שותפות ושותפים יקרים,

בחודשים האחרונים אנחנו חווים את אחת התקופות הקשות והמורכבות בתולדות מדינת ישראל. בבוקר ה-7/10/2023 התעוררנו למציאות חדשה שתמשיך להשפיע על כל אחד ואחת מאיתנו עוד זמן רב. על כן, אנחנו מודעים לכך שייתכן כי מכתב זה תופס אתכם בעיתוי בו מחשבותיכם ממוקדות בעניינים דחופים ומשמעותיים יותר. יחד עם זאת, באחריותנו להציג בפניכם תמונת מצב של פעילות הקרן גם אם מדובר בנושאים שנראים מעט שוליים ברוח התקופה. מכתבים אלו הם הכלי הטוב ביותר שיש ברשותנו על מנת לעדכן אתכם בנעשה בקרן בשנה האחרונה ובציפיותינו להמשך, ולכן יש בהם חשיבות רבה גם בזמנים מאתגרים אלו.
אנחנו מקווים כי אתם וקרוביכם בטוב, 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.

<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[4]	33.96%	26.03%	30.16%	4.07%
תשואה מצטברת	-4.83%	16.81%	25.98%	7.70%

בניגוד לרוב התחזיות ערב שנת 2023, הייתה זו אחת השנים הטובות ביותר בשווקי ההון ברחבי העולם. המשקיעים נכנסו ל-2023 אחרי שנה מורכבת ומלאת אירועים מאקרו-כלכליים וגיאו-פוליטיים שהציגו איומים משמעותיים ואמיתיים על הבורסות והכלכלות העולמיות. אך בפועל, המדדים המובילים רשמו עליות חדות, בעיקר בזכות חברות הטכנולוגיה הגדולות שמשכו את התשואות כלפי מעלה.

כפי שניתן לראות בטבלת התשואות, תיק הקרן רשם שנה מוצלחת במיוחד והשיא תשואה עודפת ביחס למדדים המובילים בארץ ובעולם. תשואת הקרן בשנת 2023 עמדה על כ-34% (לפני מס ודמי הצלחה) ובכך סיימנו את השנה בטופ 3 הקרנות בעלות התשואות הגבוהות ביותר בישראל.
אולם, כפי שלקחנו בפרופורציות תקופות פחות מוצלחות, כך גם איננו "מסתנוורים" מהביצוע המוצלח של הקרן השנה ומטרתנו נותרה זהה – להשיא לשותפים ושותפות בקרן תשואה מנצחת לאורך זמן. כפי שנציג במכתב זה, אנחנו בטוחים מאוד ביכולתנו לעמוד במטרה זו בשנים הקרובות.

[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 2023 נכונות ל-31/12/2023

שימו לב כי ממכתב למכתב ייתכנו שינויים קלים בתשואות המדדים בטבלה הנ"ל בהתאם לפעולות שמבצעות החברות שמרכיבות את מדדים אלו. להסבר נוסף, אנא קראו את הערה 1 הנ"ל.

סיכום שנת 2023

שנת 2023 הייתה אחת המטלטלות בהיסטוריה של מדינת ישראל. מלחמת "חרבות ברזל" שפרצה לקראת סוף השנה היוותה כמובן את החותמת הסופית לתואר המפוקפק של "השנה הקשה ביותר מאז קום המדינה", אך הסערה החלה כבר בראשית השנה עם הצגת הרפורמה המשפטית שהציתה מחלוקות רבות, ביקורות חריפות, מחאה חברתית מהגדולות שידענו במדינה וגל הפגנות בכל רחבי הארץ שנמשך חודשים ארוכים.
מטבע הדברים, לאירועים ביטחוניים-חברתיים-פוליטיים מהסוג עמו התמודדה ישראל בשנה האחרונה יש נטייה לזלוג ולהשפיע גם על היבטים כלכליים, וכך לאחר משיכות כספים של חברות ומשקיעים פרטיים ומוסדיים מהמשק הישראלי ואזהרות רבות ונשנות מצד גורמים פיננסיים בכירים, לראשונה בתולדות המדינה, בתחילת פברואר 2024, ישראל חוותה הורדת דירוג אשראי. אין ספק שהכיוון מדאיג ועלול להחמיר, על אחת כמה וכמה אם לא יבוצעו צעדים משמעותיים לשיפור הכלכלה הישראלית.

באופן כללי, בקרן אנו נוטים לשמור על אופטימיות, אך תמיד ערים ומודעים לסיכונים שטמונים בהשקעה בישראל, במיוחד בתקופה רגישה ומורכבת זו. קשה מאוד לצפות את כיוון השקל והדולר וגורמים רבים עשויים להשפיע על תנודות המטבע המקומי, לטוב ולרע. לכן, אנחנו בוחרים בקפידה יתרה את השקעותינו בישראל ומשנים את חשיפתנו לשוק בארץ בהתאם לאיומים, ההזדמנויות וההתפתחויות שמתרחשות בזירה המקומית. החברות הישראליות בתיק הקרן הן כאלו שפעילותן בחו"ל משמעותית וכיצואניות רוב רווחיהן מתקבלים במטבעות זרים, מה שמקנה לנו גידור לתנודתיות של השקל הישראלי.
מעבר לכך, רוב פורטפוליו הקרן מורכב מחברות בינלאומיות ואנחנו רוכשים החזקות "מסביב לעולם" באופן שמעניק לתיק גידור טבעי לשקל, הן בזמני שגרה והן בתקופות שבהן הסבירות להרעה כלכלית בארץ עולה. חשוב לציין כי אנחנו כמובן מייחלים לשגשוגה של המדינה, גם על חשבון תוצאות קצרות טווח של הקרן, שמרוויחה מהחלשות השקל. כמו כן, אנחנו ממשיכים לחפש חברות מצוינות במחירים זולים גם בשוק הישראלי, אך כמו תמיד, עליהן לעמוד בסטנדרטים הגבוהים שאנו מציבים להשקעות שלנו.

ברמת המאקרו העולמית, כפי שציינו במכתב אמצע השנה של 2023, הקונצנזוס ששרר בקרב אנליסטים, מנהלי השקעות וכלכלנים בכירים הוא שמיתון הוא לא שאלה של האם אלא מתי ועד כמה חמור. בפועל, כלכלת ארה"ב המשיכה לצמוח ושוק העבודה האמריקאי מראה חוסן מרשים על אף הריבית הגבוהה שמנהיג הבנק המרכזי של ארה"ב, ה-Federal Reserve (ה"פד"). עוד מוקדם להכריז על ניצחון בדמות "נחיתה רכה" (Soft landing) לפיה הפד יצליח לנווט את המשק האמריקאי לריסון האינפלציה מבלי שעליית הריבית תרסק את הפעילות הכלכלית בארה"ב, ויש

לזכור כי הסיכוי ל"נחיתה קשה" (Hard landing) שתכלול מיתון ושיעור אבטלה גבוה עוד קיים בהמשך – אך לפחות את הפעילות הכלכלית של שנת 2023 ניתן לסכם כהפתעה חיובית.

עם הכניסה לשנת 2024 הדיון המרכזי שמוביל את השווקים הוא מועד תחילת הורדת הריבית של הפד. בפגישתו האחרונה בסוף ינואר 2024, הפד החליט להחזיק את הריבית יציבה בפעם הרביעית ברציפות על טווח יעד של 5.25%-5.5%. בעקבות נתוני מאקרו חזקים שפורסמו לאחרונה (שיעור האינפלציה ונתוני התעסוקה בארה"ב), ציפיות השוק למועד תחילת הורדת שיעור הריבית השתנו מעט ונדחו מהרבעון הראשון של שנת 2024 להמשך השנה. נכון לסוף ינואר 2024, תחזיות השוק לגבי גובה הריבית האפקטיבית של הקרנות הפדרליות עומדות על כ-3.83% בסוף 2024 ו-2.83% בסוף 2025. נראה כי המשק מתאים את עצמו לתחזיות ושנת 2024 כבר ממותגת כ"שנת התייעלות". חברות רבות החלו בגלי פיטורים, כשהקיצוצים צפויים להימשך גם לתוך שנת 2025.

———

כאמור, המדדים המובילים בעולם חתמו שנה של עליות חדות, כשמרבית התשואה מגיעה מהחברות הגדולות בשוק וממהפכת ה-AI והשבבים בראשות אנבידיה (Nvidia). כפי שציינו במכתבים הקודמים, לצד גמישות מחשבתית באסטרטגיית ההשקעה שלנו, אנחנו מעדיפים להישאר עם רגליים על הקרקע ולהשקיע בחברות עם תמחור נמוך משמעותית ולא להתבסס על תחזיות צמיחה עתידיות ואגרסיביות ביותר.
יחד עם זאת, יש לציין כי גם חברות הקרן נהנות מהפריחה בתחום ה-AI. לדוגמה, מרקדוליברה שמהווה את אחת ההחזקות המשמעותיות בקרן ומעסיקה למעלה מ-15 אלף מתכנתים, נמצאת בחוד החנית הטכנולוגית ונהנית מגל הבינה המלאכותית שתורמת לשיפור ביישומים רבים בחטיבותיה השונות.

לאור ההצלחה של המניות ה"גדולות" בשנה האחרונה, נשאלת השאלה מדוע בכלל כדאי להשקיע בחברות קטנות-בינוניות? מחקר שפורסם לאחרונה בספר Global Outperformers[5] הראה כי 97% מהמניות שהשיאו תשואה של פי 11 ומעלה בעשור שבין 2012-2022 היו בעלות שווי שוק נמוך מ-2 מיליארד דולר, כשרובן אף היו בעלות שווי שוק שנע בין עשרות למאות מיליוני דולר.
נתון זה לא מאוד מפתיע, שכן לחברות יש סיכוי גבוה יותר לקפוץ באופן כה גדול משווי שוק קטן ולהמשיך להגדיל את רווחיותן וצמיחתן לאורך זמן. אך בכל זאת, המחקר מהווה תזכורת לאפסייד שטמון בחברות אלו לעומת הנטייה להימשך לשמות הגדולים והמפורסמים.
כמו כן, ממצא חשוב במחקר הראה כי כ-83% מאותן חברות היו רווחיות כבר בשנת 2012, כך שאפילו לא היה צורך "להמר" על חברות "חלום" ללא רווחיות.

באופן כללי, כיום המניות הקטנות והבינוניות (במונחי שווי שוק) מתומחרות בפער הגדול ביותר ב-20 שנה האחרונות ביחס למניות הגדולות. חברות קטנות-בינוניות אלו, עליהן הקרן שלנו מתבססת ברובה, זולות משמעותית ואטרקטיביות ביותר להשקעה לעומת ה"מגה" חברות שמובילות את המדדים.
כפי שהמחקר הנ"ל הראה, השקעה לטווח ארוך מיטיבה עם סוג מניות זה, במיוחד אלו שנבחרות בקפידה. לכן, המניות שנכנסות לתיק עוברות ניתוח מעמיק ותהליך ניפוי מחמיר, כשמראש נבחנות

[5] Eyesan, D & Jenga Investment Partners (2022). *Global Outperformers – A decade study of the top performing globally listed companies*

רק אלו שאנו מאמינים שנוכל "לרכב" איתן שנים רבות. יתר על כן, העובדה שמניה נשארת בתיק זמן רב לא אומרת שאנחנו פסיביים לגביה ומניחים ש"יהיה בסדר". אנחנו תמיד נוקטים בגישה אקטיבית וממשיכים לעבוד ולנתח את החברות שנמצאות בפורטפוליו באמצעות קריאת דוחות ודיווחים, מעקב אחר קצב צמיחתן וניתוח התעשייה והמתחרות, תוך שאנחנו מוודאים שתזת ההשקעה שלנו מתקדמת כמצופה.

מבחינת "חיי המדף" של המניות בקרן, שאיפתנו היא להחזיק במניות לטווח ארוך ככל שניתן. אולם, רק מניות שעונות באופן עקבי על רף הציפיות הגבוה שאנחנו מציבים נשארות בפורטפוליו לאורך זמן. ברגע שאנחנו מבחינים בשינוי לרעה בתזת ההשקעה או שדו"ח החברה לא עומד בציפיותינו, אנו לא מהססים למכור ולהמשיך הלאה על מנת לצמצם את הדאונסייד, להימנע מטעויות עד כמה שניתן ולהמשיך להשקיע בחברות המצליחות ש"מנצחות" בעקביות ולאורך זמן.

כמו כן, אנחנו תמיד בוחנים את תמחור החברה ובודקים האם היא עדיין אטרקטיבית ביחס ליתר החברות בתיק ולעומת חברות אלטרנטיביות שמחכות מחוץ לתיק, במיוחד בתקופה הנוכחית שמאופיינת בריבוי הזדמנויות. אנחנו נמצאים במעקב דקדקני אחר המתרחש בשווקים ומקפידים לוודא שהעסקים האטרקטיביים ביותר שנמצאים על הרדאר שלנו מהווים את ההחזקות המובילות שלנו בקרן.

להערכתנו, בשנתיים-שלוש הקרובות חלק גדול מהמניות שנמצאות איתנו מתחילת הקרן ייסחרו במחירים גבוהים משמעותית ממחירי הקנייה שלנו ויספקו הוכחה לכך שסבלנות עם חברות מעולות, במחיר הנכון, מהווה סגנון השקעה מנצח.

סקירת פורטפוליו

בחלק זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 24 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-89% 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 של אמצע שנת 2022**

אפסילון ממשיכה בדרכה להפוך ל-One Stop Shop מובילה ומשמעותית בשוק היווני, וכיום ארסנל הפתרונות שהיא מציעה לעסקים המקומיים מגוון ופונה לכל סקטור ובכל תחום. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 החברה צמחה בכ-30% הן במכירות (59.5 מיליון אירו) והן באביטדה (17.9 מיליון אירו) ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, תוך שהיא עומדת על כ-30% שולי רווחיות. מספרים אלו מרשימים עוד יותר כשלוקחים בחשבון שהרבעון הרביעי הוא החזק ביותר של אפסילון לעומת יתר השנה ובאופן משמעותי.

ברבעונים האחרונים החברה ייצרה מנועי צמיחה חדשים שצפויים לעזור לה להמשיך להעמיק את שליטתה ולהגדיל את הרווח שהיא מפיקה פר משתמש. לדוגמה, לאחרונה אפסילון השיקה שירות יחיד במינו ביוון בדמות כרטיס עבודה דיגיטלי שמתחבר לענן ומחבר בין העובד, העסק ורואה החשבון. כבר עכשיו דוחות החברה מעידים על הצלחת השירות ותרומתו להמשך הצמיחה של אפסילון. בנוסף, שיתוף הפעולה של החברה עם הבנק הלאומי של יוון (מערכת תשלומים משותפת) נכנס לפעולה ומעניין יהיה לראות כיצד הוא יתבטא ברבעונים הקרובים.

בשבועות האחרונים אפסילון אותתה כי גם שנת 2024 נפתחה ברגל ימין. בדיווח האחרון של החברה היא עדכנה כי מתחילת השנה קרוב ל-10 אלף עסקים חדשים הצטרפו ל-Epsilon Smart, תוכנת חשבוניות אלקטרוניות מבוססת ענן לעסקים קטנים ובינוניים, שמהווה לאפסילון אפיק משמעותי לרווחים חוזרים. נכון למועד זה, כמעט 109 אלף עסקים משתמשים באפסילון סמארט, כמות שעתידה להמשיך ולגדול.

להערכתנו, בשנת 2024 אפסילון תרוויח קרוב ל-40 מיליון דולר באביטדה ובשנת 2025 תתקרב ל-50 מיליון דולר באביטדה, מה שיעניק לה מכפיל אביטדה (בסביבות 12) אטרקטיבי מאוד לסוג עסק שכזה עם מסלול ארוך וצמיחה משמעותית. נכון למועד מכתב זה, החברה נסחרת בשער של 10.54 אירו למניה, שמקנה לה שווי שוק של 570 מיליון אירו ואנחנו ממשיכים לעקוב אחר ביצועיה של אפסילון, שעד כה נותנת סיבות רבות להעריך כי עתיד החברה חיובי.

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**

ביום חמישי האחרון החברה דיווחה דו"ח מצוין והציגה האצה ביחס לרבעונים הקודמים בשנה עם צמיחת מכירות של כ-42% ברבעון הרביעי של 2023 ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2022. שולי הרווח התפעולי המתואם, בניכוי הוצאה חד פעמית, שעמדו על 13.4% ברבעון האחרון של השנה (ביחס ל-10.7% ברבעון הרביעי של 2022) הובילו לצמיחה של 77% ברווח התפעולי לעומת הרבעון המקביל אשתקד והגיעו ל-570 מיליון דולר. נכון לסגירת מכתב זה, מלי נסחרת בשווי שוק של כ-82 מיליארד דולר ובשער של 1,629 דולר למניה (NASDAQ: MELI).

מלי ממשיכה לספק תוצאות מצוינות, דו"ח אחר דו"ח ושנה אחר שנה, כשכל חטיבותיה פועלות באופן נמרץ במצב של "Firing on all cylinders". חטיבת האיקומרס צמחה ב-41% במכירות בשנת 2023 לעומת 2022 ואילו חטיבת הפינטק רשמה צמיחת מכירות של 33% באותו פרק זמן. התנופה הזאת נובעת משליטה דומיננטית של החברה בשווקים שבהן היא פועלת ויכולת מרשימה להמשיך ולדלוור ברמת ביצוע גבוהה ששמורה למספר מצומצם של עסקים והנהלות בעולם שמסוגלים לנפק תוצאות כאלו איכותיות באופן כה עקבי. אנחנו נותרים אופטימיים מאוד לגבי עתידה של מלי ומעריכים שגם בשנים הקרובות היא תמשיך לצמוח מעבר לציפיות השוק תוך המשך הרחבת שולי הרווח בטווח הארוך.

טלסיס הישראלית עוסקת בייבוא, שיווק והפצת מערכות, מכשור ורכיבים אלקטרוניים. היא בעלת החזקה של כ-73% 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 של סוף שנת 2022**

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023, וואריסייט, חברת הבת של טלסיס, צמחה ב-40% במכירות (כ-301 מיליון ₪) וב-56% ברווחיות התפעולית (כ-153.7 מיליון ש"ח).

מעבר לכך, העדכון העיקרי לגבי טלסיס הוא הנפקת המניות ודילול המשקיעים שהחברה ביצעה לטובת רכישת החלק שנותר בוואריסייט והשלמת שליטתה המלאה בחברה (מ-73% ל-100%). מבחינת תמחור, בטווח הקצר אין שינוי מאחר שמהלך זה אמנם מגדיל את שווי השוק של החברה, אך גם את ההחזקה בחברת הבת ואת הרווחים שמתקבלים ממנה. בטווח הארוך, לרכישה זו שני יתרונות משמעותיים בדמות החזקה מלאה בנכס העיקרי של חברת האם ופישוט הדוחות עבור המשקיעים, מהלכים שמקדמים הנפקה אפשרית בשוק בארה"ב והענקת מכפילים גבוהים וראויים יותר לחברה.

להערכתנו, החברה עדיין מתומחרת בחסר (שער מניה של 254 ש"ח) עם מכפיל רווח תפעולי דו ספרתי נמוך על שנת 2024, אפילו אם מניחים תסריט שמרני לפיו טלסיס לא תרשום צמיחה מהותית השנה. במקביל, החברה ממשיכה לחלק דיבידנדים נאים של 7%-8% ממחירה הנוכחי.

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 של אמצע שנת 2023**

OTL, שנכנסה בשנה האחרונה לפורטפוליו הקרן, חותמת שנת 2023 מצוינת עם צמיחה של 29% במכירות (כ-500 מיליון דולר) ו-25% באביטדה (כ-84 מיליון דולר) ביחס לשנת 2022. ברבעון הרביעי של השנה, תזרים המזומנים השוטף של OTL עמד על 50 מיליון דולר, נתון שתורם רבות למאזן החברה ומוריד משמעותית את יחס החוב לאביטדה.

על פי הדו"ח השנתי, בסוף שנת 2023 החוב של החברה לטווח הארוך עומד על פחות מחצי מהאביטדה השנתי שלה, כך שניתן להעריך בזהירות כי OTL תסיים את שנת 2024 נטולת חובות ועם מזומן נטו בחשבון שיוקצה לחלוקת דיבידנדים שמנים לבעלי מניותיה (כפי שהחברה נוהגת לעשות). בשנת 2023 OTL חילקה כ-10 מיליון דולר כדיבידנד, מהלך שהעניק לנו בקרן תוספת של 6% תשואה למחיר הקניה שלנו ללא קשר לתשואה שהתווספה מעליית מחיר המניה.
בנוסף, צבר ההזמנות (Backlog) של החברה צמח ב-150 מיליון דולר ועומד על למעלה מ-1.2 מיליארד דולר נכון לסוף 2023.

בשורה התחתונה, הנתונים העיקריים שאחריהם אנחנו עוקבים ב-OTL השתפרו באופן משמעותי במהלך שנת 2023 – האביטדה והבקלוג גדלו כשבמקביל החוב קטן. יתר על כן, למרות שמחיר המניה הנוכחי (63.8) של החברה עלה מאז שפתחנו פוזיציה בחברה (בשער 50), היא עדיין מתומחרת בחסר לעומת חברות דומות בתחום עם יחס שווי תפעולי לאביטדה נמוך מ-3 על התחזיות לשנת 2024 ונסחרת כיום בשווי שוק של כ-250 מיליון דולר.
עד כה, ביצועי החברה חזקים ומסלול הצמיחה שלה נראה חיובי. אנחנו ממשיכים לעקוב מקרוב אחר התקדמותה תוך שאנו מוודאים כי תזת ההשקעה שלנו ב-OTL עומדת בעינה.

———

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 של סוף שנת 2021**

לאחר שמחיר מנייתה של פלוס (LSE: PLUS.L) עלה החלטנו לנצל זאת ולמכור ברווח לטובת השקעות אחרות שהעניקו הזדמנויות אטרקטיביות יותר. יחד עם זאת, כפי שקורה במקרים נוספים בהם אנו מוכרים חברות טובות, המשכנו לעקוב אחר ביצועי החברה ותמחורה בשוק.
למרות שפלוס רשמה שיפור רב ברווחיות במהלך השנה, מחיר מנייתה ירד מאזור ה-18.5 לישי"ט לכ-14 לישי"ט ולכן החלטנו באותה נקודה לפתוח מחדש פוזיציה בחברה.

דו"ח החברה לסוף שנת 2023 היה טוב מאוד והראה כי מכירות החברה עמדו על 725 מיליון דולר עם אביטדה של 340 מיליון דולר. כמו כן, פלוס מחזיקה כ-900 מיליון דולר מזומן בקופה ללא חובות, אותם היא מנצלת עבור מימוש תכנית הבייבק (Buyback) שלה וחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.
אחד הנתונים המרשימים בדו"ח השנתי של 2023 הוא שהדיבידנדים שחולקו והבייבקים שבוצעו על ידי החברה במהלך השנה האחרונה תורגמו לתשואה של כמעט 20% על מחירה הנוכחי של החברה בבורסה. מעבר לכך, פלוס מתרחבת בשוק האמריקאי וקיבלה אישורים רגולטוריים לפעול בשווקים חדשים כגון יפן, איחוד האמירויות ובאיי הבהאמה.

נכון למועד כתיבת מכתב זה, פלוס נסחרת בשער של 18.35 לישי"ט למניה (שווי שוק של 1.8 מיליארד לישי"ט) והיא עדיין נמצאת בתמחור מאוד זול עם יחס שווי תפעולי לאביטדה נמוך מ-3, עוד לפני שלוקחים בחשבון צמיחה שעשויה לבוא מהתעוררות בשווקי הקריפטו והסחורות שהראו

פתיחה חזקה ל-2024 וצמיחה בשווקים חדשים אליה נכנסה החברה. כאמור, פלוס תמשיך לחלק דיבידנדים שמנים ולבצע בייבקים אגרסיביים שמורידים את מספר המניות הנסחרות ומגדילים את חלקי המשקיעים בחברה.

עד כה עדכנו לגבי חמש חברות עליהן כבר כתבנו במכתבים בעבר, וכעת נציג חברה חדשה שנכנסה לפורטפוליו בהדרגה לאורך החודשים האחרונים.

קמהדע (Kamada) היא חברת ביו-פרמצבטיקה גלובלית בעלת יכולות מחקר, פיתוח וייצור מהמובילות בתעשייה. פורטפוליו המוצרים המגוון של החברה, שמיועד בעיקר עבור מקרים רפואיים נדירים וקשים, ממצב את קמהדע כמובילה בתחום מיוחד שמקורו בפלזמה המתמקד במחלות עם אלטרנטיבות טיפול מוגבלות. החברה מייצרת את רוב התרופות שלה בעצמה ונעזרת במפיצים שמשווקים ומוכרים את מוצריה ביותר מ-30 מדינות כולל ארה"ב, קנדה, ישראל, רוסיה, ברזיל, ארגנטינה, הודו ומדינות נוספות באמריקה הלטינית ואסיה.
קמהדע, חברה ישראלית דואלית, נוסדה בשנת 1990 והחלה להיסחר בבורסה המקומית בשנת 2005 ובנאסדק האמריקאי (NASDAQ: KMDA) בשנת 2013. קרן פימי, קרן ההשקעות הפרטית (Private Equity) המובילה בישראל החלה להשקיע בקמהדע בנובמבר 2019 ומאז הגדילה את החזקתה בחברה לכ-38%, נתח משמעותי שמקנה לה שליטה בחברה.

עם כניסתה של פימי לקמהדע, הקרן הפרטית הנחילה בחברה אסטרטגיית צמיחה אגרסיבית שכללה רכישה של תרופות בתחום הפלזמה שמאושרות על ידי ה-FDA (The United States Food and Drug Administration) האמריקאי. כך הפכה קמהדע מחברה סולידית עם רווחים צפויים אך ללא צמיחה לחברה בעלת מנועי צמיחה חדשים ורבים.
פימי היא קרן אקטיביסטית שידועה ביכולתה להשביח ולייעל חברות ולהפוך אותן לרווחיות וצומחות. היא בעלת רקורד מרשים ביותר של תשואה שנתית ממוצעת הגבוהה מ-20% על השקעותיה ביותר מ-20 שנה של פעילות. כאמור, בחודש מאי 2023 החליטה פימי להגדיל משמעותית את החזקתה בקמהדע, מהלך שהתקבל בחיוב רב עבורנו כקרן שמחפשת בעלי שליטה גדולים ואיכותיים בחברות בהן אנו מעוניינים להשקיע.

בדו"ח האחרון שפרסמה החברה היא הציגה מספרים מצוינים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023. כמו כן, קמהדע מצפה לסיים את שנת 2023 עם מינוף תפעולי חזק של צמיחה דו ספרתית נמוכה במכירות לצד שיעור עלייה נמוך יותר בהוצאות – וכתוצאה מכך החברה צפויה להגיע לכ-24 מיליון דולר באביטדה, צמיחה של כ-35%.
בנוסף, בסוף דצמבר 2023 קמהדע חתמה את החוזה הגדול ביותר בתולדותיה לתרופת הדגל שלה, KEDRAB®, שנותנת את המענה היעיל ביותר לטיפול בכלבת והיא היחידה שמאושרת על ידי ה-FDA לשימוש ילדים.
אמנם מדובר בשוק נישתי יחסית של כ-150 מיליון דולר בשנה בארה"ב, אך קמהדע והמפיצה Kedrion שולטות בו עם נתח גבוה מ-30% תוך שהן פועלות להרחבת הפעילות למקומות נוספים בעולם. החוזה החדש מבטיח לקמהדע 180 מיליון דולר בארבע השנים הקרובות (עם אופציה לארבע שנים נוספות) עם שולי רווח גבוהים. ניתן לצפות כי רק העסקה הזאת תתרום לצמיחה של כ-10% לפחות בשורת המכירות (ואף יותר ברווח) של החברה בשנת 2024, עוד לפני שלוקחים

בחשבון צמיחה והפצה נוספות של יתר תרופות ה-FDA שהחברה מחזיקה בשווקים נוספים מחוץ לארה"ב.

מבחינת תמחור, שווי השוק של קמהדע נכון למועד כתיבת מכתב זה עומד על כ-350 מיליון דולר (6.15 דולר למניה). לחברה יש יותר מ-50 מיליון דולר מזומן נטו כך שהשווי התפעולי שלה נמוך מ-300 מיליון דולר. להערכתנו, החברה תעבור את רף ה-30 מיליון דולר באביטדה בשנת 2024 (לעומת צפי החברה ל-24 מיליון דולר אביטדה בשנת 2023), כך שתמחורה עומד כרגע על מכפיל חד ספרתי לשנת 2024.
בהסתכלות קדימה, כשלוקחים בחשבון את מנועי הצמיחה האפשריים של קמהדע ואת הנתונים שהיא מציגה (מינוף תפעולי – קצב מכירות שעולה בשיעור גבוה יותר מהעלייה בהוצאות הקבועות ובכך מוביל לעלייה חזקה יותר ברווחיות התפעולית) נראה כי היא בדרך להכפיל את רווחיה בשנתיים-שלוש הקרובות, כשעד סוף שנת 2026 החברה צפויה להעלות את רווחיותה לכ-50 מיליון דולר אביטדה ואולי אף יותר מכך. חשוב לזכור שמדובר בחברה שלא מאופיינת בסייקליות ובעלת רווחים צפויים עם חוזים ארוכי טווח וברווחיות גבוהה ביותר, שלא אמורים להיפגע בזמני משבר ומיתון.

בדרך כלל, חברות מסוג זה מקבלות מכפיל גבוה מאוד (להבדיל, כאמור, מהמכפיל החד ספרתי עליו קמהדע עומדת כרגע). תחת הנחה סולידית לפיה קמהדע תקבל מכפיל 15, החברה תיסחר בשווי שוק של כ-750 מיליון דולר – כלומר, יותר מכפול תוך פחות משלוש שנים.
להערכתנו, ייתכן כי האפסייד האמיתי אף גבוה יותר ובניתוח הנ"ל לא נלקח בחשבון שבפרק זמן הזה החברה תייצר עוד קרוב ל-100 מיליון דולר במזומן שיתווספו לקופת החברה ועשויים לשמש כ"דלק" לרכישות חכמות נוספות תחת המעטפת של קרן פימי, או לכל הפחות, הגנה להשקעה שלנו בחברה שכן המזומן מוריד את השווי התפעולי.

מעבר לכך, לקמהדע מספר תרופות בפייפליין, מתוכן אחת מרכזית שנמצאת בשלבים מתקדמים לקראת קבלת אישור הפצה מה-FDA. במקרה שהחברה תצלח את שלבי הניסוי האחרונים של פיתוח תרופה זו, ייפתח בפניה שוק נוסף בו היא תוכל למצב את עצמה כיצרנית המובילה.
השתלטות על נתח משמעותי בשוק זה, שמוערך בלמעלה ממיליארד דולר, צפויה לייצר לקמהדע רווחים גבוהים משווי השוק הנוכחי שלה. כאמור, האפסייד גבוה ביותר, אך כמו תמיד אנחנו בונים את תזת ההשקעה שלנו באופן שמרני ומבוקר, והיא מתבססת אך ורק על נתונים אמיתיים ותחזיות ריאליות. לראיה, נכון לעכשיו, הערכת השווי שביצענו לחברה נעשתה ללא מתן משקל להצלחת הניסויים של תרופת הפייפליין – ועדיין, פוטנציאל הצמיחה של החברה בשנים הקרובות נראה חיובי ביותר.

עם הפנים לשנת 2024

קצב ההתרחשויות המסחרר של השנים האחרונות מראה פעם אחר פעם שתחזיות לחוד ומציאות לחוד. מספיק לעשות Zoom In על ארבע השנים האחרונות בשביל לקבץ אירועים שיכלו להספיק לפרק זמן של דור שלם. מפברואר 2020 ועד כתיבת מכתב זה בפברואר 2024, חווינו מגפה עולמית,

סגרים וסאגת חיסונים סביב הקורונה, אינפלציה משתוללת, העלאת ריבית חדה והיסטורית וחשש ממיתון, מלחמה ארוכה באירופה ואחת נוספת וכואבת אצלנו בישראל ועוד מגמות ומאורעות נוספים שקצרה היריעה מלהכיל במכתב אחד.

המתח בין הריבית לאינפלציה ימשיך לתת את אותותיו בשווקי ההון והכלכלות העולמיות ולצערנו המלחמה תמשיך לגבות מחיר אזרחי וכלכלי שישפיע אף הוא על מצב המשק בישראל. כולנו תקווה שמקבלי ההחלטות בארץ ובעולם, בזירות הביטחוניות, הפוליטיות והכלכליות, ידעו לנהל את האתגרים שעומדים בפניהם בצורה מיטבית, אך כמו תמיד, אנחנו נמשיך להקשיב ולבחון את המתרחש בסביבת המאקרו העולמית והמקומית ונתמקד בדרך שלנו ובביצועי החברות בפועל.

אנחנו בקרן עובדים ללא הרף על מנת להגיע להזדמנויות השקעה חדשות ומחפשים חברות שמתומחרות באופן אטרקטיבי ועומדות בקריטריון ההשקעה שלנו. מספר החברות שנמצאות כיום ב"רשימת ההמתנה" של פורטפוליו הקרן עלה באופן משמעותי בשנה האחרונה, ולכן אנחנו נכנסים לשנת 2024 עם אופטימיות רבה לגבי העתיד. מניות אלו נמצאות תחת מעקב תמידי שלנו ונמתין שדוחותיהן יצביעו על התקדמות עסקית או שמחירן יירד לרמה שמתאימה לתשואה הגבוהה שאנו מצפים מכל השקעה שנכנסת לקרן.
החברות בקרן עדיין מבצעות מעולה ונסחרות במחיר זול, אולם במקרה שחלקן תגענה לשווי יקר בזמן שבחוץ יש אלטרנטיבה טובה יותר, נבצע תחלופה בתיק. יחד עם זאת, פעולות שכאלו תמיד נשקלות על ידינו בכובד ראש ואנחנו לא ממהרים להחליף חברות שכבר מוחזקות בקרן, שכן לעיתים קרובות ההשקעה הטובה ביותר היא זאת שכבר נמצאת בפורטפוליו.

רוב החברות בקרן מתומחרות בתשואת רווח דו ספרתית על רווחי 2024, בעלות הנהלות חזקות עם בעלי שליטה איכותיים ורוח גבית עסקית חזקה שפועלת לטובתן. לכן, אנו נשארים אופטימיים מאוד על התשואה הצפויה לחברות בפורטפוליו בטווח הארוך ומאמינים שהביצוע שרשמנו בשנת 2023 לא יהיה אירוע חד פעמי.

כמו המוטו של חברת מרקדוליברה, שהוטמע על ידי המנכ"ל מרקוס גלפרין (Marcos Galperin), גם בנענע לונג קפיטל אנחנו מאמינים כי The best is yet to come.

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.