שותפות ושותפים יקרים,

אנחנו מסכמים שנה נוספת בעיצומה של תקופה מאתגרת ברמה הלאומית. המצב הרגיש והמתוח בישראל ממשיך להשפיע על חיינו ובשבועות האחרונים המדינה שלנו נעה במטוטלת רגשית בין תקווה גדולה לבשורות קשות.

לפני שנתחיל בעדכון על פעילות הקרן, ברצוננו לחזק אתכם ואת משפחותיכם. כפי שציינו במכתב הקודם, השותפים בקרן מהווים את כל הקשת היפה של מדינת ישראל ואנחנו גאים בהרכב האנושי בנענע לונג קפיטל. חשוב לנו להדגיש את תודתנו העמוקה על עשייתכם למען המדינה, בחזית ובעורף, בישראל ובחו"ל, ומאחלים לכם ולקרוביכם בריאות טובה וחזרה לשגרה במהרה.

בהזדמנות זו נאחל לשובם של יתר החטופים והחללים ולשלומם של חיילי וחיילות צה"ל וכוחות הביטחון. אנחנו מקווים שבמכתב הבא כבר לא יהיה צורך לפתוח באיחולים מסוג זה ושימים טובים יותר יגיעו בהקדם.

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[4]	57.92%	18.10%	25.71%	28.61%
תשואה מצטברת	50.29%	37.95%	58.36%	38.51%

תיק הקרן רשם שנה יוצאת דופן נוספת והשיא תשואה של 57.92% בשנת 2024 (לפני מס ודמי הצלחה), תשואה עודפת ביחס למדדים המובילים בארץ ובעולם. זו השנה השנייה ברציפות שבה הקרן מדורגת בטופ 3 הקרנות בעלות התשואה הגבוהה ביותר בישראל.
עם זאת, כפי שנהגנו בעבר, בין אם בתקופות מאתגרות ובין אם בשנים מוצלחות, אנו שומרים על פרופורציות ונותרים ממוקדים במטרת העל שלנו – להשיא לשותפינו תשואה מנצחת לאורך זמן.

השקעה בשוק ההון היא מסע ארוך טווח ותנודתי, ולכן עיקר תשומת לבנו מוקדשת לרמת הביצוע של החברות בתיק, איכות קבלת ההחלטות שלנו ושיפור מתמיד של יכולת ההשקעה שלנו, ולא לתוצאות בטווח הקצר. אנו מאמינים כי הדרך שבה אנו פועלים, אופן בחירת החברות בפורטפוליו והמשמעת ההשקעתית שלנו ימשיכו להניב פירות גם בשנים הבאות.

[1] התשואות בטבלה מוצגות שקלית וכוללות דיבידנדים. תשואות המדדים עשויות להשתנות בעקבות התאמות שנעשות במחירי הסגירה לאחר פיצולי מניות (splits), חלוקת דיבידנדים ו/או חלוקת רווחי הון
[2] תשואת הקרן מוצגת לאחר ניכוי דמי ניהול ולפני ניכוי דמי הצלחה ומס. תשואות השותפים עשויות להשתנות בהתאם לתנאים המוסכמים ומועד ההצטרפות
[3] נענע לונג קפיטל הוקמה ב-09/08/2021. תשואות הקרן והמדדים משקפות ביצועים החל מתאריך זה
[4] תשואות שנת 2024 נכונות ל-31/12/2024

סיכום שנת 2024

לאחר תקופה ממושכת של מדיניות מוניטרית מרסנת, עם ריבית בטווח של 5.25%-5.5%, ה-Federal Reserve (ה"פד") החל להוריד את הריבית בספטמבר 2024. עד סוף השנה, מספר הורדות נוספות הציבו את הריבית בטווח של 4.25%-4.5% ובפגישתו האחרונה בינואר 2025, הפד הותיר אותה ללא שינוי, בהתאם לציפיות. יו"ר הפד, ג'רום פאוול (Jerome Powell), הבהיר כי הבנק המרכזי לא ממהר להמשיך בהורדות ומעדיף להמתין להתקדמות נוספת בריסון האינפלציה.

עם זאת, לאחר שנים שבהן השווקים הושפעו בעיקר ממשולש הכוחות של שיעור הריבית, האינפלציה ושוק התעסוקה, נראה כי מרכז הכובד משתנה. השפעת נתוני המאקרו על השווקים הולכת ומתמתנת, במיוחד לאור ציפיות יציבות יחסית להמשך הדרך.

אנו עוקבים אחר ההתפתחויות בסביבת המאקרו, אך מתמקדים בעיקר במגמות עסקיות ארוכות טווח – כאשר הבולטת שבהן היא מהפכת הבינה המלאכותית (AI – Artificial Intelligence), שממשיכה לעצב מחדש תעשיות שלמות ולפרוץ את גבולות החדשנות העסקית.

המהפכה העסקית של ה-AI ממשיכה להאיץ עם קצב התקדמות מהיר מהצפוי וחדירה עמוקה יותר למגוון רחב של תחומים – רפואה, רובוטיקה, תכנות, ייצור, שירותים פיננסיים ועוד. ירידת חסמי הכניסה לפיתוח מודלים מתקדמים מובילה לשימוש רחב יותר בטכנולוגיות AI ולמעבר משלב האימון והלמידה של המודלים לשלב ההטמעה והשימושים המעשיים.

תקופה זו מאופיינת במירוץ לתחתית בכל הנוגע לעלות השימוש במודלים שפה גדולים מבוססי בינה מלאכותית (LLM – Large Language Model), כאשר החברות המובילות בענף מתחרות על נתח שוק באמצעות אסטרטגיה של מחירים נמוכים ומתן מסלולי שירותים חינמיים. תהליך זה צפוי להאיץ את קצב האימוץ של AI ברחבי העולם, לשפר את ביצועי המודלים ולתרום משמעותית לפריון הכלכלי. מצד אחד, שיפורים אלו צפויים לייצר ערך רב הן לחברות והן לצרכנים, אך מצד שני, כמו כל מהפכה טכנולוגית, תחום ה-AI גם עלול לערער מודלים עסקיים מסורתיים ולשבש תעשיות שלמות.

אנחנו צופים כי חלק מהחברות בתיק הקרן ייהנו ישירות או בעקיפין מהשינויים שמביאה עמה מהפכת ה-AI, אך במקביל שומרים על גמישות מחשבתית ומודעות לאפשרות של שיבושים מבניים בענפים מסוימים. לצד ההתקדמות המשמעותית בתחום, אנו רואים חשיבות רבה בזיהוי חברות עם מודלים עסקיים חזקים וברי קיימא, שאינן בהכרח חלק מהטרנד, אך בעלות עמידות גבוהה ויכולת לייצר ערך משמעותי בטווח הארוך.

סקירת פורטפוליו

בחלק זה נעדכן על מצבן של מספר חברות בפורטפוליו שלנו, שנכון להיום כולל 28 החזקות מגוונות עם פיזור גלובלי רחב, מתוכן 18 חברות מרכזיות המהוות כ-86% מתיק הקרן. נכון למועד כתיבת המכתב, תמהיל הקרן כולל החזקה של כ-94% במניות והיתר במזומן.

AppLovin היא חברת טכנולוגיה המתמחה בפלטפורמות פרסום מבוססות AI ובבניית הכנסות עבור אפליקציות מובייל, תוך התמקדות במשחקים. הפלטפורמה שלה מציעה פתרון מקיף (One-Stop Shop) למפתחי אפליקציות ומשחקים, הכולל כלים לשיווק, מונטיזציה, ניתוח נתונים וגילוי משתמשים.
יתרונה התחרותי של AppLovin נובע מהתמקדותה הבלעדית במובייל, מה שמאפשר לה לספק פתרונות מותאמים לצרכים הספציפיים של שוק זה. החברה ממנפת את כמות הנתונים העצומה שברשותה יחד עם יכולות בינה מלאכותית מתקדמות כדי לסייע למפתחים למקסם הכנסות, להגיע לקהלים רלוונטיים בדיוק רב יותר ולייעל קמפיינים פרסומיים. יכולות אלו כוללות זיהוי משתמשים בעלי ערך גבוה והתאמת חוויית משתמשים באופן חכם ודינמי.

בעת כניסתנו הראשונית להשקעה, חטיבת ה-Software Platform של החברה, שהיוותה את מנוע הרווח המרכזי של AppLovin (לעומת חטיבת ניהול האפליקציות שדעכה), רשמה צמיחה של למעלה מ-100% עם שולי רווח תפעולי של כ-70%. בעולם התוכנה, מדד ה-"Rule of 40" (שמשקלל את צמיחת ההכנסות ושולי הרווח) מהווה כאינדיקטור לאיכות עסקית, וחטיבת ה- Software Platform של AppLovin הציגה נתון חריג של 170 – מספר יוצא דופן בכל קנה מידה.

בתהליך ניתוח ובחירת החברות שנכנסות לפורטפוליו, אנחנו מחפשים עסקים שהם " Clear Winners" – כאלו עם יתרון תחרותי מובחן ויכולת לשמר את מעמדם לאורך זמן. בעבר בחנו מספר חברות פרסום, אך הן לא הבשילו להשקעה משמעותית בשל היעדר יתרון תחרותי מובהק. במקרה של AppLovin, זיהינו שילוב נדיר של טכנולוגיית פרסום מובילה, שולי רווחיות גבוהים מאוד וצמיחה מואצת.

יתר על כן, הערכת השווי של החברה בזמן פתיחת הפוזיציה הציגה יחס סיכוי/סיכון יוצא דופן.
המחיר ששילמנו ביחס לקצב הצמיחה היה נמוך במיוחד ועמד על מכפיל תפעולי דו ספרתי נמוך עד חד ספרתי גבוה על תחזיות שנת 2025.
רכשנו את מניות החברה (NASDAQ: APP) במחירים שנעו בין 60-70 דולר למניה ומכרנו אותן בהדרגה במחירים שנעו בין 160-380 דולר למניה, עד שסגרנו את הפוזיציה לחלוטין בשער של 380 דולר למניה.
בדיעבד, ניתן לטעון כי יכולנו להחזיק בפוזיציה זמן רב יותר, אך אנחנו תמיד מבססים את החלטותינו על נתונים אובייקטיבים. כאשר רמת המכפילים זינקה במהירות לטווח של 40-50, יחס הסיכוי/סיכון השתנה לחלוטין וההשקעה הפכה לפחות אטרקטיבית. לכן, העדפנו לנקוט במשנה זהירות ולממש את ההשקעה בתשואה יוצאת דופן תוך חודשים ספורים בלבד.

ראינו מקרים רבים בשוק שבהם תמחור החברה התנתק מערכה הפנימי והתוצאה הייתה תיקון חד כלפי מטה. איננו טוענים שזה המקרה כאן, אך כאשר פערים כאלו נוצרים והציפיות מהחברה הופכות גבוהות מידי, נדרש מעט מאוד כדי "לפוצץ את הבועה".

אנחנו ממשיכים לעקוב אחרי ביצועי החברה ותמחורה, ובמקביל ניצלנו את הרווחים מההשקעה כדי לבנות פוזיציות חדשות ולחזק החזקות קיימות בחברות אטרקטיביות לא פחות.

סי לימיטד (Sea Limited) היא 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. לסי שלושה עסקי ליבה עיקריים; בידור דיגיטלי ומשחקים, מסחר מקוון ותשלומים דיגיטליים.

*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים של סוף שנת 2021**

על סי (NYSE: SE) כתבנו בפירוט בעבר ואנו עוקבים אחרי החברה עוד מ-2019, הרבה לפני פתיחת הקרן. ההשקעה בסי היא אחת הדוגמאות ליתרון שבהיכרות רבת שנים עם עסק מתפתח.
בשנים האחרונות מניית החברה עברה סערה מושלמת. חטיבות המסחר המקוון והגיימינג חוו האטה טבעית כאשר הצמיחה המטאורית בתקופת הקורונה הובילה להשוואת ביצועים מאתגרת מול שנים חריגות. בנוסף, עם העלאות הריבית החדות, תמחור מניות הטכנולוגיה צנח ב-2022, וכמובן שהחיתוך לא פסח על החברה.
לאחר שבתחילת דרכה של הקרן החזקנו בסי, מכרנו כמעט את כל הפוזיציה בעקבות דיווחים שלא עמדו בציפיות נכון לאותה תקופה. יחד עם זאת, תזת ההשקעה לא נשברה וחיכינו לטיימינג הנכון להיכנס מחדש. המשכנו לעקוב אחר ביצועי החברה מקרוב וכשזיהינו האצה מחודשת בכל חטיבות החברה, ביחד עם מחיר מניה שהגיע לרמות שפל והציב את סי עמוק בתחום ה-"Deep Value", בנינו פוזיציה משמעותית כשעיקר הרכישות בוצעו מתחת ל-50 דולר למניה. בעת שפל המניה, שווי השוק של החברה ירד ל-20 מיליארד דולר בלבד ולשווי תפעולי (EV[5]) של פחות מ-15 מיליארד דולר בניכוי מזומן.

סי ממשיכה להשקיע משמעותית בחטיבת הלוגיסטיקה ובפרסום במטרה להגדיל את נתח השוק שלה מול טיקטוק (TikTok), המתחרה העיקרית של החברה בתחום הקניות בלייב סטרימינג (Live Streaming) שצומח במהירות בדרום מזרח אסיה.
למרות התחרות מול החברות הסיניות שמנסות את כוחן באזור, שופי (Shopee), חטיבת המסחר המקוון, מצליחה לשמור על יתרון תחרותי ברור הודות להצעת ערך מעולה, סל מחירים נמוך במיוחד ושיפור מתמיד בלוגיסטיקה שמביא להפחתת עלויות משלוח ושימור נתוני הלקוחות בתוך החברה באופן שמייעל את שרשרת הערך שלה.

מאמצע שנת 2021 סי החלה לפלח את ההכנסות של שופי כדי להבחין בין הכנסות מעמלות ופרסום (Core Marketplace), החלק הרווחי ביותר של פעילות שופי, לבין הכנסות הקשורות ללוגיסטיקה ומוצרים נלווים, שהתאפיינו בשולי רווח נמוכים יותר.

[5] שווי תפעולי = שווי שוק ועוד חובות החברה בניכוי מזומנים ושווי מזומנים (EV – Enterprise Value)

עם הזמן, ה-Core Marketplace הפך לליבת הרווחיות של החברה והתוצאות מדברות בעד עצמן. בשלוש השנים האחרונות, חלק זה צמח ביותר מ-45% בממוצע שנתי, מ-2.5 מיליארד דולר בשנת 2021 לכמעט 8 מיליארד דולר צפי לשנת 2024, עם המשך צמיחה חזקה גם בשנים הבאות. נתון זה מרשים אף יותר בהתחשב בכך שתקופה זו התאפיינה בתנודתיות בעולם המסחר המקוון, שנעה בין הצמיחה המטאורית בתקופת הקורונה ועד ההאטה החדה שהגיעה לאחריה.
ברבעון השלישי של 2024, צמיחת ה-Core Marketplace האיצה ל-49% ביחס לרבעון המקביל בשנה שעברה, עדות להתחזקות קצב הצמיחה דווקא בחלק הרווחי ביותר של שופי, באופן שמזכיר יותר את דינמיקת הצמיחה של חברות תוכנה עם שולי רווח גבוהים ומכירות חוזרות.
כתוצאה מכך, שופי צפויה לעבור לרווחיות חזקה ב-2025 והלאה, תוך צמיחה משמעותית בהכנסות ובעיקר בהכנסות הליבה מעמלות ופרסום.

מעבר לכך, לא רק צד ההכנסות תורם לרווחיות הצומחת של שופי. לאחר המשבר ב-2022, שופי שיפרה משמעותית את מבנה העלויות שלה באופן שמגביר את המינוף התפעולי ומוביל לשיפור דרמטי בשולי הרווח של חטיבת המסחר המקוון בפרט, ושל חברה כולה.

אגב, סימן חיובי נוסף לרווחיות של סי הוא מצב החברה בברזיל, השוק היחיד בו שופי פועלת מחוץ לדרום מזרח אסיה, שם היא כבר עברה לרווחיות ותפסה את המקום השני אחרי מלי (MercadoLibre) ששולטת באזור.

כמו כן, גם חטיבת הגיימינג, גארנה (Garena) חוזרת לצמוח לאחר ההאטה הטבעית של תקופת הפוסט-קורונה. הכנסות החטיבה צפויות להגיע ליותר מ-1.5 מיליארד דולר רווח מתואם ב-2025 עם מסלול צמיחה דו ספרתית בשנים הבאות. משחקי החברה, ובראשם Free Fire שנשאר המשחק הבולט והמוביל שלה, מושכים מאות מיליוני משתמשים, כשברבעון האחרון למעלה מ-50 מיליון מתוכם היו משתמשים משלמים (צמיחה של כ-24% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד).

בנוסף, חטיבת הפינטק (SeaMoney) של סי צפויה להציג אביטדה[6] של מעל מיליארד דולר בשנת 2025 ולחזק את הרווחיות ההולכת וגוברת של הקבוצה כולה.

עבור סי, שנת 2024 מסתמנת כשנת חזרה למסלול צמיחה. ברבעון השלישי של השנה החברה האיצה מחדש את מכירותיה והציגה עלייה של 31% ביחס לתקופה המקבילה ב-2023. על פי התחזיות, סי צפויה להרוויח כ-3.5 מיליארד אביטדה מתואם ב-2025 ויותר מ-5 מיליארד דולר ב-2026, ואף להמשיך בצמיחה דו ספרתית נאה בשנים הבאות. מתוך חטיבותיה, שופי צפויה להיות הרווחית ביותר ובכך לקבל את נתח השווי הגדול ביותר בחברה.

מבחינת תמחור החברה, בניכוי יתרת המזומנים הנוכחית (7 מיליארד דולר) והמזומן שצפוי להתקבל בשנתיים הקרובות (כ-8 מיליארד דולר נוספים), אנחנו מעריכים שהחברה נסחרת ב-EV/EBITDA של כ-11-13 על סוף שנת 2026 – עדיין זול לחברה עם שליטה דומיננטית וצמיחה חזקה לשנים הבאות. יש לזכור כי רק לפני עשור סי הייתה חברת גיימינג בלבד, כאשר חטיבות המסחר המקוון והפינטק

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

רק החלו להתפתח. היום, החברה מחזיקה בנתח השוק הגדול ביותר בשווקי המסחר המקוון בהם היא פועלת עם GMV[7] של מעל 100 מיליארד דולר – נתון בלתי רגיל.

לאורך השנים סי הוכיחה גמישות יוצאת דופן ויכולת אדפטציה, ודוחותיה האחרונים מראים שהחברה ממשיכה להתבסס כחברה טכנולוגית מובילה עם עתיד רווחי במיוחד.
בדומה לחברות נוספות בתיק הקרן, סי מהווה מקרה נוסף של Clear Winner שלא מוערכת מספיק ואנחנו צופים שנמשיך להנות מההשקעה בחברה גם בשנים בקרובות.

קווליטאו (Qualitau) עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק ציוד בדיקה ייעודי לתעשיית המוליכים למחצה. החברה מספקת פתרונות כוללים לבדיקה ואפיון תקלות ופגמים שעלולים לפגוע באמינות השבבים. מוצרי החברה משמשים יצרניות שבבים בתעשיית המוליכים למחצה וכן חברות שעוסקות במחקר ופיתוח של מוצרים אלו. בנוסף, החברה מספקת שירותים ותמיכה למוצריה, הן במהלך תקופת האחריות והן לאחריה, כך שהיא מלווה את לקוחותיה לאורך כל תהליך הייצור, החל משלב הפיתוח ועד לשלבי בקרת האיכות והבדיקות הסופיות.

למרות שהחברה נסחרת בבורסה בת"א, משרדיה ממוקמים בארה"ב, כאשר רוב הכנסותיה מגיעות מאסיה, אזור שבו מתרכז ייצור השבבים הגלובלי. לאחרונה, קווליטאו נהנית מצמיחה גוברת גם בשוק המערבי, על רקע תוכניות הסובסידיה של הממשל האמריקאי להקמת מפעלי ייצור שבבים (Fabs) כחלק מהמאמץ לביסוס עצמאות ייצורית ולצמצום התלות בסין.

את קווליטאו הכנסנו לפורטפוליו הקרן כבר בסוף 2022, במחירים של 40-50 ש"ח למניה. במהלך 2023, כשהתחלנו לזהות שיפור משמעותי בצבר ההזמנות וברווחיות, הגדלנו את הפוזיציה באופן משמעותי בטווח מחירים של 70-100 ש"ח למניה.
החלטתנו להגדיל את ההחזקה התבססה גם על אופטימיות יוצאת דופן מצד מנכ"ל החברה, יעקב הרשמן (Jacob Herschmann). לאורך השנים הרשמן נקט בגישה שמרנית יחסית, אך בשיחות הוועידה האחרונות הוא שידר ביטחון רב לגבי צמיחת החברה בשנים הקרובות. לדבריו, הנסיקה בתחום ה-AI יוצרת גל עצום של ביקושים והשקעות בהקמת מפעלי ייצור שבבים בהם הציוד והשירותים של קווליטאו הם רכיב חיוני, במיוחד בתחום האריזה המתקדמת (Advanced Packaging), נישה שבה החברה מתמחה, והיא אחת החוליות הקריטיות בשרשרת הערך של תעשיית השבבים המתקדמים ל-AI.

קווליטאו היא דוגמה קלאסית ל-"Picks & Shovels", חברות המספקות תשתיות קריטיות לתעשיות צומחות, במקום להתחרות ישירות בחברות הגדולות בענף. זהו סוג השקעה שמתאים מאוד לאופי הקרן, שכן הוא מאפשר חשיפה לצמיחה של תחום השבבים מבלי לקחת סיכונים ישירים על מחזוריות מכירות השבבים עצמם.
לאחר ניתוח מעמיק של מגמות בתעשיית השבבים והאופטימיות שעולה משיחות הוועידה האחרונות, אנו מאמינים שהביקוש להקמת מפעלי ייצור חדשים אינו אפיזודה חולפת, אלא מגמה רב-שנתית שתימשך גם בעתיד.

[7] נפח סחורה (Gross Merchandise Volume) – סך הסחורה שעוברת בפלטפורמת המסחר המקוון של סי

בעוד שחברות שבבים מובילות זינקו לשוויי שוק גבוהים ומכפילי רווח של 30 ומעלה, רכשנו את קוולקום במכפיל חד ספרתי נמוך. גם לאחר העליות החדות במניה (נסחרת כיום בסביבות ה-285 ש"ח למניה), לפי הצפי שלנו המכפיל ל-2025 נותר נמוך מ-20, תמחור שאינו יקר במיוחד אם הצמיחה תימשך. בנוסף, החברה מחזיקה מאזן חזק עם מעל 100 מיליון ש"ח בקופה, מה שמקנה לה גמישות פיננסית משמעותית.

מרקדוליברה (MercadoLibre), או בקיצור "מלי", הוקמה בארגנטינה בשנת 1999 כחברת מסחר אלקטרוני. מלי מפעילה את פלטפורמות המסחר המקוון והתשלומים הגדולות ביותר באמריקה הלטינית וזרועותיה העסקיות כוללות בין היתר שירותי תשלומים, ארנק דיגיטלי ולוגיסטיקה.
*** פירוט נוסף על החברה ניתן למצוא במכתב המשקיעים השנתי של 2021**

שוק היעד של החברה עדיין רחוק ממיצוי וחלק משמעותי מהאוכלוסייה באמריקה הלטינית לא מחזיק חשבון בנק או מקבל שירות פיננסי ירוד מאוד. במקביל, שיעור המכירות המקוונות ביחס למכירות הפיזיות נותר נמוך משמעותית בהשוואה לשווקים מתפתחים אחרים בעולם. בדומה לסי (Sea Limited), גם מלי צפויה להמשיך להנות מהמגמות האלו עוד שנים רבות קדימה.
השילוב הייחודי של פלטפורמת E-commerce (מסחר מקוון) מובילה, שליטה לוגיסטית רחבה ופעילות פינטק הולכת ומתרחבת, לצד יכולת ביצוע (Execution) ברמה הגבוהה ביותר, ממצב את שתיהן בעמדה מצוינת להמשיך לצמוח ולחזק את הדומיננטיות שלהן בשוק, ולכן הן מהוות השקעות ליבה בקרן.

מלי דיווחה על רבעון רביעי מצוין לשנת 2024, שהציג צמיחה חזקה בכל החטיבות. מכירות החברה עלו ב-37% (דולרית) וב-96% (במטבע מקומי) ביחס לתקופה המקבילה בשנה שעברה. כמו כן, הרווח התפעולי המתואם זינק בלמעלה מ-43% עם שולי רווחיות תפעולית של 14.1%, נתון מרשים במיוחד בהתחשב בכך שהחברה עדיין מבצעת השקעות מסיביות להרחבת הפעילות.
בנוסף, המדדים העסקיים המרכזיים של החברה רשמו צמיחה ביחס לרבעון הרביעי של שנת 2023 וממשיכים להצביע על חוזקתה. בחטיבת המסחר המקוון, מספר המשתמשים הייחודיים החודשיים, שקונים לפחות בשלוש קטגוריות שונות, צמח ב-24% (ל-67 מיליון משתמשים). בחטיבת הפינטק, נרשמה צמיחה נאה של כ-34% (ל-61 מיליון איש) במספר המשתמשים החודשיים. הנכסים המנוהלים של החברה צמחו ב-129% ל-10.5 מיליארד דולר, וגם חטיבת הפרסום רשמה צמיחה של 88% (במטבע מקומי).

לצד הפעילות המרכזית של החברה, אנו רואים במלי מועמדת טבעית להנות מהתפתחות ה-AI בשל מאגר הנתונים העצום שלה וכמות אנשי התוכנה (כ-16 אלף) שמועסקים בחברה ומפיקים מידע על עשרות מיליוני משתמשים בפלטפורמה ברמה היומיומית. לחברה יכולת אופטימיזציה מבוססת AI שמאפשרת לה לייעל ולשפר את תחומי העיסוק המגוונים שלה, כגון פרסום מדויק ומותאם אישית, ניהול מלאי חכם, שירות לקוחות משופר, הערכת סיכוני אשראי ומתן הלוואות מדויקות יותר. בטווח הרחוק יותר, מלי עשויה להפוך לאחת החברות המובילות בשימוש בבינה מלאכותית במחסנים לוגיסטיים ומשלוחים אוטונומיים, פריצת דרך שיכולה להוריד משמעותית את עלויות השילוח וניהול המאי ולשפר עוד יותר את הרווחיות של החברה.

ליברה ביטוח היא חברת ביטוח חדשנית שהוקמה בשנת 2018 על ידי אתי אלישקוב (Eti Elishkov), המחזיקה בכ-47% ממניות החברה. מאז הקמתה, החברה צומחת בקצב שנתי גבוה, ובתוך מספר שנים בלבד הפכה לשחקן משמעותי בעולם ביטוח הרכב בישראל, תחום בעל חסמי כניסה גבוהים במיוחד.

ליברה שמה דגש על חדשנות טכנולוגית ודיגיטציה, תכונות שמובילות לחיסכון בעלויותיה התפעוליות ולשיפור בחוויית הלקוח. הפלטפורמה שלה נטולת סוכנים כמעט לחלוטין ומאפשרת רכישת ביטוח בקלות וביעילות דרך האתר עם מערכת חיתום אוטומטית ושימוש במאגרי מידע חיצוניים (כגון הר הביטוח) לצורך הצעת מחירים מותאמים אישית.

החברה מבדלת את עצמה בעיקר בשלושה תחומים מרכזיים:
דיגיטליות ותפעול יעיל – ליברה משווקת את מוצריה באמצעות פלטפורמה דיגיטלית מלאה בעלת תשתית טכנולוגית מתקדמת. פלטפורמה זו מאפשרת תהליכי עבודה יעילים ואוטומטיים, תוך שיתוף פעולה עם חברות טכנולוגיה לשיפור מתמיד של המערכות שלה.
במקום להעסיק צוותי מכירות גדולים, החברה ממנפת אוטומציה מלאה בתהליכי הרכישה, השירות והתפעול. אפילו בתחום שיווק המדיה, ליברה שומרת על מבנה יעיל ורזה ומסתמכת על צוות קריאייטיב מצומצם של שני אנשים בלבד, לעומת צוותים גדולים בחברות ביטוח מסורתיות.
הקמפיינים של החברה זכו להצלחה רבה, כולל שיתוף פעולה אסטרטגי עם "קשת" שנחתם ב-2021 ל-5 שנים ותרם רבות לצמיחתה המהירה.

פרסונליזציה ודיוק בחיתום – ליברה שינתה את מודל תמחור ביטוח הרכב למותאם אישית והיא מתחשבת במספר הקילומטרים השנתי של הנהג, ולא רק בנתונים סטנדרטיים של גיל, מין ועבר ביטוחי. כך לדוגמה, נהג שנוסע 3,000 ק"מ בשנה ישלם בליברה פחות מנהג שנוסע 30,000 ק"מ, מהלך שמייצר תמחור הוגן יותר ותורם למוניטין החברה.
בנוסף, בתחילת שנת 2024, ליברה השיקה את "CHIK", מוצר ביטוחי חדשני וגמיש שמיועד בעיקר לנהגים צעירים ומאפשר להם לרכוש ביטוח לפרקי זמן קצרים בלבד. באמצעות אפליקציה ייעודית ניתן לרכוש ביטוח זמני באופן מיידי, ללא תלות בפוליסה הקבועה של הרכב. כיום, "צ'יק" מונה מעל 150,000 משתמשים חודשיים ומהווה מקור צמיחה חדש ומעניין לחברה.

השתתפות ברווחים ויתרון מבני – ליברה משתפת את לקוחותיה בחלק מרווחיה, מתוך הבנה שהתנהגות המבוטחים משפיעה ישירות על הרווחיות, מה שיוצר תמריץ חיובי להתנהגות אחראית ומחזק את הקשר בין החברה ללקוחותיה.

כמו כן, בשנתיים האחרונות ליברה הרחיבה את פעילותה לעולמות ביטוח נוספים, כגון ביטוח דירה, ביטוח עסקים, ביטוח חיות מחמד, ביטוח נסיעות לחו"ל ואף לתחום החיסכון.

את ההשקעה בליברה התחלנו בשער 4.5 ש"ח למניה, כשהשווי שוק של החברה עמד על כ-200 מיליון ש"ח, וזאת לאחר שהחברה הציגה דוחות עם צמיחה משמעותית בהשוואה לשנים קודמות. עם התחזקות תזת ההשקעה, המשכנו להגדיל את הפוזיציה בשערים של 6.5-7 ש"ח למניה.
במהלך 2024, ליברה רשמה שנת שיא, עם מעבר חד להיקפי רווחיות משמעותיים. לאחר שלושה רבעונים בשנת 2024, החברה הרוויחה כ-36 מיליון ש"ח לאחר מס – קצב שנתי של 48 מיליון ש"ח

לשנת 2024 כולה, קפיצה חדה ביחס לרווח של 9 מיליון ש"ח ב-2023 (שהייתה מאתגרת בעולם ביטוח הרכב) ולהפסד ב-2022.

מלבד ביצועי החברה עצמם, שנת 2024 היטיבה עם חברות הביטוח באופן כללי, מה שתרם עוד יותר לשיפור המהותי ברווחיות החברה. ליברה יחס ההוצאות הנמוך והטוב ביותר בענף, ולפי קצב הרווחים של הרבעון השלישי של 2024 היא גם מציגה את התשואה להון הגבוהה בענף (45%). נתונים יוצאי דופן שממחישים את איכות החיתום והתפעול של החברה.
כמו כן, נכון לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2024, לליברה Loss Ratio (יחס תביעות לפרמיות) של 70%, נתון מצוין שכן יחס נמוך מ-100% מעיד על רווחיות גבוהה בחיתום. גם לאחר הוצאות, ה-Loss Ratio של החברה (81%) עדיין רחוק מ-100%, עדות לרווחיות גבוהה יותר של ליברה ביחס לחברות הביטוח המסורתיות.

חשוב לציין כי ליברה אינה רק צומחת במהירות – היא עושה זאת תוך שמירה קפדנית על רווחיות ואיכות החיתום. החברה אינה מתפשרת על איכות המבוטחים, נמנעת מביטוח לקוחות בעלי פרופיל סיכון גבוה ומתבססת על שימוש חכם בנתונים ומידע עדכני. ליברה לא מבטחת ציים, חברות או קבוצות רכבים, במקרים שבהם אין מספיק מידע פרטני על כל מבוטח.

נכון למועד פרסום המכתב, ליברה נסחרת במכפיל רווח נקי של כ-10 על רווחי 2024 (נסחרת כיום בסביבות ה-10.7 ש"ח למניה), תמחור שנותר אטרקטיבי לטווח בינוני-ארוך, במיוחד לאור חדשנותה השונה בנוף המסורתי של עולם הביטוח, יכולות הביצוע והתפעול יוצאות הדופן שלה, והנהלה מצוינת שיודעת לייצר לליברה אפשרויות להרחבת מוצרים נוספים, כפי שעשתה במקרה של "צ'יק".

בטווח הקצר, האתגר המרכזי של ליברה הוא האטה אפשרית בקצב הצמיחה של תחום ביטוח הרכב רכוש, שממנו מגיעים מרבית רווחיה כיום. עם זאת, בטווח הארוך, החברה צפויה לגוון את מקורות הרווח באמצעות כניסה עמוקה יותר לתחומי ביטוח נוספים ופיתוח יכולת ניהול ה-Float – ההון הצף של כספי הפרמיות שמתקבלות מראש ומושקעים עד לתשלום התביעות. ה-Float הוא מנוע רווחיות מרכזי עבור חברות ביטוח גדולות, וליברה, שכרגע מחזיקה סכומים נמוכים יחסית של כסף מנוהל, צפויה לשפר משמעותית את מבנה הרווחיות שלה ככל שהיקף הפעילות יגדל.

עם הפנים לשנת 2025

על אף התשואה יוצאת הדופן שהקרן השיאה בשנת 2024, אנו סבורים כי מרבית החברות בפורטפוליו עדיין מתומחרות באופן אטרקטיבי לטווח של 3-4 שנים קדימה. ניתוח מעמיק של תרומת כל מניה לתשואת הקרן השנה מעלה כי מספר מצומצם של השקעות הניבו תשואה גבוהה במיוחד, חלקן אף כבר נמכרו מהתיק, דוגמת AppLovin ואלארום (כפי שצוין במכתב החצי שנתי של 2024). לעומת זאת, השקעות משמעותיות בקרן כמו קוולטיאו, סי וליברה נכנסו לתיק ממכפילים נמוכים במיוחד, ועדיין נסחרות ברמות מחירים שמעניקות מרחב משמעותי לעלייה בשנים הקרובות.

בנוסף, רוב מניות הפורטפוליו אמנם רשמו תשואות נאות, אך השפעתן על התשואה השנתית הגבוהה של הקרן הייתה מצומצמת יחסית, וזאת למרות ביצועים עסקיים חזקים ביותר. לדעתנו, פער זה משקף תמחור חסר לעומת השווי ההוגן של החברות ולפוטנציאל הרווחים הצפויים שלהן בשנים הקרובות – מצב שמייצר הזדמנות גדולה להמשך צמיחה בתשואת הקרן גם בעתיד.

במקביל, אנחנו ממשיכים לחפש אחר הזדמנויות אטרקטיביות ואיכותיות שמתאימות לפרופיל ההשקעה שלנו. לאחרונה זיהינו מספר חברות בעלות פוטנציאל משמעותי, ואנו בוחנים אותן לעומק בהתאם לסטנדרטים הגבוהים שלנו בבחירת עסקים חדשים לפורטפוליו.

למרות השנה המוצלחת, אנו רואים בה שלב נוסף במסע ארוך. עבורנו, כמו גם עבור רבות מהחברות בתיק, זוהי רק ההתחלה. אנחנו אופטימיים לגבי העתיד, נחושים לשמר את רמת הביצוע הגבוהה וממוקדים במטרתנו העיקרית – למקסם את תשואת הקרן ולהמשיך לייצר ערך משמעותי לשותפינו.

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.