחר הנמוך הובילו את מדד היתר של ת"א לנפילה של כ-33%.

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

| | נענע לונג[2] | MSCI World ACWI | S&P 500 Total Return | תל אביב 125 |
|---|---|---|---|---|
| **2021[3]** | -7.34% | -0.70% | 4.16% | 17.96% |
| **2022[4]** | -23.33% | -7.11% | -7.04% | -11.82% |
| **תשואה מצטברת** | -28.96% | -7.76% | -3.17% | 4.01% |

כפי שניתן לראות בטבלת התשואות, בדומה למגמה השלילית במדדים המרכזיים בארץ ובעולם, במהלך שנת 2022 תיק הקרן ירד ב-23.33%. יחד עם זאת, מאז מכתב אמצע השנה, במחצית השנייה של 2022 הקרן עלתה ב-7.6%, ונכון למועד הדיווח הנוכחי, המומנטום החיובי נמשך לתוך 2023.

[1] התשואות בטבלה מוצגות שקלית וכוללות דיבידנדים
[2] תשואת הקרן מוצגת לאחר ניכוי דמי ניהול ודמי הצלחה ולפני מס. תשואות השותפים עשויות להשתנות בהתאם לתנאים המוסכמים ומועד ההצטרפות
[3] נענע לונג קפיטל הוקמה ב-09/08/2021. תשואות הקרן והמדדים משקפות ביצועים החל מתאריך זה
[4] תשואות שנת 2022 נכונות ל-31/12/2022

# *סיכום שנת 2022*

במהלך שנת 2022 היו שני נושאים מרכזיים שהעסיקו את הכלכלות העולמיות בכלל והשווקים הפיננסיים בפרט – אינפלציה וריבית. למעשה, הדינמיקה בין רמת המחירים ושיעור הריבית במשק מהווה את אחד המפתחות העיקריים ליציבות כלכלית. כששתיהן נמצאות בשיווי משקל ונעות בטווחי היעד, הפעילות הכלכלית במשק בריאה וצומחת. אולם כששיווי המשקל מופר והקשר ביניהן מתנתק, יציבות המשק מתערערת ונסדקת – ובתמציתיות, זהו הסיפור של השנה האחרונה.

נראה שמעטים, אם בכלל, ציפו שרמות המחירים העולמיות תגענה השנה לשיא של כ-40 שנה. כשהאינפלציה החלה לטפס בשנת 2021, אפילו יו"ר הבנק המרכזי של ארה"ב, ג'רום פאוול (Jerome Powell), הרגיע את הרוחות והצהיר כי עליית המחירים זמנית. מספר חודשים בודדים לאחר מכן, מדד המחירים לצרכן בארה"ב כבר נסק לשיא של 9.1% ביוני 2022 – הקריאה הגבוהה ביותר מאז שנת 1981. נתון חריג זה הכריח את פאוול ואת יתר חברי ה-Federal Reserve להעלות את שיעור הריבית בחדות ובקצב מהמהירים בהיסטוריה.

לאחר כעשור וחצי של ריבית כמעט אפסית, שיעור הריבית הגבוה, שעומד בארה"ב על טווח שבין 4.5%-4.75% נכון לסוף פברואר, מספק למשקיעים אלטרנטיבת השקעה בטוחה שבשנים האחרונות נעלמה מהמפה. מכשירי השקעה סולידיים בדמות פיקדונות חיסכון, שמציעים ריבית של יותר מ-3%, ואג"ח ארה"ב לעשר שנים בריבית שנתית של 5% בקירוב, מפחיתים בטווח הקצר את האטרקטיביות של נכסי הסיכון ומעודדים את המשקיעים להוציא את כספיהם מהבורסות ולהיפטר ממניות, לרבות של חברות מצוינות.

אמנם עליית הריבית הביאה להתכווצות מכפילים חדה וכואבת, אך היא גם זו שמייצרת הזדמנויות למשקיעים בעלי אופק השקעה לטווח בינוני וארוך. כפי שציינו במכתב החצי שנתי של 2022, היציאה משוק דובי לשוק שורי בדרך כלל מהירה ביותר, ולעיתים קרובות משקיעים שמנסים לתזמן את תחתית הירידות מפסידים תשואה של שנים בפרק זמן קצר מאוד של ימים עד שבועות בודדים.

אסטרטגיית ההשקעה שלנו כלל לא מתעסקת בתזמון השוק, אך אנחנו תמיד קשובים למתרחש בסביבת המאקרו ולוקחים בחשבון סיכונים שעלולים להשפיע על החברות בפורטפוליו.
אחד ממנגנוני ההגנה שלנו כקרן הוא גודל פוזיציית המזומן בתיק. בהתאם למגמות שמתרחשות בשווקים, אנחנו מתאימים את הרכב ותמהיל התיק ונעים על הסקאלה שבין עמדה התקפית (הקטנת פוזיציית המזומן) להגנתית (הגדלת פוזיציית המזומן).
כך לדוגמה, בשלבים מסוימים לאורך השנה, כשהאינפלציה התפרצה ושינתה לגמרי את תנאי השוק ששררו בו בעשור וחצי האחרון, עברנו לעמדה הגנתית יחסית בעלת פוזיציית מזומן דולרי שהיוותה כ-30% מתיק הקרן. לפעולה זו הייתה השפעה חיובית כפולה על שווי התיק: צמצום ההשפעה של ירידות שערי המניות על הפוזיציות המושקעות לצד העלאת ערך פוזיציית המזומן, שכן בזמן ירידות גדולות בשוק העולמי, הדולר האמריקאי בדרך כלל נהנה מעליית ערך ומהווה מעין גידור טבעי.

בהמשך השנה, כשמכירות הפאניקה בשווקים הגיעו לשיא, הגדלנו בהדרגה החזקות של חברות איכותיות שדיווחו מצוין תוך כדי ההאטה הגלובלית שאנו חווים. כיום, אנחנו ממשיכים לעקוב אחרי שיעור האינפלציה והשפעתה על החלטות הריבית. יחד עם זאת, חשוב לזכור כי ההשפעה הגדולה של הזינוק באינפלציה על שוויי החברות כבר ברובה מאחורינו. יותר מתמיד, מה שיוביל את שערי המניות מנקודה זו והלאה יהיו בעיקר ביצועי החברות.

לפיכך, כשאנחנו בוחנים את החברות שמוחזקות בפורטפוליו שלנו אנחנו מרוצים מאוד מתפקודן וביצועיהן בתקופה הנוכחית, במיוחד לאור העובדה שחברות מובילות בעולם ספגו התכווצות בשיעורים גבוהים בשנת 2022 (בממוצע, רווחי מניות ה-S&P 500 ירדו בכ-5% ברבעון הרביעי). על אף תנאי השוק המורכבים, ובזמן שחברות שנחשבו לחזקות ביותר בשוק העולמי ב-10-20 שנים האחרונות דיווחו באופן פושר עד גרוע, כדוגמת אפל שרשמה התכווצות של כ-5% במכירותיה או גוגל ונטפליקס שצמחו רק ב-1% ו-2% בהתאמה, החברות בפורטפוליו ממשיכות לצמוח ולהפגין ביצועים מעולים, ובכך הן מעניקות לנו ביטחון רב להמשך הדרך.

## *סקירת פורטפוליו*

במכתב זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 22 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב, כשמתוכן כ-10 חברות מרכזיות המהוות כ-75% מתיק הקרן.

במכתב הקודם סיפרנו על חברת IT אירופאית שנכנסה לקרן כפוזיציית פתיחה חדשה וקטנה. מאז, החברה המשיכה לצמוח באופן חזק ביותר ועם ביצועיה המצוינים בדוחות האחרונים, החזקתנו בה גדלה, הן אורגנית עם נסיקת מחיר המניה והן באמצעות הקצאת הון נוסף לפוזיציה. כעת נפרט עליה יותר.
**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. לספיירוסופט מאזן חזק ללא חוב נטו ושוויה כיום עומד על כ-640 מיליון זלוטי פולני (WSE: SPR.WA).

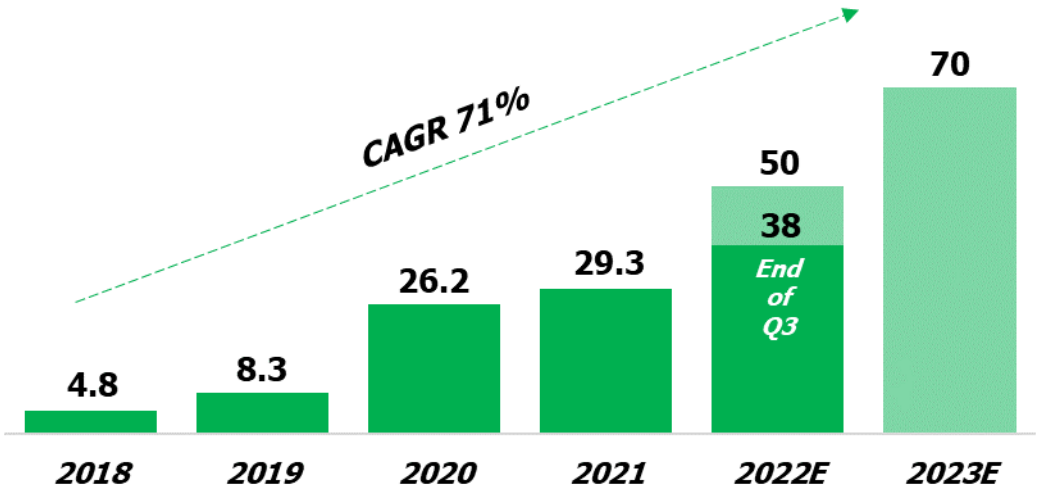
בשנים האחרונות העולם עובר טרנספורמציה דיגיטלית מואצת וחברות רבות זקוקות להקמה, שדרוג או תפעול של מערכות המחשוב שלהן. למרות ההכרה ביתרונותיו הגדולים של המעבר לדיגיטל, כ-80%-85% מהעסקים בעולם עדיין לא מחוברים לענן, אפילו לאחר תקופת סגרי הקורונה והמעבר לעבודה תדירה יותר מהבית. עובדה זו מעניקה לחברות גדולות וקטנות בתחום ה-IT (כדוגמת ספיירוסופט ואפסילון, עליה נרחיב בהמשך), רוח גבית ומסלול צמיחה ברור וארוך.

ספיירוסופט מתמקדת בעיקר בחברות קטנות-בינוניות, שמתקשות לקבל שירותי IT עקב פעילותן באזורים נידחים יחסית ומעדיפות להתחבר אל חברה כמו ספיירוסופט, שתדע לתפור להן פתרונות איכותיים ומותאמים אישית במחירים אטרקטיביים. כמו כן, לאורך השנים ספיירוסופט פותחת

משרדים במדינות זולות (דוגמת פולין, רומניה, קרואטיה, ארגנטינה, הודו ועוד) ויודעת לגייס אנשי IT איכותיים במשכורות נמוכות לעומת הממוצע בשוק.

ספיירוסופט רושמת את אחת התופעות הנדירות שנתקלנו בהן במחוזות שוק ההון והיא השכר הנמוך שמייסדיה מושכים – משכורות בגובה של כ-60 אלף זלוטי בשנה (פחות מ-50 אלף ש"ח). לדעתנו, זוהי עדות מצוינת לתמריץ והמוטיבציה של קברניטי החברה לפעול לרמות ביצוע גבוהות והגדלת הערך הפנימי של החברה באמצעות צמיחת מכירות ורווחים. אנו צופים שלאורך זמן אלו יובילו לעליית מחיר המניה ולתגמול גדול יותר עבור המייסדים כבעלי ההחזקה המרכזיים בספיירוסופט ועבורנו כמשקיעים בחברה.
בהקשר לביצוע חברות ותמריצים, צ'ארלי מאנגר (Charlie Munger), אחד המשקיעים הגדולים בהיסטוריה ושותפו של וורן באפט, ניסח זאת טוב מכולם כשאמר: " Show me the incentive, I'll show you the outcome".

תוך מספר שנים בלבד, ספיירוסופט הפכה מחברה קטנה שהוקמה כמעט באופן עצמאי לכזו שמייצרת רווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות ( EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) בקצב של 60-70 מיליון זלוטי בשנה.




**גרף 1: צמיחת אביטדה של ספיירוסופט בין השנים 2018-2023 (עם צפי בירוק בהיר), במיליוני זלוטי פולני**

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022, האביטדה של ספיירוסופט צמח ל-38 מיליון זלוטי (מ-20 מיליון זלוטי בתקופה המקבילה אשתקד), כשברבעון השלישי קצב הצמיחה הואץ לפי 2 ועמד על כ-16 מיליון זלוטי עם שולי רווחיות של כ-17% באביטדה. בהנחה שקצב הצמיחה הגבוה המשיך ברבעון הרביעי באופן שיסגור את 2022 עם אביטדה של כ-50+ מיליון זלוטי, והחברה תמשיך לצמוח ל-70+ מיליון זלוטי בשנת 2023, היא נסחרת כיום במכפיל נמוך מ-10 על שנת 2023. כלומר, החברה עדיין מתומחרת באופן אטרקטיבי בזמן שמתחרות בתעשייה נסחרות במכפילים שנעים בין 15 ל-20 וצומחות בקצב איטי לעומת ספיירוסופט שצמחה פי 10 באביטדה תוך 4 שנים בלבד.

למרות השוק הדובי שפוקד אותנו בשנה האחרונה, ספיירוסופט עלתה ביותר מ-100% ממחיר הקנייה הראשוני שלנו, ועל פי ביצועיה המעולים אנחנו עדיין סבורים שהמניה זולה מאוד.

נמשיך בתחום ה-IT עם עדכון תמציתי על **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 המשיכה את המומנטום העסקי החיובי של 2021, ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2022 מכירותיה צמחו בכ-60% לכ-45.7 מיליון אירו עם שורת אביטדה שצמחה בכ-75% ועמדה על כ-13.7 מיליון אירו. באופן היסטורי, הרבעון הרביעי של אפסילון חזק יותר עונתית ואנו מניחים שהחברה תעמוד בתחזיתה ותסגור את שנת 2022 עם אביטדה של כ-22 מיליון אירו.

המספרים של אפסילון ממשיכים להיות חזקים על אף סביבת המאקרו המאתגרת בגוש האירו, כך שרמת הביטחון שלנו לגבי המשך צמיחתה המהירה בשנים הקרובות נותרת גבוהה ביותר. החברה צפויה להרוויח מעל 30 מיליון אירו אביטדה בשנת 2023, שיהווה מכפיל 13 – תמחור אטרקטיבי ביחס למתחרות בשוק.

---

**טלסיס** הישראלית עוסקת בייבוא, שיווק והפצת מערכות, מכשור ורכיבים אלקטרוניים. היא בעלת החזקה של כ-73% בחברת בת בשם **אריסייט**, שמפתחת ומייצרת מודולים ממוחשבים ( System On Modules) ועליה מתבססת תזת ההשקעה שלנו בחברה.

תחום ה-SOM הוא שוק נישתי, שצומח בקצב מהיר מאוד וצפוי להגיע לכ-3.5 מיליארד דולר עד שנת 2025. עם התפתחות הטכנולוגיה והאינטרנט, עלה הצורך של מוצרים בסיסיים יחסית שנמצאים סביבנו לשדרג את יכולותיהם באופן שיתאים למציאות החדשנית בה אנחנו חיים כיום. בעזרת יצרניות SOM, מכשירים דוגמת מכונות קפה פשוטות, ציוד רפואי או הליכוני כושר הופכים ל"חכמים" ומגוונים מבחינת האפליקציות והפעולות שהם יכולים לבצע.

אריסייט לוקחת מעבדים של יצרניות שבבים מובילות, בונה על גביהם כרטיס אלקטרוני, מפתחת תוכנה ייעודית לצרכי הלקוח, מעבירה את המודול בכל התקנים הדרושים ומוכרת ללקוח הקצה את לוח המחשב כמוצר מוגמר. מעבר לערך שהלקוח מקבל עם המוצר, מיקור החוץ שנעשה באמצעות העבודה עם אריסייט חוסך לו משאבים, עלויות פיתוח גבוהות וזמן רב. רוב הלקוחות בתחום צריכים מעבדים למוצרים שנמכרים בכמויות של כמה עשרות אלפי יחידות ולכן לא משתלם להם לייצר את המעבדים בעצמם.

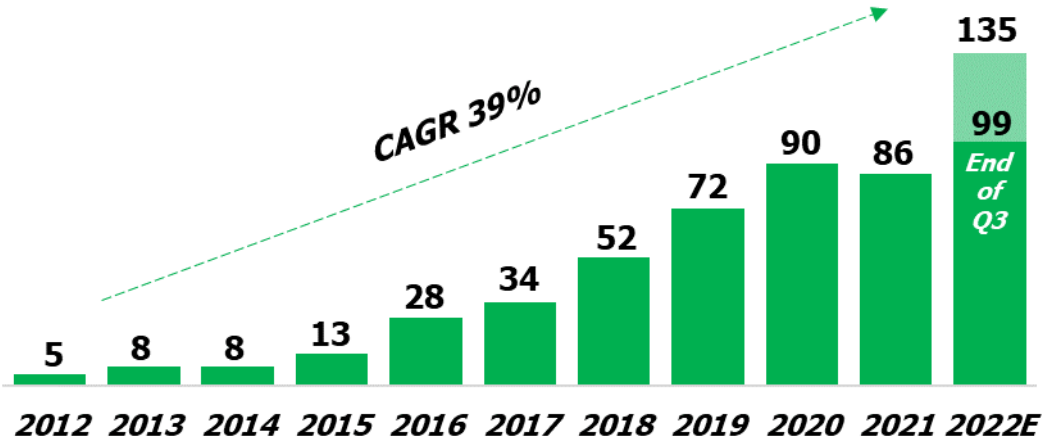
החברה ביססה את עצמה כאחת השחקניות הגדולות והמובילות בתחום ה-SOM בעולם, לא רק בעיני הלקוחות אלא גם בעיני יצרניות השבבים. בזמן שמתחרותיה נתקעו עם בעיות אספקה,

NANA LONG CAPITAL
Growth. Earn. Success

וריסייט אמנם הרגישה גם היא את משבר השבבים, אך בשל היותה שחקנית משמעותית בתחום קיבלה יחס מועדף מהספקיות הגדולות והצליחה לשים את ידה על רכיבים בעלי זמינות נמוכה.

וריסייט מתגלה כאחד מסיפורי ההצלחה הגדולים בשוק ההון הישראלי, עם היסטוריית ביצועים מעולה אפילו בזמן משברים. למרות האטה עולמית ובעיות בשרשרת האספקה שעיכבו מעט את מכירותיה (בשל זמינות חלקי יצרניות השבבים ולא כתוצאה מירידה בביקוש הגדול למוצריה), וריסייט המשיכה לספק תוצאות מצוינות. יתר על כן, אמנם החברה ישראלית ונסחרת בשקלים, אך פעילותה הענפה בחו"ל מעניקה רוח גבית נוספת לרווחיותה ולגידורה הטבעי מפני הרעת ערך השקל ביחס למטבעות אחרים בעולם.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022 החברה קפצה מ-60 מיליון ש"ח רווח נקי ל-99 מיליון ש"ח, כשברבעון השלישי הצמיחה עלתה ל-45 מיליון ש"ח מול 18 מיליון ש"ח ברבעון המקביל ב-2021 עם שולי רווחיות תפעולית של כ-47%.
צמיחת שורת הרווח הנקי של וריסייט לאורך השנים, ביחד עם מאזנה שנקי מחובות נטו, אפשרו לחברה לחלק השנה דיבידנד בשווי של 75 מיליון ש"ח המהווים כ-7.5% תשואה על מחיר המניה מתחילת השנה.




**גרף 2: צמיחת רווח נקי של וריסייט בין השנים 2012-2022 (עם צפי בירוק בהיר), במיליוני שקלים**

נכון למועד הדיווח הנוכחי, שווי טלסיס עומד על כ-1.17 מיליארד ש"ח (במחיר של 180 ש"ח למניה). כאמור, טלסיס מחזיקה בכ-73% מוריסייט ולכן חלקה של החברה בשנת 2022 צפוי להתקרב לכ-100 מיליון ש"ח רווח נקי. לפיכך, עם המשך צמיחתה בשנה הקרובה ומעבר לה, אנחנו מקבלים חברה עם רקורד מצוין ומכפיל רווח נקי חד ספרתי על שנת 2023.

שילוב של צמיחת רווחים חזקה וחלוקת דיבידנד משמעותי מהווה מחזה נדיר, בטח בשוק ההון הישראלי.

**אבולושן גיימינג (Evolution Gaming)** היא ספקית B2B (Business-to-Business) המובילה בעולם הקזינו המקוון עם למעלה מ-600 לקוחות ופורטפוליו המוצרים המקיף ביותר בתחום. החברה השוודית, שנוסדה בשנת 2006 ומרכזה בשטוקהולם, מפתחת, מייצרת, משווקת ומעניקה רישיונות משולבים למפעילי משחקים באירופה ובארה"ב. אבולושן שולטת בנישה הרווחית והצומחת ביותר של תחום ההימורים אונליין – משחקי הלייב קזינו.

אבולושן מספקת ללקוחותיה את כל ההיבטים הנדרשים על מנת להפעיל משחקים, החל מגיוס והדרכה של מגישי משחקים (דילרים) ואנשי צוות ועד לשירותי סטרימינג, הפקה, פיקוח, שירות לקוחות ומעקב.
החברה מארחת משחקי לייב קזינו באתרי לקוחותיה תוך התאמה אישית מלאה. בדומה למציאות, המשחק מורץ על ידי דילר שמנהל את המשחק בזמן שמשתמשי הקצה (השחקנים) משחקים בשולחן בזמן אמת ומקבלים החלטות במכשיריהם השונים (מחשבים, סמארטפונים, טאבלטים).

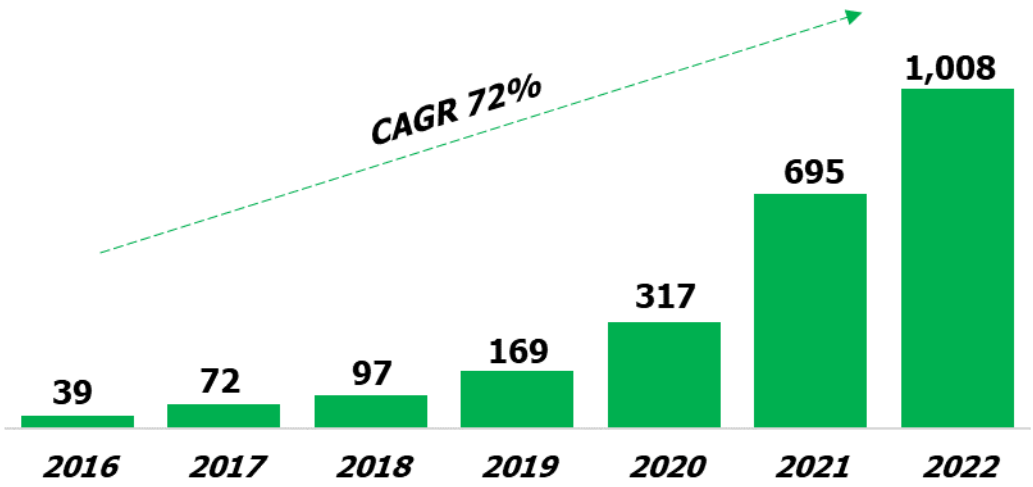
אבולושן מחזיקה בפורטפוליו רחב ומגוון של משחקי ליבה, שכוללים הן משחקי שולחן קלאסיים והן משחקי קזינו חדשניים, החל מרולטה חיה, בלאק ג'ק ופוקר ועד מונופול. החברה מרוויחה עמלה שנעה בין 10% ל-20% על הכנסות הברוטו שנוצרות מהמשחקים (הפסדי הלקוחות של מפעיל המשחקים).

שוק הימורי האונליין צומח בקצב מהיר ותופס נתח הולך וגדל משוק ההימורים המסורתי. נכון לסוף 2022, תחום הימורי האונליין מוערך ביותר מ-60 מיליארד דולר ועדיין מהווה פחות מ-20% מסך ההימורים הכללי. בתוך כך, משחקי הלייב קזינו, שמהווים את אזור ההתמחות ועיקר המכירות של אבולושן, מובילים את הצמיחה המהירה של הימורי האונליין עם צמיחה של כ-30% בממוצע בשנה בחצי העשור האחרון.

משחקי הלייב קזינו משבשים את תעשיית הקזינו הפיזי הקלאסי במספר דרכים:

1. יתרון לגודל – בניגוד לשולחן ההימורים המסורתי, לו מספר שחקנים מוגבל, בשולחן קזינו מקוון אלפי שחקנים יכולים לשחק בו זמנית מכל רחבי העולם.
2. הגברת הרגולציה בשוק – בניגוד לענפים אחרים, הרגולציה הגבוהה בשוק מהווה יתרון שמושך יותר ויותר מפעילים ושחקנים בזכות הביטחון שהיא נותנת להם להשקיע בענף ולקחת חלק במשחקים.
3. המשך התפתחות האינטרנט ושדרוג בקיבולת רוחב פס – מאחר שהפעלת לייב קזינו דורשת הפקת וידיאו באיכות גבוהה ויכולת יציבה של הזרמת אינטרנט, עד לאחרונה, אילוצים טכנולוגיים עיכבו את צמיחת השחקניות בתחום. עם השיפורים הטכנולוגיים כיום, חיבורי וממשקי האינטרנט טובים, יציבים וחזקים, כך שניתן להגיע למקומות נידחים יותר בעולם ולהגדיל את קהל הלקוחות האפשרי.
4. האמון ההולך וגובר בפתרונות תשלום מקוונים מושכים כמות הולכת וגדלה של שחקנים שתופסים את הלייב קזינו כאמין יותר.
5. רוב הכסף נשאר אצל הלקוח – בניגוד לקזינו הפיזי שלו עלויות גבוהות ביותר, ברוב במקרים, בלייב קזינו השחקנים נשארים עם יותר כסף שחוזר למנצחים בכל סיבוב.

הנתונים של אבולושן יוצאי דופן בכל קנה מידה. החברה צמחה באביטדה מ-39 מיליון אירו בשנת 2016 ליותר ממיליארד בשנת 2022, ורק לאחרונה היא דיווחה רבעון רביעי מצוין עם צמיחה של כ-35% ושולי רווחיות של כ-68% באביטדה.




**גרף 3: צמיחת אביטדה של אבולושן בין השנים 2016-2022, במיליוני אירו**

כיצד ניתן להסביר את קצב הצמיחה המהיר של אבולושן?
ראשית, יכולת החברה להציע מגוון עשיר של משחקים, מסורתיים וחדשניים, מבדלת אותה הן מבתי הקזינו הפיזיים והן ממתחרותיה בעולם ההימורים המקוון. אבולושן הייתה חלוצה וממשיכה לפעול בחזית המעבר של משחקי הקזינו הקלאסיים (רולטה, בלאק ג'ק, פוקר ומשחקי קלפים נוספים) לפלטפורמה המקוונת באמצעות יצירת תוכן איכותי של קזינו "חי" אונליין.

בנוסף, חלק גדול מההצלחה של אבולושן מגיע לטוד האושלטר (Todd Haushalter), שמכהן בתפקיד ה-Chief Product Officer & Games Operations. האושלטר, שלקח הימור גדול כשעזב את תפקידו בבלאג'יו המפורסם בלאס וגאס והצטרף לחברה שוודית קטנה יחסית בשנת 2016, אובססיבי לגבי תחום הלייב קזינו והתחרות בו, ודוחף ללא הרף ליצירת משחקים חדשניים ואהובים. בסביבת החברה מכירים בנקודות הזכות הרבות שיש לו ביכולתה של אבולושן להמשיך לייצר משחקים פורצי דרך בתחום הלייב קזינו ובסלילת כיווני צמיחה חדשים לחברה.

כמו כן, רישיונות שקיבלה החברה לאחרונה עבור פעילותה בארה"ב מהווים רוח גבית נוספת שמתדלקת את צמיחתה, על אף שהיא עדיין נמצאת בראשית דרכה בשוק הגדול בעולם. זאת ועוד, מגמת הנפקת רישיונות הפעלת קזינו אונליין תופסת תאוצה בקרב מדינות שמכירות בפוטנציאל ההכנסות האדיר שהן יכולות להניב מתקבולי מיסים.

מתחרות רבות ניסו להעתיק את המודל המצליח של אבולושן, אך אף אחת לא הצליחה להתקרב לרמת הביצוע שלה. כך, היתרון התחרותי של החברה רק גדל והתעצם והפערים בינה לבין יתר החברות בתחום התרחבו אף יותר.
מאחר שכיום לאבולושן יתרון לגודל, היא יכולה להרשות לעצמה להשקיע תקציבי עתק ביחס למתחרות ולייצר משחקים מובילים תוך שמירה על שולי רווחיות גבוהים מאוד. יתר על כן, החברה נהנית מאפקט רשת חזק ביותר – ככל שהיא משחררת משחקים אטרקטיביים יותר ומגדילה את

כמות לקוחותיה (מפעילי המשחקים), יותר שחקנים משתתפים בפלטפורמה ושולי הרווח משתפרים עוד ועוד.

כפי שניתן לראות, אבולושן צמחה בקצב מסחרר בשנים האחרונות ולאור כניסתה לארה"ב והצמיחה החזקה באסיה, אנחנו אופטימיים לגבי יכולתה להמשיך לצמוח בקצב מהיר תוך שמירה על שולי רווחיות תפעולית זהים לאלו שהיא מציגה כיום.
החברה צפויה לרשום אביטדה גבוה מ-1.3 מיליארד אירו בשנה הקרובה, כשכיום שווי השוק (SFB: EVO.ST) שלה עומד על כ-24.5 מיליארד אירו (במחיר של 1,250 קורונה שוודית). כלומר, אבולושן מתומחרת במכפיל 19 על שנת 2023 – לא תמחור זול באופן אבסולוטי, אך לאור היסטוריית החברה, יתרונותיה התחרותיים ואיכותה אנחנו מאמינים שזה עדיין מחיר אטרקטיבי.
בנוסף, לפני מספר חודשים האושלטר ומנכ"ל החברה רכשו מניות של החברה בשווי עשרות מיליוני אירו (באזור מחיר 900 קורונה שוודית למניה) ובכך הראו אמון גדול בחברה ובמחירה האטרקטיבי.

---

**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**

במהלך שנת 2022, מלי הוכיחה פעם נוספת את יכולתה להמשיך לבצע ברמה גבוהה בתנאי שוק מאתגרים. דו"ח החברה, שיצא בימים האחרונים, מראה כי היא צמחה ב-56% ברבעון הרביעי של השנה לעומת מקבילו בשנת 2021, כאשר כל מדדי הביצוע המובילים של מלי נמצאים בשיאם (צמיחה של כ-36% בחטיבת המסחר המקוון ו-93% בחטיבת הפינטק, לפי מטבע מקומי).

בנוסף, שולי הרווח של החברה זינקו מ-1% ברבעון הרביעי של 2021 ל-11.6% ברבעון האחרון של שנת 2022. נתון זה מדגים את המינוף התפעולי האדיר של מלי ומאותת על הפוטנציאל הרב שיש לה להמשיך לצמוח במכירות ולהעלות את שולי הרווח, אם כי כנראה לא באותו קצב כפי שרשמה השנה.

על פי התחזיות, אנו מצפים שמכירותיה של מלי יגיעו לכ-14 ו-18 מיליארד דולר בשנת 2023 ו-2024 בהתאמה, עם המשך טיפוס הדרגתי בשולי הרווחים גם בהמשך. להערכתנו, החברה עדיין זולה ומתומחרת במכפיל מכירות של כ-3.3 על שנת 2024. במקרה שדברים ילכו כמתוכנן, בשנים הקרובות מלי תגיע לשיעורי רווחיות תפעולית של כ-20%-25% והיא מתומחרת במכפיל שנע בין 13 ל-16 על כוח הרווח בשנת 2024.

---

**פלוס500 (Plus500)** היא חברה ישראלית המפעילה פלטפורמה למסחר בחוזי הפרשים (CFD). לחברה פלטפורמה בעלת 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 וב-32 שפות, אך ורק במקומות בעלי רישיון רגולטורי.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

כפי שציינו במכתב הקודם, פלוס משגשגת בעיקר בתנאי שוק תנודתיים וסוערים. ואכן, החברה הרוויחה לאורך שנת שוק קשה ומורכבת כפי שהייתה 2022, ובכך היוותה עבורנו בקרן מעין פוזיציית גידור. עם הירידה בתנודתיות בחודשים האחרונים, אנו צופים שרווחיות החברה תיפגע והחלטנו לנצל את העובדה שפלוס הגיעה לתמחור פחות זול באופן יחסי ולהקצות הון לחברות איכותיות שנסחרות במחירים אטרקטיביים יותר בסביבה הנוכחית.
בנוסף, רגולציה חדשה שצפויה להיכנס לתוקף השנה בבריטניה ועלולה לפגוע בחברה, תרמה גם היא להעדפתנו לבחון את ההתפתחויות סביב פלוס מ"רחוק".

לכן, החלטנו למכור את פלוס ברווח (בסביבות מחירי 19 לישט למניה), לאחר שמחירי הקנייה שלנו נעו בטווח של 13-14 לישט, לפני דיבידנדים שהוסיפו יותר מ-10% תשואה על ההחזקה.
נמשיך להתבונן במצב החברה ולבחון האם היא מתקדמת בכיוון הרצוי, הן בפעילותה המסורתית והן בכניסתה לשווקים נוספים בעולם (כולל ארה"ב ויפן) והשקת מוצרי מסחר חדשים, כך שלא מן הנמנע שבמחיר המתאים, פלוס תחזור להיות חלק מהשקעות הקרן.

## *עם הפנים לשנת 2023*

שנת 2023 נפתחה באופטימיות זהירה, הן בזירת הנתונים המאקרו-כלכליים והן בסנטימנט של המשקיעים בשוק. בחודשים האחרונים רמות האינפלציה בארה"ב החלו לדעוך וחברות שביצעו טוב מתחילות לייצר מומנטום חזק שעורר תיקון מסוים במחירי המניות. יחד עם זאת, שיעור האינפלציה (6.4% נכון לינואר 2023) עדיין גבוה מרמת היעד של הפד (2%) והעלאות ריבית נוספות עוד בדרך.

כאמור, אינפלציה וריבית היו **ה**נושאים (בה"א הידיעה) שליוו את השנה האחרונה, ובשנה הקרובה ניתן להוסיף למשולש את הצלע השלישית שלו – מיתון. המשקיעים בשוק ממתינים לראות מתי הפד יעצור את העלאות הריבית (Pause) ומתי הוא יחל להוריד אותה בחזרה (Pivot), כשאחד מהגורמים המרכזיים שעשויים לרמוז על התשובה לשאלות אלו הוא רמות הצמיחה (או ההאטה) של כלכלת ארה"ב.

במקביל, אירועים גיאו-פוליטיים דוגמת המלחמה בין רוסיה לאוקראינה והמתיחות בין ארה"ב לסין סביב ריבונותה של טייוואן, עדיין נמצאים ברקע. בנוסף, כמשקיעים בישראל, לאחרונה אנחנו עדים לסיכון נוסף שמתעורר בדמות הרפורמה המשפטית והשפעתה על היחלשות השקל ביחס לדולר. השקל, שהיה אחד המטבעות החזקים בעשור האחרון, עלול להמשיך לאבד גובה, מגמה שתורמת לתשואת התיק שלנו כקרן שמחזיקה בעיקר בהשקעות זרות ומט"ח.

אירועים כאלו תמיד ליוו וילוו את השוק, אך המיקוד שלנו היה ונותר החברות שאנחנו מחזיקים והביצועים החזקים שלהן, שנותנים לנו סיבות רבות לאופטימיות גם אם בטווח הקצר מחירי המניות עדיין יחוו תנודתיות גבוהה.

מלכתחילה אסטרטגיית ההשקעה שלנו מתבססת על מציאת חברות מיוחדות ששולטות בנישה בה הן נמצאות ויודעות לנווט את פעילותן העסקית גם במצבי משבר, ולראיה, החברות בתיק הקרן הצליחו לצמוח באופן מרשים אפילו בתנאי שוק מאתגרים שלא נראו בשנים האחרונות.
יותר מכל, התקופה הזו הוכיחה שזוהי הדרך הנכונה להשגת תשואות יוצאות דופן לאורך טווח בינוני-ארוך והרכב החברות שנמצא בפורטפוליו ותמחורן האטרקטיבי ממצב אותנו עם בסיס חזק ובעמדה חיובית לצלוח את המשבר הנוכחי וליצור ערך גבוה בעתיד.

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.