



וובינר – שבדיה
פברואר 2024

25.2.2024

אזהרה משפטית - דיסקליימר

- אין באמור לעיל המלצה לקנות, למכור או להחזיק נייר ערך כלשהו או לבצע פעולה כלשהי.
- לפני ביצוע פעולה פיננסית כלשהי יש להתייעץ עם מומחה.
- במידה ומוזכרים ניירות ערך, יש להניח שיש לנו ולשותפיות אותן אנו מנהלים פוזיציה גדולה ואינטרס אישי גדול בכל הניירות המוזכרים.
- אנו עשויים למכור או לקנות כל אחד מהניירות המוזכרים ללא הודעה מראש.
- איננו יועץ השקעות, יועץ מס, רו"ח או עו"ד.
- לפני כל פעולה פיננסית כלשהי יש להתייעץ עם מומחה בתחום שיתאים את ההשקעה למשקיע
- מצגת זו לא מהווה ולא מיועדת להוות הצעה לציבור לפי סעיף 15א(א)(4)(א) לחוק ניירות ערך.
- המציג אינו מתכוון למכור ניירות ערך למשקיעים שמספרם עולה על שלושים וחמישה.
- מכירת יחידות השתתפות בשותפות תיעשה למשקיעים אשר מספרם אינו עולה על שלושים וחמישה בסך הכל והליך בחירתם יקבע על פי שיקול דעתו הבלעדי של השותף הכללי.
- כל התשואות, אם מוצגות, הינן תשואות עבר ואינן מייצגות או מבטיחות תשואות עתידיות כלשהן.

קצת עלינו - אסף



- שמי אסף נתן
- מנהל את קרן הגידור עדן דיסקברי
- נשוי לשרון, אב לשלושה ילדים מקסימים
- השכלה:
- תואר בהנדסת חשמל בהצטיינות נשיא מהטכניון
- תואר שני במנהל עסקים בהצטיינות מאוניברסיטת רייכמן, התמחות במימון Fixed income תוכנית רוטשילד קיסריה
- בשוק ההון 18 שנים

קצת עלינו - יניב



- שמי יניב אוליאל
- מנהל את קרן הגידור עדן אלפא
- נשוי למיכל, אב לשתי בנות
- מתגורר בסינגפור
- השכלה:
- תואר בהנדסת חשמל בהצטיינות נשיא מהטכניון
- תואר שני במנהל עסקים בהצטיינות מאוניברסיטת INSEAD בסינגפור
- בשוק ההון 18 שנים

היום – הצגה מגובה אלף רגל של שתי חברות שבדיות

- שתי החברות שיוצגו לכם הם חברות קטנות (פחות מ 500 מיליון דולר) הנסחרות בשבדיה
- שתיהן רחוקות מעין המוסדיים
- אין המלצה!
- יש אחזקה!
- אנו מדברים מפוזציה!
- לא נדבר על תשואות או תנאים של הקרנות (אסור לנו)
- אין בוובינר הזה או בכלל הצעה לציבור של מוצרים פיננסיים
- **יש להזהר** - השקעה בחברות אלה, כמו בכל מניה – **עשויה לגרום הפסדים כבדים עד כדי אובדן כל ההשקעה**
- כל הפועל בניירות אלה עושה זאת על דעת עצמו בלבד!!!
- You can borrow an idea, but you can't borrow conviction – על כל אחד לעשות עבודה בעצמו או להתייעץ ביועץ בבנק במידה והחלטתם לבצע פעולה
- ידע דרוש: ידע פיננסי בסיסי, הבנה של מושגי תמחור כמו מכפיל רווח ומכפיל הון.

הפרמטרים שחשוב לדעת לפני שניגשים לעבודה



- פרמטרים חשובים שכדאי להכיר לפני שניגשים לעבודה:
 1. תשואה על ההון – ROE – התשואה שהחברה משיאה על ההון הצבור בחברה
 2. מכפיל הרווח – P/E – מספר הפעמים שהרווח נכנס בשווי השוק של החברה
 3. שוליים גולמיים, שוליים תפעוליים
 4. מינוף תפעולי – Operating Leverage – הקצב שבו משתנה הרווח התפעולי של החברה בהנתן שינוי בהכנסות
 5. רווח EBITDA – רווח תפעולי לפני הפחתות
 6. CAPEX – הוצאות תזרימיות לקיום וצמיחת העסק
 7. ROIC – החזר על ההון המושקע בעסק (של בעלי החוב וגם בעלי ההון)
 8. חשבונאות בסיסית

מה קורה בשבדיה?

- לפני מספר שנים יצא ספר הנקרא "100 baggers" הודן בתואר הנכסף – חברות שהמשקיעים בהן הצליחו לעשות פי 100 על הכסף.
- כחלק מהמחקר, הסתבר שבשבדיה יש מספר לא פרופוציונלי של חברות שעלו פי 100, ביחס לגודל הבורסה שם.
- בשבדיה נסחרות פחות מ 400 חברות סה"כ - דהיינו מבחינת מספר המניות הנסחרות, הבורסה בשבדיה קטנה מהבורסה הישראלית.
- עם זאת, שווי השוק המצרפי של שוק המניות של שבדיה הוא מעל טריליון דולר, לעומת פחות מטריליון שקל בישראל.
- לכן גודלה הקטן של הבורסה מעלה פליאה - מדוע זה קורה יותר בשבדיה מאשר בכל מדינה אחרת?
- באופן כללי, הרבה ערך נוצר בבורסה בשבדיה:
- בשבדיה האוכלוסיה מאוד יזמית, בדומה לישראל
- שבדיה היא "המנהיגה" בנורדיות ומדינות אחרות רואות בה בתור "האחות הגדולה"
- חינוך מגיל צעיר לגבי שוק ההון והתנהלות פיננסית נכונה
- שמרנות פיננסית הטבועה באוכלוסיה
- לכן, לא מפליא ששבדיה מדורגת במיקום 1-5 ביעילות הכלכלית שלה בעולם, לעומת ארצות הברית המדורגת הרבה יותר נמוך, וישראל אף נמוך יתר.
- בתור משקיעים בשבדיה מספר שנים, אנו יכולים להעיד שהממשל התאגידי באופן כללי וכמו כן גם שלטון החוק טובים מאוד.

קצת מכאניקה

- לפני שנתחיל צריך טיפה להתעכב על המכאניקה.
- בשוק ההון חברות יכולות לרכוש חברות אחרות – פרטיות או ציבוריות.
- רוכשות סדרתיות הן חברות ציבוריות הרוכשות חברות פרטיות, באופן קונסיסטנטי.
- החברה הרוכשת יכולה להשתמש במספר אסטרטגיות לגבי החברה הנרכשת – עוד בהמשך
- דוגמא לרוכשת סידרתית היא ברקשייר הת'אווי של וורן באפט, אך ישנן עוד לא מעט חברות כאלה בעולם.
- הרעיון ברוכשת סדרתית הוא שהחברה האם רוכשת חברה אחרת ומנתבת את כל המזומן שהחברה הנרכשת מייצרת אליה.
- כאשר מצטבר מספיק מזומן, ובעזרת חוב נוסף, אפשר לרכוש חברה נוספת, וחוזר חלילה.
- אפשר להמשיל זאת לדירות – אדם שקונה דירה אחת, ולאחר מספר שנים, הוא יכול לרכוש דירה שניה.
- שכר הדירה של הדירה הראשונה וגם שכר הדירה של הדירה השניה מנותבים יחדיו בשביל לשלם את החוב.

קצת מכאניקה

- יש מספר סוגי אסטרטגיות לחברה הרוכשת, הנבדלות ביניהן ברמת האינטגרציה של החברות לתוך חברת האם.
- מהקיצון האחד, מיזוג מושלם שבו כל התוכן של החברה הבת ממוזג לתוך חברת האם נקרא Rollup.
- הקיצון השני, חוסר אינטגרציה מוחלט בין החברות הנרכשות נקרא HoldCo – כלומר שחברת האם היא פשוט חברת אחזקות.
- ברקשייר למשל עובדת במודל של HoldCo וכמעט ואין אינטגרציה בין חברת האם לאחזקות שלה.

| Type | Roll-up | Platform | Accumulator | HoldCo |
|------------------------------|--|--|---|--|
| Operations integration level | | | | |
| Qualities | Non-differentiated products. Scale synergies. | Differentiated products. Subsidiary clustering. | Differentiated products. Little integration. | Unrelated business portfolio. Only board influence. |
| Krafft's Example firms | Berry Global Waste Mgmt Johnson Service | Lifco Assa Abloy Roper | Addtech Vitec Software Constellation SW | Investor AB HAL Holding Bolloré |

קצת מכאניקה

- רכישות סדרתיות יכולות להשמיד ערך, ויש הרבה דוגמאות לכך. מצד שני, הן גם יכולות ליצור ערך, וכשזה עובד – האפקט מאוד חזק
- כל מקרה לגופו, משמעת, שמרנות, תכונות התעשייה ואופי הרוכשים משחקים תפקיד חשוב בהצלחה
- מסתבר שהשיטה בה נותנים לחברות הבנות להמשיך ולרוץ באופן עצמאי (מנוגדת לאופי האנושי הדוחף לשליטה) ברוב המקרים מפיקה הכי הרבה ערך לאורך זמן ויש דוגמאות של קומפאונדרים מדהימים למכביר
- ישנן הרבה סיבות לכך שקצרה היריעה מלדון בהן, אפשר לומר שבגדול כאשר החברה ממשיכה לעשות מה שהיא היתה טובה בו ללא הפרעה, נוצר הכי הרבה ערך.
- ברקשייר למשל אף היא עובדת במודל של HoldCo וכמעט ואין אינטרגרציה בין חברת האם לאחזקות שלה.
- בחברות הרוכשות חברות, הצמיחה היא בעצם קצב הרכישות, ולכן הן מקבלות תמחורים של חברות צמיחה!
 - יש לוודא שרוכשים נכון
 - יש לוודא שהבסיס איתן ויציב
 - אסור לעשות שימוש מופרז בחוב

חברה מספר 1 – Humble Group AB



• טיקר החברה ביאהו – HUMBLE.ST

Humble Group AB (publ) (HUMBLE.ST)

Stockholm - Stockholm Real Time Price. Currency in SEK

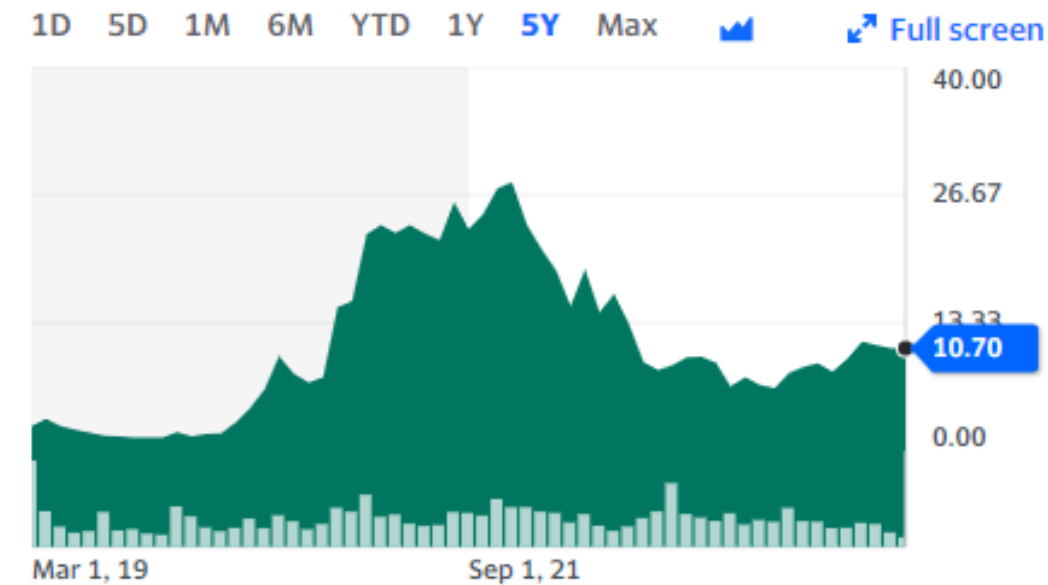
Follow

10.70 +0.28 (+2.69%)

At close: February 16 05:29PM CET

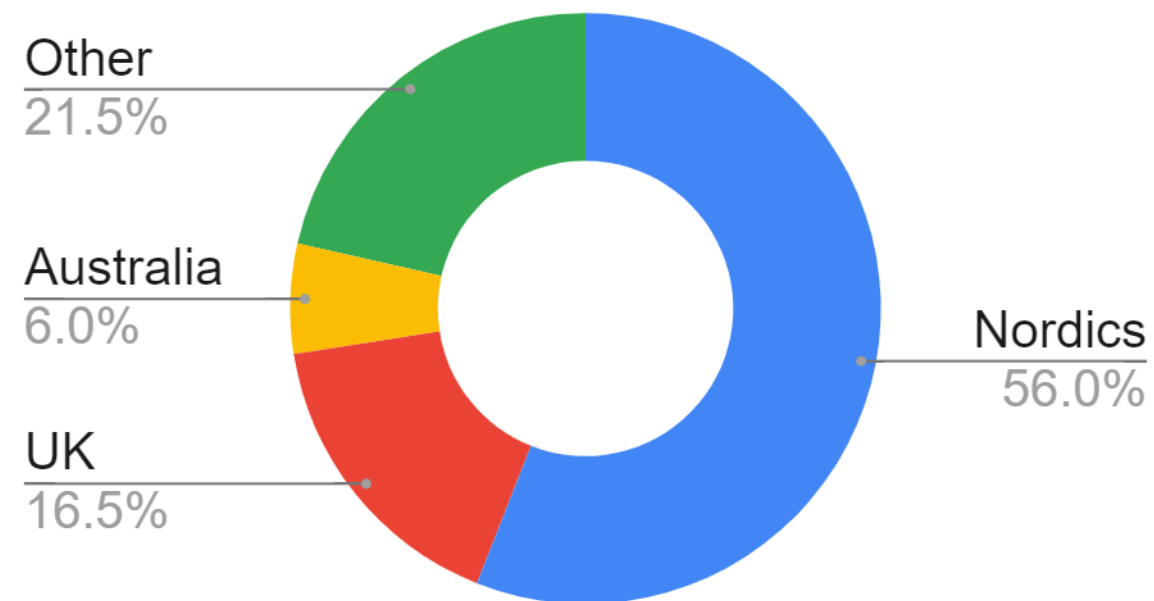
Summary Chart Conversations Statistics Historical Data Profile Financials Analysis Options Holders Sustainability

| | | | |
|----------------|---------------|--------------------------|-----------|
| Previous Close | 10.42 | Market Cap | 4.746B |
| Open | 10.42 | Beta (5Y Monthly) | 1.87 |
| Bid | 10.58 x N/A | PE Ratio (TTM) | N/A |
| Ask | 10.70 x N/A | EPS (TTM) | -0.33 |
| Day's Range | 10.20 - 10.70 | Earnings Date | N/A |
| 52 Week Range | 5.94 - 12.17 | Forward Dividend & Yield | N/A (N/A) |
| Volume | 396,768 | Ex-Dividend Date | N/A |
| Avg. Volume | 639,131 | 1y Target Est | 12.60 |

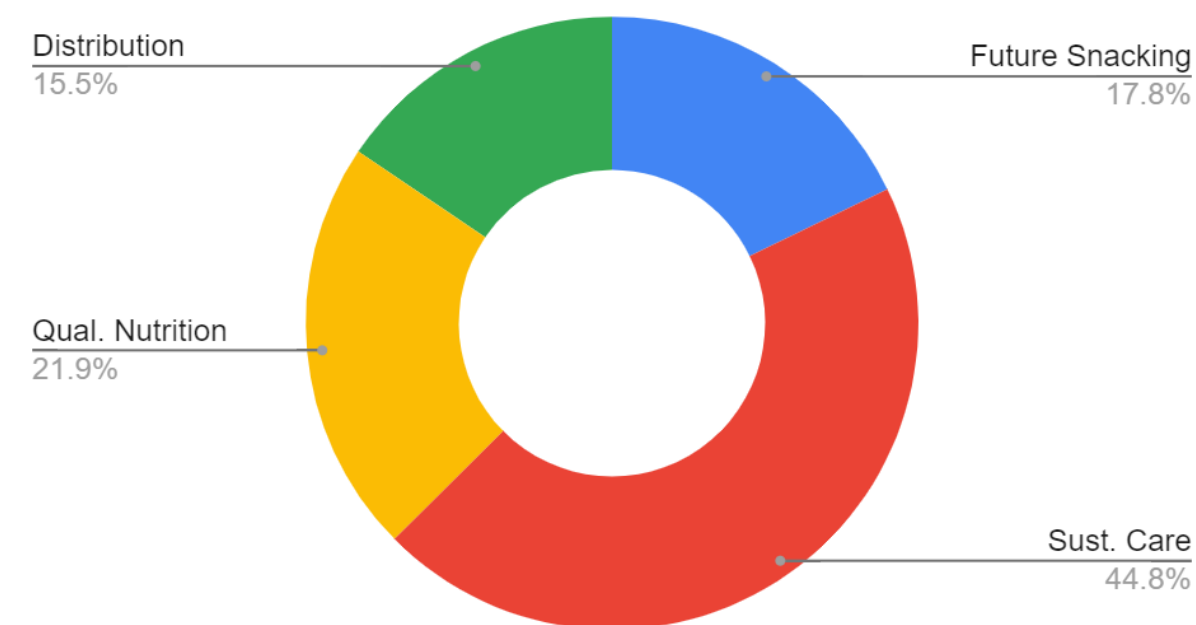


Humble Group

Revenue per Geography



Segments EBITDA



- האמבל היא חברת פלטפורמה שממוקדת בתחום המוצרי צריכה בריאים וידידותיים לסביבה. לחברה סגמנט של ממתקים בריאים, מסטיקים טבעיים, חטיפי חלבונים ומשקאות ספורט. החברה ממוצבת היטב בשבדיה.
- בעזרת רכישות, האמבל בנתה פלטפורמה של מוצרי צריכה בקטגוריות שצוברות פופלריות וצומחות מהר. אפשר לקרוא לקטגוריה, בגדול, Better for You.
- החברה פועלת לעומק שרשרת הערך: פיתוח המוצרים, יצור, והפצה. האמבל מייצרת גם את המותגים של עצמה וגם מוצרי white label.
- להנהלה אחזקה מהותית במניות החברה ויש לה מוטיבציה גדולה לממש את הפוטציאל הרב הטמון בפלטפורמה.
- קישורים לדוגמאות מוצרים: [1](#) [2](#) [3](#) [4](#) [5](#)

חומר רקע

| | |
|----------------|-------|
| Shares | 450 |
| Share price | 9.75 |
| Market Cap | 4,388 |
| Debt | 1,600 |
| EV | 5,988 |
| EV/2024 EBITDA | ~7.3 |

- בשבדיה, האמבל היא מובילת הקטגוריות בהן היא מתחרה. הקטגוריה של מוצרי צריכה Better for You צפויה לגדול פי 3 בעשור הקרוב בזכות שינוי בטעמי צרכנים ומודעות גוברת לרכיבים של המוצרים אותם אנו צורכים ביום יום.
- החברה נסחרת במכפיל איביטדא נמוך בכ-40% מהמכפיל שחברות דומות בקטגוריה נסחרות בו (עוד מעט נבין למה).
- בדצמבר 2022, המניה נסחרה במחיר דומה להיום, החברה קיבלה הצעת רכישה מקרן פריווט אקוויטי והנהלת החברה סירבה. הצעות כאלה מגיעות בד"כ בפרמיה של 30-50 אחוז.
- החברה נסחרת בתשואת תזרים חופשי של כ-12% על התזרים של 2023 וכנראה 15% על התזרים הצפוי ב-2024. כל זה כשהיא גדלה אורגנית בקצב כפול ויותר מחברות דומות בסקטור.



מה קרה למניה?

- בעוד מחיר המניה של האמבל ירד בכ-70% מהשיא ב 2021, האיביטדא של החברה רק עלה וכן תחזית האיביטדא בשנים הבאות.
- מכפיל האיביטדא התכווץ מלמעלה מ 20 פעמים לכ 7 פעמים כיום. כלומר, השוק ידע לשלם על החברה את המכפיל שמגיע בהינתן נתוני הבסיס של העסק.
- מספר גורמים העיבו על העסק וגרמו להתכווצות המכפיל, אך לדעתנו הם כבר נפתרו ובשנה-שנתיים הקרובות השוק גם יצטרף להבנה זאת:

| | |
|---|--|
| <p>לדעתנו הסנטימנט כנגד העסק הלך מקיצון חיובי לקיצון שלילי והחברה יודעת לעבוד ולייצר תזרים מאד חזק גם בסביבת הריבית הזאת. בנוסף, יתכן ונתחיל לראות ירידות ריבית באופק התזה, אך לא חייב שזה יקרה בכדי להצליח.</p> | <p>הריביות הגבוהות העיבו על רוכשות סדרתיות שנוהגות לבצע רכישות באמצעות שימוש בחוב</p> |
| <p>הדאגה הזאת היא במראה האחורית, לחצים אינפלציוניים על חומרי גלם ועלויות שילוח גבוהות בתקופות הקורונה העיבו על השוליים. כעת, גורמים אלה מתנרמלים, אך מחירי המכירה אינם יורדים ולכן סביר שנראה את השוליים עולים. בנוסף, החברה שמה דגש על התייעלות ומיישמת מספר יוזמות לשיפור היעילות התפעולית והסינרגיות בין חברות הקבוצה.</p> | <p>לחץ על שולי האיביטדא של החברה</p> |
| <p>החברה הנפיקה מניות, שיפרה מאד את המאזן ואת יחס המינוף שכעת נמצא מעט מעל פעמיים איביטדא והורידה את הריבית על החוב. הדאגה הזאת, גם היא, במראה האחורית. לשוק כנראה יקח זמן לסווג את החברה מחדש.</p> | <p>מאזן ממונף גבוה מידי עם ריביות גבוהות מידי</p> |

הנהלה ומשקיעים מובילים

- המנכ"ל וסמנכ"ל התפעול מחזיקים יחד מעל 10% מהמניות בשווי כולל של כמעט 45 מיליון דולר. השכר השנתי של המנכ"ל, כולל תגמול מותנה ביצועים הוא מתחת למיליון דולר בשנה, כל שהאינטרסים של ההנהלה מיושרים איתנו, בעלי המניות, בהעלאת הערך פר מנייה.
- סמנכ"ל התפעול הוא המייסד של המותג Humble (על שמו גם נקראת החברה). המנכ"ל הוא אחד המייסדים של Pandy, עסק חטיפים בריאים דומיננטי בפורטפוליו של Humble. כלומר, שניהם מכירים את עסקי הקבוצה לעומק ולאורך שנים ומחזיקים כמות מכובדת של מניות.
- המחזיק הגדול ביותר (מעל מעל 10% ממניות החברה) הוא הפמילי אופיס של Hakan Roos, משקיע שבדי מצליח מאד שיושב גם בבורד של חברות כמו AddLife. הפמילי אופיס השתתף בהנפקה האחרונה.
- המחזיק השני, Neudi & Co, מחזיק כ 10% ממניות החברה וגם הוא חברת השקעות משפחתית גדולה. המשקיע השתתף בהנפקה האחרונה.
- אלטה-פוקס קפיטל, קרן השקעות אמריקאית, מחזיקה כ-5% ממניות החברה, ללא מושב בבורד. אלטה-פוקס השתתפה בהנפקת המניות האחרונה ולכן סביר שהיא מעורבת, גם אם בצורה בלתי פורמלית, בקביעת האסטרטגיה.

תנועות בעלי עניין



בעלי העניין לא מוכרים, רק קונים. כולל רכישה של סמנכ"ל הכספים לאחר הדוח ביום שני שעבר.

מבנה המאזן והון מושקע בעסק

- העסק של האמבל אינו דורש השקעות הוניות גבוהות. גודל מאזן החברה בסוף שנת 2023 היה כ 9 מיליארד קרונות, מתוכן כ 6 מיליארד של נכסים בלתי מוחשיים (נכס שנוצר ברכישה של עסקים אחרים). הנכסים הקבועים שהחברה מחזיקה הם בגודל 200 מיליון קרונות ופחות או יותר קבועים לאורך זמן, לא נדרשות השקעות הוניות מהותיות בעסק. ההשקעות בנכסים הן פחות מהפחת.
- החברה מחשבת גודל שנקרא Deployable Cashflow שזה למעשה מזומן שהעסק מייצר וזמין להנהלה להקצאת הון. גם בשנת 2023 בה השוליים עדיין היו לחוצים והתגלגלו מספר תוכניות ייעול ושיפור החברה הפיקה כמעט 500 מיליון קרונות של תזרים פנוי.
- ההון החוזר דיי נמוך וקבוע, תוכניות הייעול של החברה אפילו מצליחות לשחרר מעט הון חוזר. לחברה מלאי+חייבים-התחייבויות לשלם של כ 600 מיליון קרונות.
- ההון החוזר הזה והנכסים הקרובים של בערך 200 מיליון, ייצרו תזרים פנוי של כמעט 500 מיליון שזאת תשואה מאד גבוהה על ההון שמושקע בעסק כמצופה מעסק שבנה מותגי ערך מוסף.

יצירת ערך באמצעות רכישות

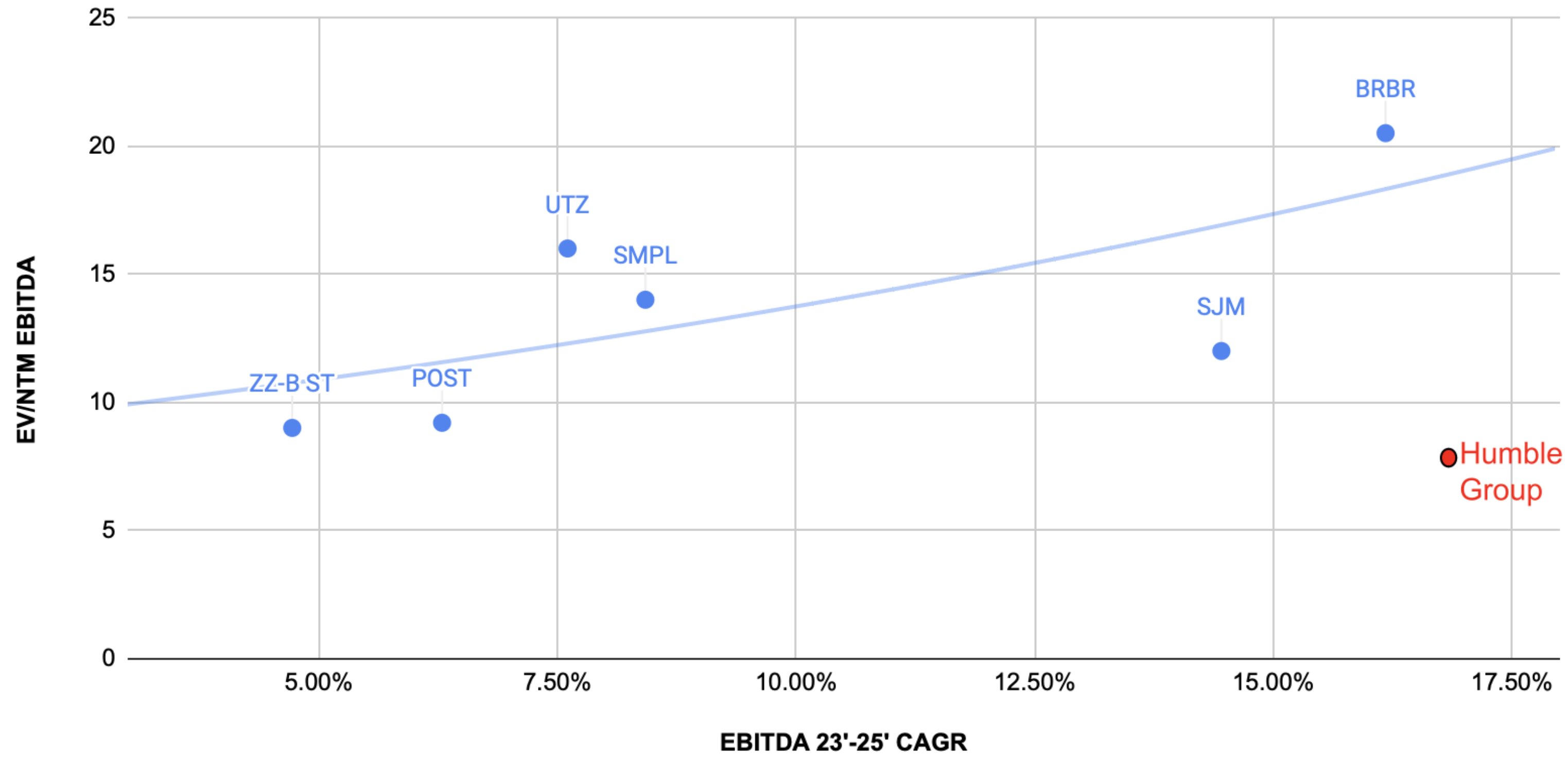
- בזכות עסק ההפצה ועסקי ה-White Label, להאמבל "מודיעין" מעולה ומוקדם על איזה מוצרים ואיזה קטגוריות נהנות מביקושים חזקים ולהיכן השוק הולך.
- האמבל יכולה לרכוש חברות בנישת ה-Better for You על בסיס הידע שהנהלה צוברת. בהתאם, ניתן לרכוש חברות במכפיל איביטדא MSD שיכול לעלות ל HSD אחרי תשלומים מותני ביצועים. את המכפיל ניתן לכווץ על ידי "הלבשה" מלאה של מוצרי העסק הנרכש על רשת ההפצה של האמבל וכן מיצוי סינרגיות במערכי הרכש והייצור.
- באופן זה, האמבל יכולה להציף ערך גם בצורה לא אורגנית.
- האמבל ביצעה רכישות בקצב מסחרר בשנת 2021 ומימנה אותן בחוב יקר עם ריבית צפה. כשהריביות בעולם החלו לעלות המאזן הפך לבעיה עבור החברה עד שבאמצע 2023 החברה סידרה את המאזן על ידי החלפת חוב באקווייטי, הקטנת החוב, הורדת וקיבוע הריבית על החוב שנותר. כעת, החברה תוכל לחזור ולרכוש עסקים בתחום הפעילות שלה ולהמשיך ליצור סינרגיות בתוך הפלטפורמה.

המודל וההזדמנות לשיפור השוליים במקביל לצמיחה



- המפתח להצלחת התזה הוא המשך הצמיחה (אורגנית דו-ספרתית + מרכישות) במקביל לנירמול שולי האיביטדא חזרה לרמה של לפני הקורונה ואז לכיוון של 15% שזה היעד שהנהלה הציבה.
- שולי האיביטדא עמדו על 13.1% בשנת 2021 וירדו ל 9.8% בשנת 2023. הסיבות לירידה מגוונות אך הן בעיקר מאחורינו:
 1. עלייה במחירי ההובלה והסחורות בזמן הקורונה: העלייה אמנם היתה בסוף 2021 ובשנת 2022 אך החוזים נסגרים לרבעונים קדימה גם למחירי הסחורות שהן למעשה חומר הגלם וגם להובלה. מחירי הסחורות וההובלה התנרמלו והחברה מתחילה לשלם את המחירים הנמוכים מתחילת 2024.
 2. החברה דחפה במרץ מספר פרויקטים לייעול ההון החוזר, סינרגיות בין חברות בנות וכו' במהלך 2023. פרויקטים אלה עתידים לתת אותות במספרים של 2024.
 3. המשך הצמיחה האורגנית מוביל לעלייה ביוטיליזציה של המפעלים ונוצר מינוף תפעולי חיובי.
 4. החברה העלתה מחירים בתקופת הקורונה. מחירי המוצרים אינם יורדים ואף יכולים לעלות בעוד מחירי התשומות ירדו (סעיף 1).

חברות דומות והקטגוריה



מה הפוטנציאל?

- להלן מספר תרחישים לרמה בה המניה יכול להיסחר ביחס למחירה היום. הנחות העבודה מאחורי הטבלה: מחיר מניה כיום = 10, החוב נשאר קבוע, כל הצמיחה אורגנית ומביאה למכירות של 9 מיליארד קרונות ב 2025.

| | | 2025 EBITDA Margin | | | | |
|----------------|----|--------------------|------|------|------|------|
| | | 10% | 11% | 12% | 13% | 14% |
| 2025 EV/EBITDA | 5 | -36% | -26% | -16% | -6% | 4% |
| | 8 | 24% | 40% | 56% | 72% | 88% |
| | 10 | 64% | 84% | 104% | 124% | 144% |
| | 12 | 104% | 128% | 152% | 176% | 200% |
| | 14 | 144% | 172% | 200% | 228% | 256% |
| | 16 | 184% | 216% | 248% | 280% | 312% |

Bergman & Beving AB – 2 חברה מספר



• סימול ביאהו: BERG-B

Bergman & Beving AB (publ) (BERG-B.ST)

Stockholm - Stockholm Real Time Price. Currency in SEK

★ Following

191.80 +0.80 (+0.42%)

At close: February 16 05:29PM CET

[Summary](#) [Chart](#) [Conversations](#) [Statistics](#) [Historical Data](#) [Profile](#) [Financials](#) [Analysis](#) [Options](#) [Holders](#) [Sustainabilit](#)

| | | | |
|----------------|-----------------|--------------------------|--------------|
| Previous Close | 191.00 | Market Cap | 5.097B |
| Open | 191.00 | Beta (5Y Monthly) | 1.11 |
| Bid | 191.40 x 0 | PE Ratio (TTM) | 26.24 |
| Ask | 192.40 x 0 | EPS (TTM) | 7.31 |
| Day's Range | 191.00 - 195.00 | Earnings Date | May 15, 2024 |
| 52 Week Range | 116.20 - 195.00 | Forward Dividend & Yield | 3.60 (1.88%) |
| Volume | 13,674 | Ex-Dividend Date | Aug 25, 2023 |
| Avg. Volume | 23,439 | 1y Target Est | 215.33 |



Bergman & Beving



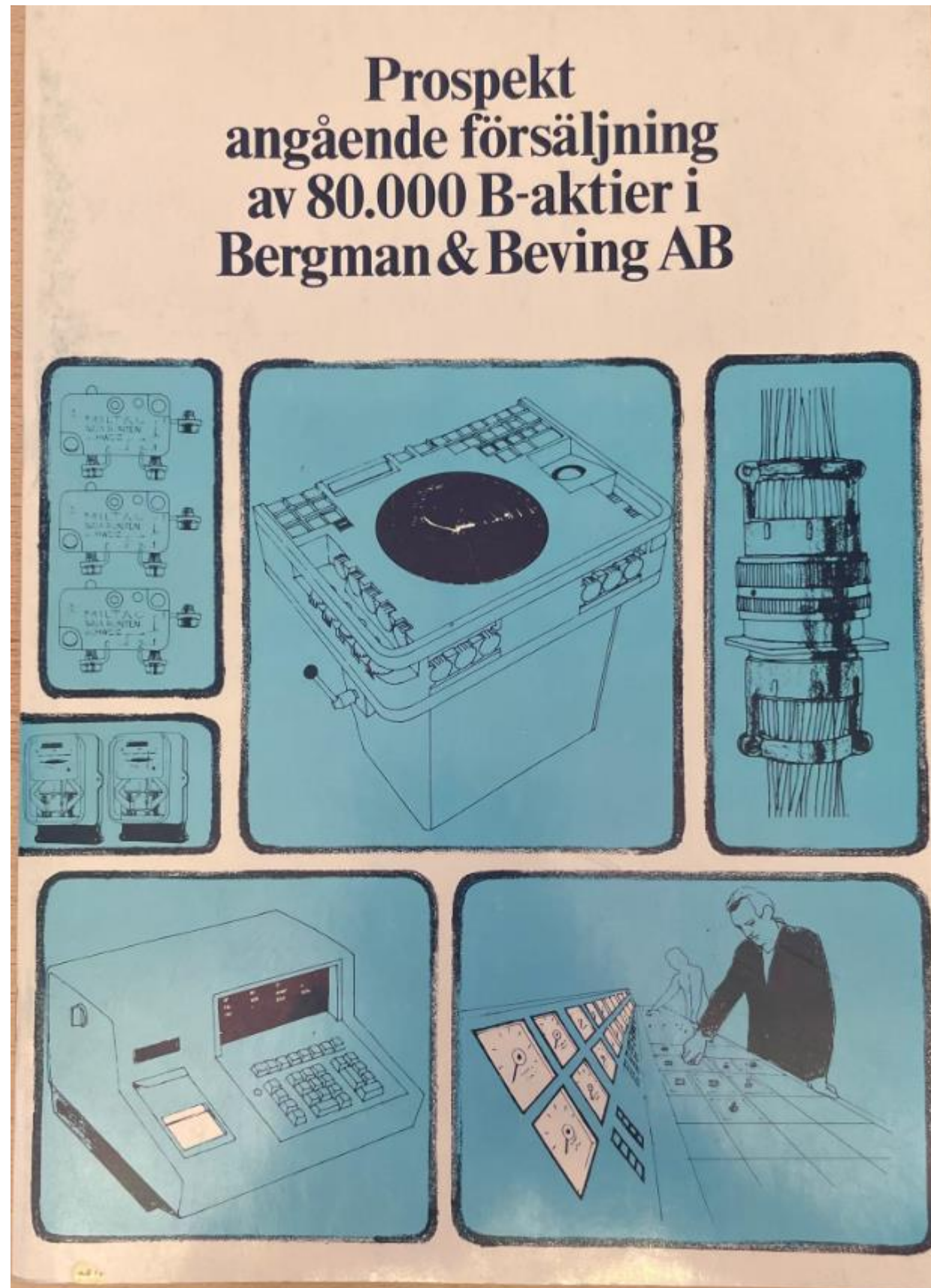
- זהירות – חברה משעממת!
- חברה מאוד איטית שלא תפתיע אתכם בדוחות, תעמוד יפה במיתון, תתקדם אט אט עקב בצד אגודל, כמו חילזון
- כפי שנראה, עם הנהלה חזקה מאוד וטרק רקורד מעולה, המגיעה אחרי שנים של פיגור
- מתאימה לבעלי לב חלש, מתאימה למי שיודע לקנות חברות איכות במכפיל גבוה

קצת הסטוריה

- Bergman & Beving הוקמה בשבדיה בשנת 1906 על ידי בוגרי הנדסת חשמל בשם ארווינג ברגמן ופריץ בווינג.
- החברה עסקה במסחר בחלקים אלקטרוניים עבור עולם התעשייה בשבדיה, ושגשגה מאוד למרות שתי מלחמות העולם ומותם של המייסדים בשנות ה 50 של המאה הקודמת.

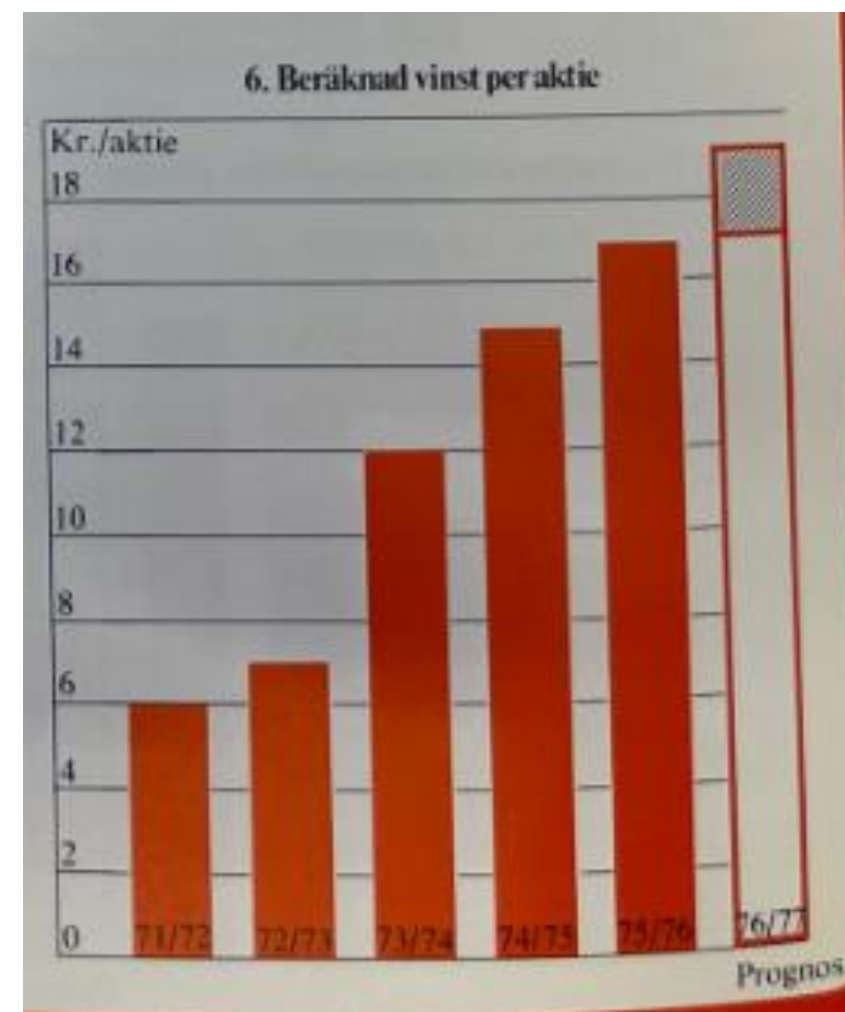


קצת הסטוריה



- בשנות ה 60 היתה פסימיות גדולה לגבי העולם העסקי ולכן חברות משפחתיות נמכרו בזול.
- B&B החליטה לרכוש חברה בתחום מקביל בכדי לצמוח, ולפתע ראתה "כי טוב", והחלה לרכוש עוד ועוד חברות.

- בשנת 1967 רכשה B&B חברה פרטית בשם Johan Lagercrantz, חברה שנוסדה בשנת 1938 ועסקה ברכיבים אלקטרוניים וציוד. בעתיד, חברה זו תהיה הספינאוף של Lagercrantz Group בשנת 2001



- בשנת 1976 B&B הונפקה לראשונה בבורסה בשבדיה.

קצת הסטוריה

- בשנת 1976, בשנת ההנפקה, לברגמן היה יועץ מס חיצוני, בשם Anders Börjesson.
- אנדרס, בתור סטונדט, קרא ספר על חברות שבדיות מצליחות מאוד כמו איקאה ו H&M, שעברו למודל asset-light כי בזמנו בשבדיה היה מס גבוה על הנכסים. ואחרי שעברו למודל הזה, החברות הצליחו מאוד.
- בשנת 1976 הוא גילה טעות בדוחות של ברגמו שחסכה לחברה מליונים בתשלומי מס והפך "לגאון בין לילה." החברה מייד שכרה שירותיו.

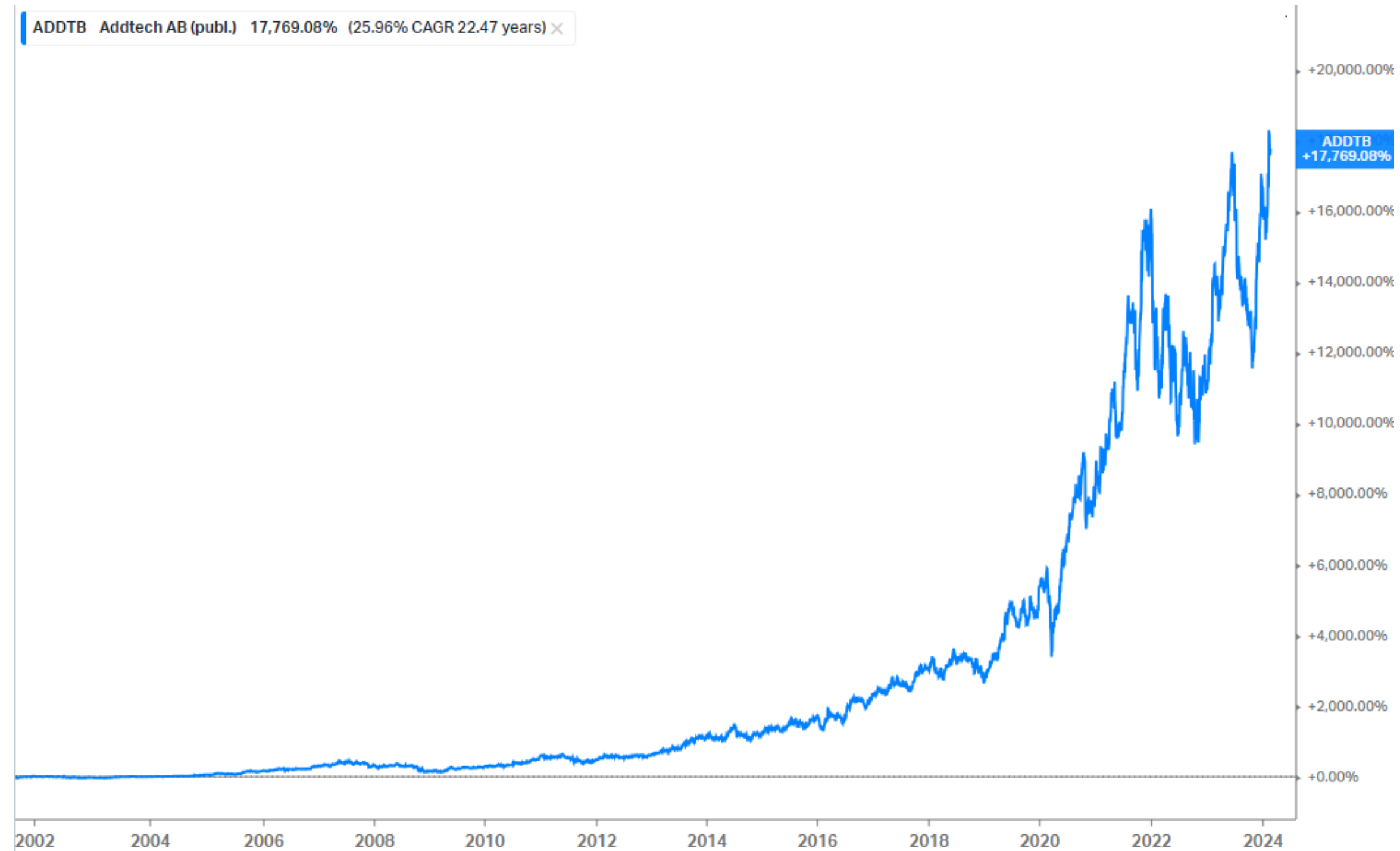


קצת הסטוריה

- בשנת 1981, Anders Börjesson ניווט את החברה להיות Asset Light בעזרת פרמטר שהגה - P/WC - המייצג כמה רווח מייצר ההון החוזר של החברה, ודרישה שהיחס הזה יהיה מעל 45%. בעקבות המעבר למודל קל נכסים והדרישה שהפרמטר הנ"ל יהיה מעל 45%, החברה הצליחה מאוד.
- בחברות capital light היחס הזה מהווה אומדן להחזר על ההון המושקע בחברה.
- כאשר היחס הזה גבוה, השוליים של החברה גבוהים, המלאי נמוך, ויותר כסף פנוי לרכישות נוספות
- עד שנת 2000, ביצעה החברה במשך 24 שנים מעל 200 רכישות של חברות קטנות בבעלות משפחתית. החברות התנהלו ללא ניהול מרכזי.
- בשנת 2001, בהנהגתו של אנדרס, פוצלה החברה לשלוש חברות:
- Addtech שהחזיקה את כל החברות שקובצו תחת Industry
- Lagercrantz שהחזיקה את כל החברות שקובצו תחת Electronic Components
- החברה המקורית, B&B (ששינתה את שמה ל B&B Tools, עד שנת 2017) בה נשאר כל היתר
- אנדרס עזב את B&B, ועבר לנהל את הבת, Addtech (הבת הכי מוצלחת!)

קצת הסטוריה

- מאז שנת 2001, שתי החברות הבנות – Addtech | Lagercrantz | יישמו את כל ה DNA של B&B, יחד עם ייעול ההון שהגה Börjesson
- הנה Addtech:



קצת הסטוריה



:Lagercrantz I •

קצת הסטוריה

- בעזרת ניהול ההון המצויין וכל הרכישות, מסתבר שמי שקנה מניה של B&B בשנת 1976, בהנפקה, והחזיק את כל הספינאופים, עשה עד היום פי 5100 על הכסף, או 20% בשנה על פני 47 שנים. דהיינו – כמו ברקשייר של באפט, אבל עם יד קשורה (נראה מייד)
- דהיינו כל 1000 דולר שהושקעו במניה בשנת 1976, היו שווים כיום 5.1 מיליון דולר.
- אך אבוי!!! לרוע מזלם של בעלי המניות של B&B בשנת 2001, לאחר הספינאופים של הבנות שהמשיכו בדרכה של האם, Börjesson עזב את החברה והיא סטתה מדרך הישר וניסתה למרכז את הפעילות ולהעביר את החברות הנותרות תחתיה לניהול מרכזי.
- החיסכון בכפילות העלויות היה נראה מצויין באקסל!! אבל שכחו את מה שלימד אותם Börjesson וכצפוי, זה לא עבד:

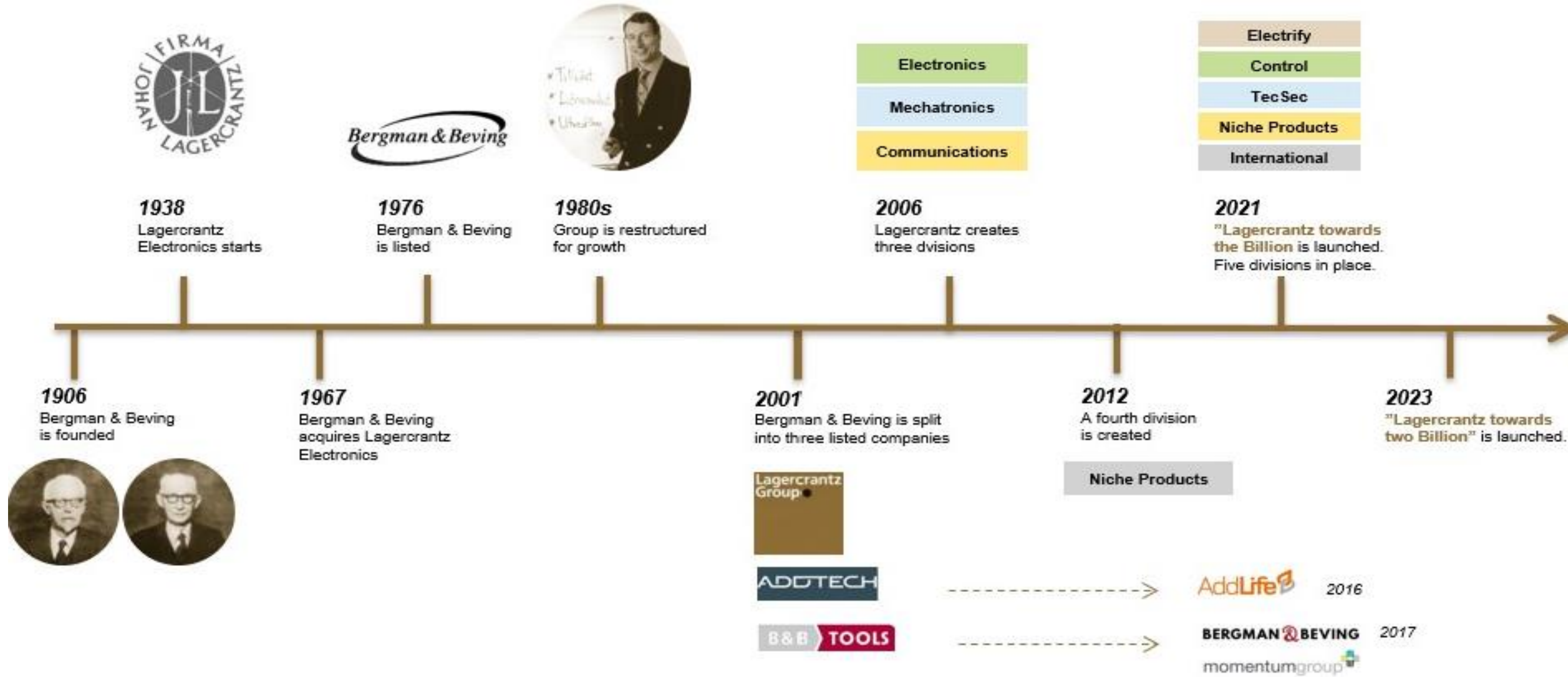


קצת הסטוריה



- בשנת 2016 החליטה החברה לחזור למקורות. בסדרה של ספינאופים ואפילו שינוי שם חזרה ל Bergman & Beving מ B&B Tools, החלו דברים להסתובב.
- בשנת 2019 החליפו את מרבית הבורד לדיקרטורים שהגיעו מהבנות – אדטק ולגרקרנץ.
- אנדרס, עדיין בבורד, החל לקנות מניות, וגם בנו.
- לאחר תהליך לא קצר שבסופו, במאי 2021, החליפו גם את מנכ"ל הקבוצה ב Magnus Soderlind שהיה סגן המנכ"ל בלאגרקרנץ במשך 14 שנים. מגנוס מכר את כל מניותיו בלאגרקרנץ וקנה 1% מברגמן אנד בווינג, בתור הבעת אמון, מעין "אול אין" על ברגמן.
- אם נסכם, לאחר כל כך הרבה שנים, הגיעו הבנות לעזור לאמא לחזור לדרך הישר.

קצת הסטוריה



אז מה יש לנו?

- ברגמן אנד בווינג היא חברה הרוכשת חברות תעשייתיות איכותיות.
- ב 2021 החל המנכ"ל החדש שהגיע מחברה מלאגרקיץ המוצלחת, לנווט את החברה לכוון החדש.
- נראה מספר חברות בנות בכדי להבין ולהרגיש את החברה. כיום יש 29 חברות בנות המחולקות לשלושה סגמנטים:
- לינק ל-[ציוד בניה](#), [בטחון בעבודה](#), [כלים וציוד מתכלה](#)
- חלק מהחברות תחת ברגמן הן חברות שנרכשו בשנות ה 70, לפני 50 שנה! (למשל, Essve)

אז מה יש לנו?

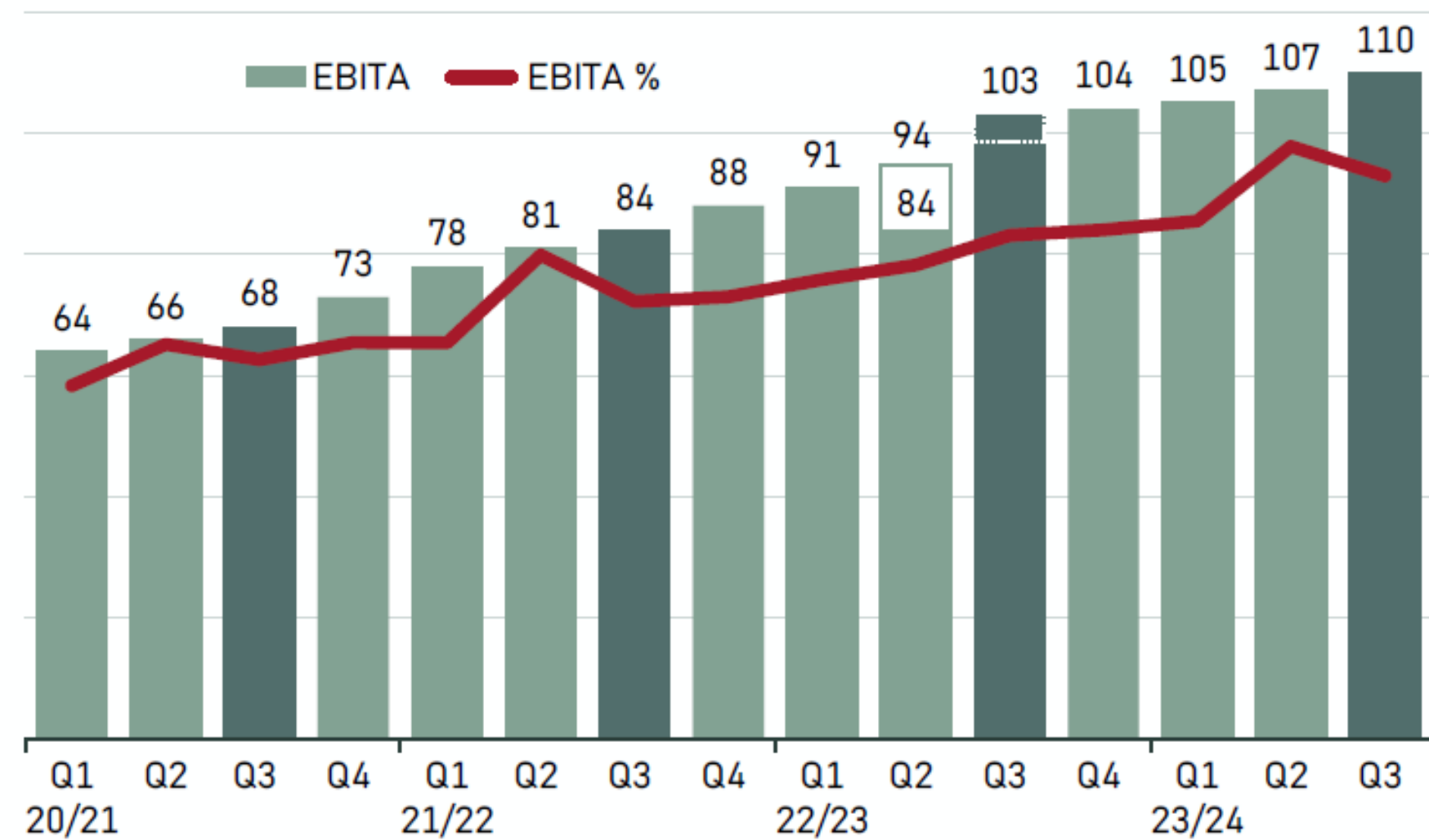
- המנכ"ל ציין שכשהחל לעבוד בלגרקרנץ ב 2007, שולי הרווח היו 2%, כשעזב היו 15% (וכיום 17%!), והפוטנציאל הגלום עכשיו בברגמן אנד בווינג הוא הרבה יותר גדול ממה שהיה טמון בלגרקרנץ כשהגיע לשם.
- יחד עם העליה בשוליים, לאגרקרנץ גם צמחה בערך 20% בשנה, והגדילה את הפרמטר P/WC מערכים נמוכים מאוד לכ 75% (!!)
- באותן 14 שנים של צמיחה אורגנית איטית, וצמיחה דרך רכישות, לאגרקרנץ עלתה מ 4 קרונות למניה ב 2007 ועד 80 קרונות בשנת 2021, באופן איטי ומשעמם, כמו ברגמן אנד בווינג. התוצאה מגלמת 24% בשנה לאורך 14 שנים (יותר טוב מברקשייר של באפט).
- אז בעצם, יש לנו מעין "טרנאראונד" איכותי, בחברה איכותית.
- המילה טרנאראונד במרכאות, כי לא מדובר בחברה דועכת או עם בעיות עסקיות, אלא חברה שעברה שידרוג ניהולי, שכבר רואים את תוצאותיו. יש לנו כבר אינדיקציה ברורה, לאורך שלוש שנים, שהסיפור עובד:

אז מה יש לנו?

• לראיה:

EBITA per quarter

MSEK



Gross margin per quarter

%

%

12

10

8

6

4

2

0

50

48

46

44

42

40

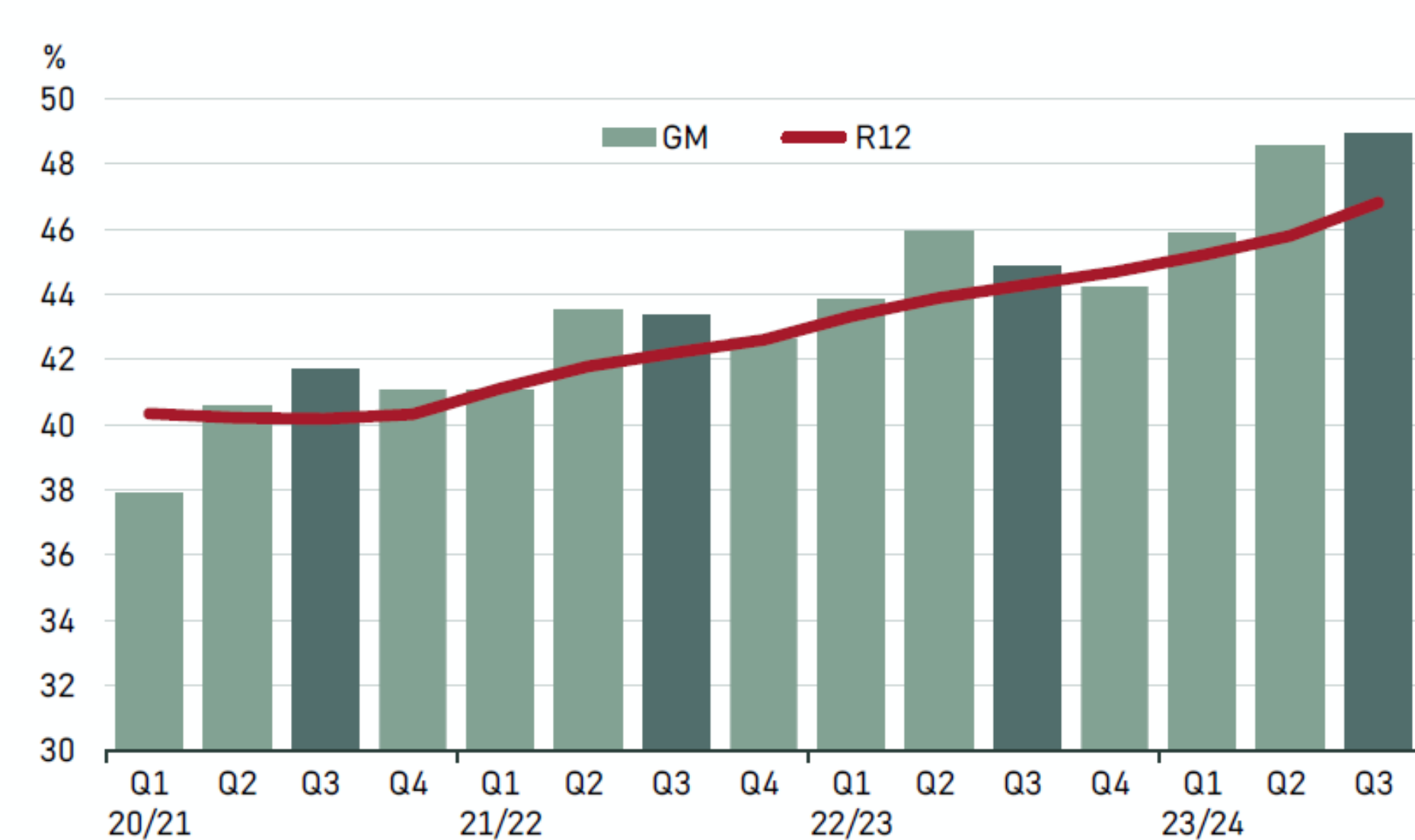
38

36

34

32

30



איך החברה יוצרת ערך?



- מודל מאוד פשוט!
- החברות הנרכשות מובילות בנישה שלהן (מספר 1 או 2). הנישות קטנות מידי וצומחות לאט מידי בכדי למשוך תחרות. עם זאת, הנישות כן צומחות!
- העובדה הזו מאפשרת לחברות האלה לעבוד בשוליים גבוהים במיוחד והחזר גבוה על ההון.
- החברות נרכשות במכפיל 4-6 על הרווח התפעולי
- המוכר הוא לרוב אדם מבוגר שהחברה היא מפעל חייו. לכן המוכר הזה:
- אינו רגיש מאוד למחיר - לרוב אנשים כאלה הם כבר עשירים, ולכן לאו דווקא ימכרו לקונה עם ההצעה הגבוהה ביותר
- מעדיף למכור את העסק למישהו שימשיך ויטפח את העסק
- לאחר הרכישה, החברה משקיעה בחברה הנרכשת סט של אלמנטים soft skills – בעזרת הניסיון שצברה לאורך מעל 100 שנים. הסט הזה נקרא The Bergman & Beving Toolbox - מושג שידוע בתעשייה. דוגמא:
- מציבה מנכ"ל מתאים שימשיך ויצמיח את החברה
- מציבה מומחים לתעשייה בבורד של החברה, לא פעם מתוך חברות קיימות בקבוצה, כדי לחלוק ידע
- מאפשרות לחברות הבנות לרכוש חברות קטנות נוספות, תחת מומחיות ותמיכה, ללא מומחים ולא ע"י בנקאי השקעות
- הכנסת החברה לגיאוגרפיות חדשות בעזרת תמיכה של חברות אחרות בקבוצה וכו'
- עיוד: <https://www.bergmanbeving.com/en/acquisitions.html>

איך החברה יוצרת ערך?

- ה- Soft Skills האלה שמציע סט הכישורים – B&B Toolbox, יוצר ערך גדול מאוד לאורך זמן, לראיה החברות הבנות
- מלכתחילה החברות הנרכשות מאוד איכותיות ($P/WC > 45\%$, מארג'ין מעל 15%), אך לאחר שיפורים נוספים ההחזר עולה ומשתחרר מזומן מההון החוזר שלהן
- החברה קונה חברות אחרות בעזרת מימון 50% חוב ו 50% מזומן, ומשתמשת בתזרים שהן מייצרות בשביל לרכוש חברות נוספות. היות וההחזר על ההון של החברות גבוה בהרבה מעלות החוב ועלות האקוויטי, נוצר ערך.
- החברות הנרכשות פועלות בנישות שבהן הן מובילות. הנישות קטנות מידי וצומחות לאט מידי בכדי שתחרות תיכנס. העובדה הזו גורמת להן לעבוד בשוליים גבוהים במיוחד והחזר גבוה על ההון, וביציבות לאורך הרבה שנים.
- כדי שהמודל יעבוד:
 - חייבים חברות יציבות – קונים חברות ישנות מאוד, ללא סיכון disruption, חברות שקל לחזות אותן
 - חייבים חברות מגוונות בכל מיני תחומים כדי שהעסק יעמוד טוב במשבר
 - חייבים שימוש מוגבל בחוב

דוגמא: Kiilax



- בתחילת 2023 רכשה B&B את Kiilax, חברה פינית המייצגת מוצרי עץ לתעשיית הבניה כבר מעל מעל 30 שנה ונחשבת מותג מוכר מאוד בפינלנד.
- מוצריה מוגנים בפטנטים ונחשבים איכותיים בשוק.
- החברה צמחה 40% בשנתיים שלפני הרכישה, דהיינו נרכשה במומנטום עסקי חיובי.
- ברגמן קנתה 75% מהמניות, והשאירה 25% בידי המייסדים (המבוגרים...), עם אופציות לרכוש את השאר בהמשך.
- בכדי לעזור לחברה לצמוח, ברגמן תפעיל את יכולותיה כדי לעזור לחברה להתרחב לשבדיה ונורווגיה, בעזרת ניסיון רב שנים של מנכ"לים אחרים שכבר עשו דרך דומה או שנמצאים בתעשיות מקבילות בשבדיה.
- בעתיד, כשהמייסדים ירצו לעזוב, ברגמן תוכל למצוא מחליף טוב בתור מנהל החברה.

מה קורה בחברה עכשיו?

- מאז שנכנס המנכ"ל לחברה, הוא עובד על שיפור החזר ההון בחברה כולה.
- ההנהלה דוחפת את כל החברות לגאסי תחת הקבוצה להגדיל את השוליים ואת יעילות ההון. התהליך גורם להן להתמקד במוצרים ובשירותים הרווחיים ביותר, גם במחיר של איבוד מכירות.
- השנה האחרונה נראתה פחות טוב היות ובשבדיה ובצפון אירופה בכלל יש מיתון
- מכאן שהתמונה שרואים בחברה מתעתעת - ההכנסות נראות שכמעט ולא צומחות (הרווח כן צומח), והחברה נראית "קפואה"
- הטענה שלנו היא שהחברה תאיץ ב 2024-2025, כאשר ההחזר על ההון יגיע למטרות של ההנהלה והרכישות יתחיל להזיז את המחוג

תמחור – מה צופן העתיד?

- עד עתה התמקדנו בעבר, ובהווה. עתה נדבר על העתיד.
- החברה חוזה שתגיע בתוך שנתיים לרווח תפעולי של לפחות 500 מיליון קרונות, כ 40% צמיחה לפחות מהרווח התפעולי האחרון, זאת על ידי:
 - שיפור שוליים – מתרחש כבר שלוש שנים
 - שיפור P/WC - שיפור יעילות ההון
 - רכישות איכותיות
- חברות עם יעילות הון גבוהה ורכישות איכותיות מקבלות מכפילי צמיחה!
- השוק כבר החל להריח את השינוי ולכן העלה את המכפיל שלה מ 14 ל 22
- היות והחברה רוכשת חברות בוגרות, הסבירות שהיא תגיע לאותה מטרת רווח היא גבוהה, גם אם יהיו "באמפים" בדרך.
- בעתיד הרחוק, אם החברה תצליח לשכפל את ההצלחה שהיתה לה ולבנותיה בעבר, נקבל חברה שתדע לבצע קומפאונדינג בקצב של מעל 20% בשנה לטווח ארוך מאוד, עם רוח גבית מייעול ההון, השוליים בחברות הקיימות.
- נקודת ההתחלה שלנו מעולה כי החברה קטנה!

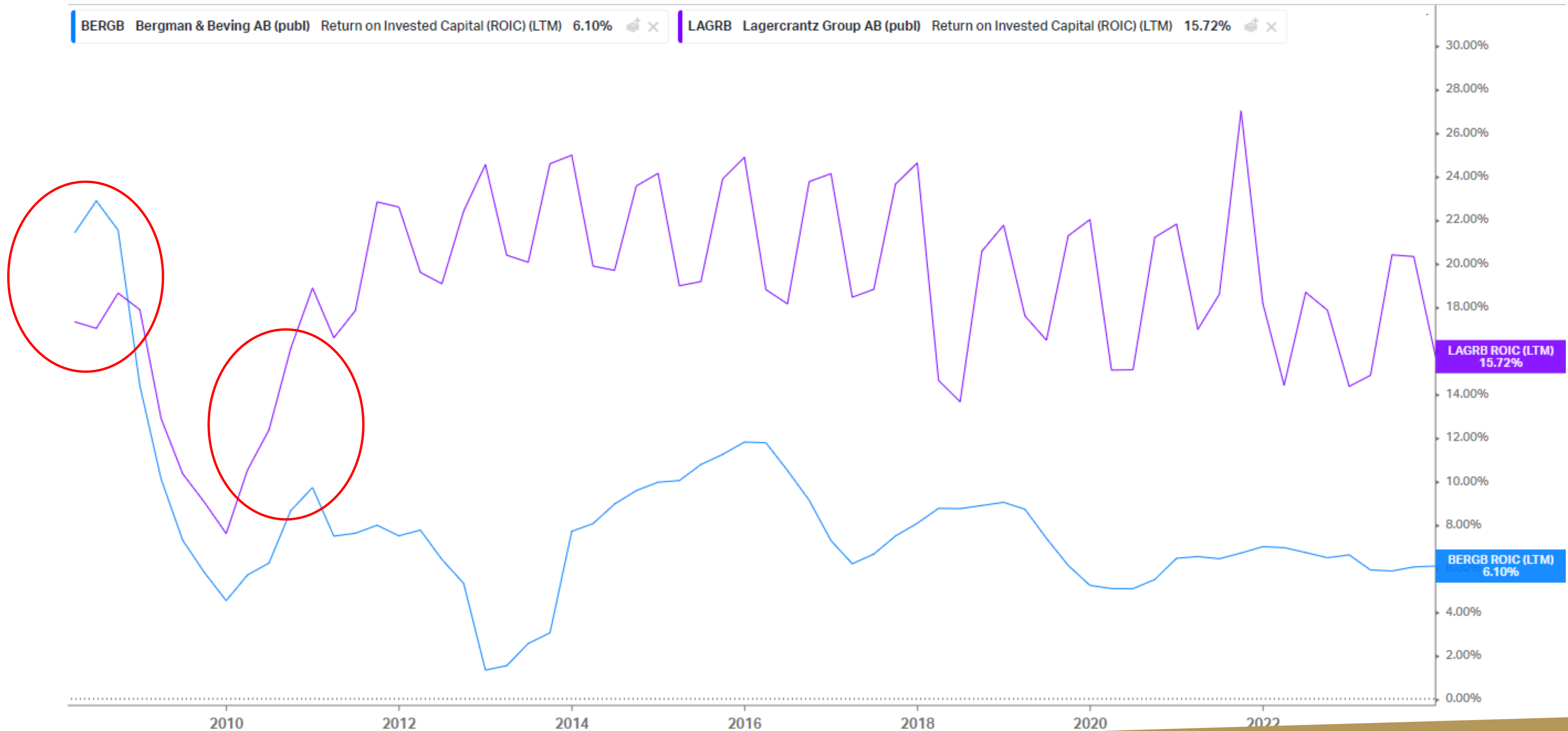
תמחור ורגישות

- השנה הפיסקאלית של החברה מסתיימת ב 31 במרץ, דהיינו אנו עכשיו ברבעון 4.
- תחזית החברה מסתיימת בסוף שנת הכספים 2025/2026 – דהיינו במרץ 2026, בעוד שנתיים וקצת
- כיום, וממחיר של 185 קרונות, ובהנחה שהחברה תעמוד ביעדי הצמיחה שלה לשנת הכספים המסתיימת במרץ 2026, הנה מספר תרחישים לאפסייד האפשרי במחיר המניה:

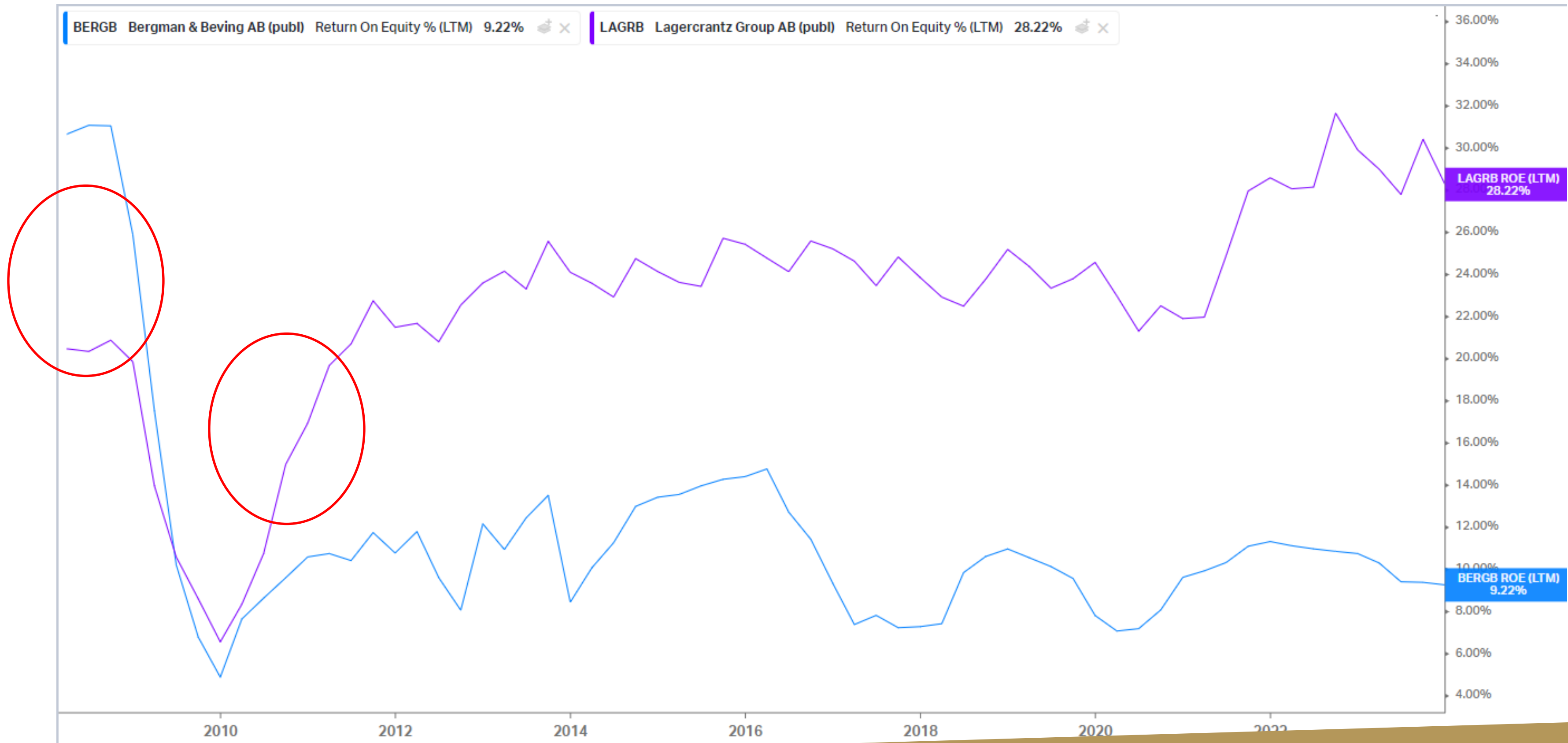
| | | Acquisition \ Growth Pace (MSEK) | | |
|---------------|----|----------------------------------|------|------|
| | | 50 | 65 | 80 |
| Exit Multiple | 15 | -1% | 7% | 15% |
| | 20 | 32% | 43% | 54% |
| | 25 | 65% | 79% | 92% |
| | 30 | 98% | 114% | 131% |

ההסטוריה לעולם חוזרת?

BERGB Bergman & Beving AB (publ) Return on Invested Capital (ROIC) (LTM) 6.10% ✕ | LAGRB Lagercrantz Group AB (publ) Return on Invested Capital (ROIC) (LTM) 15.72% ✕



ההסטוריה לעולם חוזרת?



סיכונים

- סיכון בסבירות נמוכה הוא כשלון במימוש האסטרטגיה – במיוחד בחברות הקיימות תחת הקבוצה, "הלגאסי".
- עזיבה של אנשי מפתח – היות והמנכ"ל שם את כל הונו בחברה, הסיכוי לכך יחסית נמוך
- רכישות גרועות – הרכישות שביצעו עד עתה טובות מאוד ונעשו במחיר נמוך ותוך שימוש שמרני בחוב
- רכישה גדולה – דגל אדום. החברות הרוכשות הסדרתיות בנויות על הרבה רכישות קטנות
- אם ההנהלה תבצע רכישה של חברות "חדשות" ללא הסטוריה
- התכווצות מכפילים
- מיתון חריף (לאגרקרנץ ואדטק מעולם לא הפסידו כסף כולל במשבר 2008, ואפילו ברגמן האיטית שלנו בשנת 2008 לא הפסידה כסף)

נסכם

- חברה "משעממת", מאוד דפנסיבית אך עם "פלפל".
- חברה עם הסטוריה מאוד מאוד ארוכה, בין החברות הותיקות בעולם, הפועלת בנישות אטרקטיביות
- רוכשת מעולה עם הסטוריה מפוארת, ה Goto למוכרים של עסקים
- נמצאת בנקודת פיתול, בה קורים מספר דברים:
- מופעל בחברה מתכון להצלחה שנבדק לאורך מספר עשורים
- הנהלה חדשה שהגיעה ממקום שכבר מבצע את אותו מתכון בהצלחה (לגרקרנץ ואדטק)
- חזרה לתמונה של מייסד השיטה – אנדרס
- נקודת התחלה טובה – חברה קטנה הפועלת ביעילות הון בינונית (נמוכה) ובדרך להיות יעילות גבוהה
- מיצוב החברה טוב מזה של לגרקרנץ בשנת 2007, ומנכ"ל החברה שהגיע מלגרקרנץ בעל מניות מהותי
- חברה שהדוחות שלה לא יעשו לאף אחד דפיקות לב (מחיר המניה אולי כן!!! התוצאות של החברה כנראה שלא)

סיכום ושאלות



- שתי חברות שבדיות, שונות בנוף
 - Humble Group – יניב
 - Bergman & Beving - אסף

- אפשר לשאול שאלות בצ'אט.

- יצירת קשר: assaf@eden-funds.com , yaniv@eden-funds.com

- טוויטר: @assaf_Nathan @yaniv_uliel

- בלוג: <http://assafnathan.com>

- אתר הקבוצה שלנו: <http://www.eden-funds.com>