

יום חמישי 10 אוקטובר 2019

י"א תשרי, תש"פ

לקוחות יקרים:

בסקירותינו בדרך כלל אנו מדברים על השוק ועל הכלכלה. ברבעון זה נשנה ממנהגנו, ונדבר על אדם אשר אותו אנו ורבים אחרים מעריצים ומהווה עבורינו מודל לחיקוי, ווארן באפט. ואילו באפט היה משקיע בשוק הישראלי איזה מניה הוא היה קונה?

גישת הערך אשר על בסיסה ווארן באפט (וגם אנחנו) משקיעים אשר מבוססת על ניתוח השווי הכלכלי הגלום היא לא סוד וידועה באופן נרחב. מה מאפשר לבאפט להתרומם מעל הקהל ולהיות הטוב ביותר?

ווארן באפט, בן 89, הוא אחד האנשים העשירים בעולם אשר עשה את הונו בעיקר מהשקעות. הוא בעל התשואה הגבוהה ביותר המתועדת של משקיע כלשהו. המניה של Berkshire Hathaway, החברה דרכה באפט מבצע את השקעותיו, הניבה תשואה שנתית ממוצעת של 20.5% בשנים 1965-2018 לעומת 9.5% למדד S&P 500 (בהסתייגות שבשנים האחרונות התשואות שלו פחות טובות באופן יחסי). באפט נחשב לאבי גישת "הערך" של השקעות אם כי במידה מסוימת Benjamin Graham הציג תזה זאת לפניו. סך תיק ההשקעות של החברה של באפט עומד על 173 מיליארד דולר נכון לסוף 2018. בטחוננו העצמי ואמונתנו הגדולה בצדקת דרכו של באפט מתבטאים בצורה ברורה בפיזור השקעותיו- מעל 85% מהשקעות החברה מתמקדות במניותיהן של 15 חברות בלבד (בהקשר זה אנחנו שונים מבאפט ומאמינים ביותר פיזור). לשיטתו, עדיף לעשות מחקר מעמיק של החברות בהן הוא משקיע. בכך, סותר באפט במידה מסוימת את התאוריה הפיננסית הרווחת, הקובעת כי גיוון התיק מקטינה סיכון. לצד זאת, באפט הוא אדם צנוע אשר לא מוציא קמצוץ מההון האדיר שצבר. הוא ידוע כאדם נעים הליכות אשר מתקשר בגובה העיניים. המכתבים השנתיים שלו למשקיעים נקראים בשקיקה על ידי שחקני שוק ההון ברחבי העולם והמפגש השנתי אשר מתנהל במקום מושבו, באומהה נברסקה, משול לוודסטוק של הקפיטליזם. כל האופרציה הזו מתנהלת עם צוות מצומצם, במטה של 25 עובדים בלבד אשר נשאר איתו לאורך שנים.

מהותה של גישת "ערך" היא התמקדות בשווי הפנימי (Intrinsic Value) של החברות. וכך, באפט מקפיד להשקיע בחברות בתחומים שהוא מבין היטב. בנוסף, באפט מאמין בהנהלה איכותית אשר מחזיקה סכום משמעותי במניות החברה שהיא מנהלת וכך להקטין את עלות



הסוכן (Agency cost). מכאן באפט לא רואה צורך להתערב בניהול החברות אותן הוא רוכש. באפט מאמין שחברות מצוינות במחיר טוב עדיפות על חברות טובות במחיר נמוך. הוא מעדיף להחזיק את ההשקעות שלו לאורך זמן והתחלופה באחזקות שלו נמוכה. הוא מחפש חברות עם חסמים לתחרות, "חפירים", אשר מונעים מהמתחרים לנגוס בריווחיות שלהן. הוא מעדיף מוצרי צריכה בסיסיים עם מותג חזק אשר ממשיכים לצרוך גם במיתון, ונמנע מלהשקיע בטכנולוגיות שהוא לא מבין או באופנה חולפת. כמו כן, הוא לוקח מירווחי ביטחון בהיוון תזרים המזומנים העתידי שלהן וכך ממזער את הפוטנציאל לטעות.

הגישה של באפט היא רציונאלית: הוא מסתכל על מניה כחלק מבעלות על חברה ועל כן נסמך על ניתוח עסקי החברה ולא על מגמות בשווקים. הוא מנתח את הפעילות העסקית של החברה על בסיס שווי כלכלי ולא רק חשבונאי. הוא צוחק על הנוהג בוול סטריט להציג נתוני EBIDTA (רווח לפני ריבית, פחת, הפחתות ומיסים) ושואל בקריצה- מי ישלם את הפחת, הפיה הטובה? באפט מאמין שמחירי המניה בשוק הם לא רציונאליים וכי התנודתיות במחירי השוק גבוהה מהתנודתיות האמיתית של עסקי החברה. באפט מייחס את ההצלחה שלו לתהליך השקעות מתודי וליכולות שלו לנתח עסקים. בנוסף, באפט בחר להשקיע באמצעות חברה ולא באמצעות קרן נאמנות כי כך הוא לא נתון לחסדי המשקיעים אשר בורחים מהשוק בזמן הלא נכון והוא יכול בראש שקט לקנות מניות במשברים. מבנה זה גם מעניק לבאפט אופק השקעה ארוך יותר לעומת מנהלים של חברות וקרנות אשר נמדדים בטווחי זמן מאד קצרים. יתרון משמעותי נוסף, הוא היכולת של באפט לרכוש חברות פרטיות גדולות (כמו למשל את ישקר) ללא צורך לגייס מימון. הכיסים העמוקים שלו והאמינות שלו מושכים אליו מוכרים פוטנציאליים וכך הוא משיג עסקאות בתנאים אשר לא זמינים למשקיעים אחרים.

באפט זכה לכינוי האורקל מאומהה אשר מעיד על התבונה הרבה וכושר הניבוי אשר ייחסו לו בדומה לדמות מהמיתולוגיה היוונית. אך בפועל, מכיוון שהנבואה ניתנה לשוטים, נראה שאת סוד הצלחתו כדאי לחפש במקום אחר. ייחודו של באפט נעוצה ביכולת למחשבה עצמאית ולדבריו "להתנתק מהעדר, להתגרש מהפחד והחמדנות של הסובבים אותך". כאשר שוק ההון נופל הנטייה האינסטינקטיבית היא לברוח כמו שהאדם הקדמון ברח מעץ נופל. המחשבה האוטומטית השכיחה הינה- קנית מניה והיא ירדה - משמע עשית טעות. תקן את הטעות, מכור את המניה וחתוך בהפסדים. פעולה זו אף זכתה לשם מפוצץ Stop-Loss. אבל, אם מניה שווה 100, קנית אותה ב 90 והיא ירדה ל 80, ומלבד זאת, שום דבר אחר לא השתנה, המשמעות היא שעכשיו היא בדיסקאונט של 20%. כלומר עוד יותר אטרקטיבית מאשר כאשר הייתה בדיסקאונט של 10%, אז למה למכור? אולי אפילו כדאי לקנות עוד.



לדעתנו, תגובה זו עשויה לנבוע מכמה סיבות: רגשות אשם או כאב על ההפסד הכספי. רגשות שכיחים וחשובים - בין אם מדובר בכספם של אחרים או בכספך שלך. ייתכן שיש מידע שאחרים יודעים ואתה לא או מחשבה שיש מוכר גדול, שעוד לא סיים למכור את כל הכמות שיש לו ועל כן עדיף למכור לפני שישלים את מכירתו.

אל מול כל אלה, השורה התחתונה נשאר בעינה - צריך שחישוב השווי (100 בדוגמא) יהיה נכון וצריך את הבטחון העצמי לדבוק בדעתך למרות שהשווקים חושבים אחרת. אנחנו יודעים על בסיס תאוריה כלכלית שאנשים שונאי סיכון ועל כן הנזק הנתפס מהפסד גדול יותר מהרווח הנתפס בסכום כספי זהה. אולם, בעצם ההחלטה להשקיע יש סיכון מלכתחילה. ואין סיבה הגיונית להניח שלאחר ירידה הסיכון עלה (ואולי ההפך הוא הנכון). בעבודתם פורצת הדרך מראים כהנמן וטברסקי שהחלטות אשר אנשים מקבלים בתנאי אי ודאות הן לא רציונאליות ומוטות בגלל תפיסות פנימיות ושגויות לעומת מקסום רווח או מקסום תועלת. באפט מסכם תופעה זו במשפט הידוע כשכולם חמדנים היה פחדן וכשכולם פחדנים היה חמדן.

ההשראה מהתנהלותו של ווארן באפט היא שמנהל השקעות טוב צריך להיות בעל עמוד שדרה מצד אחד. לדבוק באנליזה שלו בתובנות שלו, במתודולגיה שלו גם נוכח שוק הון או מניה שאינם מאירים לו פנים. הוא צריך להיות נכון מול לקוחות ומול עובדים להצדיק המשך החזקה במניה בה הוא מאמין גם אם נגרם לו הפסד צורב. מצד שני, צריך להיות ספקן לגבי המידע שיש לו ולהיות נכון להיפרד מתפיסות קודמות ולבחון מידע חדש. אם השוק חושב אחרת ממך, צריך שילוב בריא של בטחון עצמי וספקנות. בדוק את עצמך שוב, בדוק אם אין מידע חדש שפיספסת, וודא כי ההנחות שלך לגבי פוטנציאל החברה, רמת התחרות, איכות המוצרים שלה, טיב ההנהלה וכדומה תואמים לניתוח שלך. אם כן דבוק בפוזיציה ואל תמכור. אפילו בנקודת קיצון אפשר לשקול להגדיל את הפוזיציה. כל זאת צריך להיעשות תוך ניהול סיכונים קפדני כך שהחזקה אחת לא מהווה אחוז גדול מידי מגודל התיק. מכאן, כדאי מלכתחילה לא ללכת "All In" כאשר הדיסקאונט הוא רק 10% כדי שיהיה מקום להגדיל את החזקה כאשר הדיסקאונט הוא 20% או 30%.

המנהל צריך לזכור שמניה היא לא עלה נידף ברוח אשר עולה ויורד על פי הגחמות של השווקים אלא חלק מבעלות על חברה. זה חודר לנושא ה Intrinsic Value. למניה יש ערך כלכלי פנימי שנגזר מריווחיות החברה. בסופו של דבר ריווחי החברה לא נעלמים אלא



מצטרפים לשווי תיק ההשקעות אם באמצעות דיווידנדים או השבחת ערך על ידי השקעה בצמיחה העתידית של החברה.

ומה ווארן באפט היה קונה היום בישראל?

אנחנו חושבים שהוא היה מתאהב במניה של שדותי בנק אוטומאטיים (שב"א). שב"א מבצעת את הסליקה בין מנפיקי כרטיסי האשראי לבין בתי העסק ואת הסליקה של משיכות הכספומט בין הבנקים. שב"א היא ממש מונופול בשני תחומים אלה. החסמים הטכנולוגיים לתחרות גבוהים מאד והסיכוי שייכנס מתחרה שואף לאפס. ועדיין החברה נסחרת בשווי סביר בהחלט. שב"א היא מניה שאנו מחזיקים בתיקי לקוחותינו אשר גם משקפת גישת "ערך" על פי תורתו של ווארן באפט וגם את האסטרטגיה שלנו למצוא חברות מתחת לרדאר שאחרים מפספסים.

סקירה זו נשלחת אלייך באופן אישי כלקוח החברה ומיועדת לך בלבד. אנו עשויים להחזיק בתיקי השקעות את ניירות הערך הנזכרים לעיל.