

פיצוץ בועת ה-SaaS הוא אירוע בסדר גודל של פיצוץ בועת הדוט.קום ב-2001

הלוואי שאנחנו טועים, אבל אם לא נראה שאנחנו נכנסים למשבר המשמעותי ביותר שתעבור תעשיית הטק בישראל מאז הדוט.קום. זה לא 2008, קורונה או דצמבר 2018. זהו שבר סורי אפריקאי (או רוטשילדי-וואלי) שישנה את פני התעשייה ויחזיר את השפיות. מדור חדש: רוטשילד פינת וול סטריט – צלילה אל מאחורי הקלעים של הצומת שבין הטכנולוגיה לבין עולם ההשקעות

שחר כהן, לוסיד קפיטל | tech12 | פורסם 15/03/22 11:37



עיבוד: סטודיו מאקו, shutterstock

נתחיל בעובדות: מדד הבועה, שמשקף את מחירי מכפילי חברות ה-SaaS, ירד בחודש האחרון לרמתו ב-2017 ומשלים מינוס 70% מהשיא ב-2021. אין כמעט חברת תוכנה בריאה שלא נחתכה מעל 50%, ואין חברת תוכנה לא בריאה שלא נחתכה מעל 80%. אפשר לקרוא לילד בשמו: פיצוץ בועת ה-SaaS הוא אירוע בסדר גודל של פיצוץ בועת הדוט.קום.

אבל רבים בשוק הפרטי בישראל עדיין חיים בהכחשה. אז אם מצאתם את עצמכם בקלאר אומרים אחד משלושת המשפטים האלו - יש סיכוי לא רע שאתם חיים בסרט:

1. "לשוק ההון יש קריזות, כמו בקורונה, עוד כמה חודשים זה יעבור": בעוד שהירידות בקורונה הגיעו מגלי פדיונות והיו לרחוב כל השוק, הירידות הפעם ממוקדות בסקטור הטכנולוגיה, הן ממושכות ועמוקות. בשונה מהקורונה, הן נובעות משינוי טעמים של המשקיעים שמחפשים תזרים או נתיב לרווחיות באופן הנראה לעין, ולא מפדיונות משקיעי ריטייל. בשונה מכל משבר קודם, הפעם הפד לא יכול להושיע בעזרת הדפסת כסף כי האינפלציה כבר הרימה את הראש.

2. "השוק יבין שבטווח הארוך כדאי להשקיע עוד, כדי לקחת נתח בשוק המתהווה": אורלנדו בראבו, מנכ"ל קרן תומאס בראבו המתמחה בהשקעות טכנולוגיה,

צוטט השבוע כאומר "הצמיחה בכל מחיר מתה" (Growth at all costs is over). ואכן לוול סטריט נמאס מהמטריקות המידרדרות של S&M Efficiency (שיטה לחישוב החזר השקעה של חברות SaaS: על כל דולר שיוצא על מכירות ושיווק, כמה דולר ARR נכנס). בדיוק כמו ש-Eyeballs מתו ב-2001 (התפיסה שאם תביא מסות של גולשים, הרווחים "כבר יגיעו"), כך היום קצב צמיחת ARR הופך להיות שלג דאשתקד אם אין בצידו נתיב ברור לרווחיות. ARR (קר': Annual Recurring Revenue) לא מספק בפני עצמו: החזר ההשקעה נמדד לא ביחס להכנסות, אלא לרווח. כלומר, הדרך למדוד החזר השקעה היא רווח חלקי ההשקעה שנעשתה - ולא רק ה-revenue.

לוול סטריט נמאס מהמטריקות המידרדרות של S&M Efficiency. בדיוק כמו ש-Eyeballs מתו ב-2001, כך היום קצב צמיחת ARR הופך להיות שלג דאשתקד אם אין בצידו נתיב ברור לרווחיות

אחת התופעות המרתקות בשיחות הוועידה של חברות בחודש האחרון היתה כאשר נשאלה ההנהלה על מעבר לרווחיות, בשניה שה-CFO מלמלו את המנטרה/אסטרטגיה/מריחה הקבועה - "יש הזדמנויות בפנינו ואנחנו מאמינים שנכון להגדיל השקעות בשיווק ומכירה למען הטווח הארוך - החריפו הירידות באפטר מרקט במניה. המשקיעים כבר לא משתכנעים ש"נצמח ויהיה בסדר".

3. "יש הרבה אבקה יבשה על הקווים וגם בקופות החברות": כלומר, יש הרבה מזומן גם אצל הקרנות וגם אצל החברות. זה נכון, אבל מצד שני גם קצב השריפה עלה משמעותית. מספיק לבדוק את תקציב מסיבת פורים 2019 לעומת מסיבת פורים 2022, והדבר נכון גם לתקציבים ה"שוליים" יותר של CAC, שכר עובדים, AI ו-AWS ושכ"ד. קל וחומר עם היעלמות האופציה האוקראינית לכח עבודה זול.

קצב שריפת המזומן טס למעלה. מספיק לבדוק את תקציב מסיבת פורים 2019 לעומת מסיבת פורים 2022, והדבר נכון גם לתקציבים ה"שוליים" יותר של CAC, שכר עובדים, AI ו-AWS - קל וחומר עם היעלמות האופציה האוקראינית לכח עבודה זול

בשל המזומן בקופות, כל החברות והבורדים נאלצים להמשיך לדהור ב-200 קמ"ש (כלומר לשרוף הרבה יותר אבקה) לתוך הקיר, אחרת יסתכנו באובדן העובדים. אבל כשחברות מקבילות (comparable) נסחרות ב-50%-90% דיסקאונט לשווי בו בוצעו גיוסים ב-Pre-IPO ב-2021, הקיר שעומד מולם גבוה ועשוי מבטון.

הסנונית הראשונה היתה חיתוך של 18% בשווי של Instacart שערכו פידלטי ועמיתותיה בנובמבר 2021 לעומת הסיבוב בפברואר 2021, ומאז הרבה דם נשפך ברחובות. צריך לזכור שגם בשוק ההון תמיד יש קונים ואבקה יבשה במינסו 10%-20% בדרך למינסו 70%-80%.

אם עד עכשיו המשבר היה במכפילים, הרי שהלחץ לעבור לרווחיות בחברות ציבוריות יוביל למעגל היוון שלילי בו כל חברה מצמצמת תחילה בהוצאות שיווק וספקי התוכנה שלה (בטרם תקצץ בעובדים) ובכך יפגעו הכנסות החברות התלויות בה - שיובילו לקיצוצים בחברות נוספות, וחוזר וחלילה. אנחנו כבר יודעים על מספר חברות SaaS ציבוריות שהחלו לפתוח מחדש את תקציב 2022 עתיר ההשקעות והוצאות שנבנה בעידן אחר בנובמבר

2021. כלומר אם תקציב הסטארטאפ תוכנן לפי 70 מיליון דולר מכירות, הרי שבור של 10 מיליון דולר במכירות מייצר בור זהה במאזן ומקצר את הזמן עד לצורך בניסו נוסף.

אם עד עכשיו המשבר היה במכפילים, הרי שהלחץ לעבור לרווחיות בחברות ציבוריות יוביל למעגל היזון שלילי בו כל חברה מצמצמת תחילה בהוצאות שיווק וספקי התוכנה שלה (בטרם תקצץ בעובדים) ובכך יפגעו הכנסות החברות התלויות בה - שיובילו לקיצוצים בחברות נוספות, וחוזר וחלילה

ביחוד לאור הציפיה להמשך העלאות ריבית והאינפלציה הגואה, ככל הנראה אנחנו נכנסים למשבר המשמעותי ביותר שתעבור תעשיית הטק בישראל מאז הדוט.קום. זה לא 2008, קורונה או דצמבר 2018. זהו שבר סורי אפריקאי (או חטשילדי-וואלי) שישנה את פני התעשייה ויחזיר את השפיות. בשונה מ-2001, הפעם נראה יותר קיצוצי שכר מאשר פיטורים ויותר חברות זומבי מאשר חברות נסגרות, וכן יקח עוד כמה רבעונים לראות את ה"ההשפעה בשטח".

אנחנו מקווים שנוכל לפרסם את הטור הזה ולצחוק על עצמנו בעוד שנה שחיינו בסרט אימה בנטפליקס, אבל במידה ולא – אל תגידו שלא הזהרנו אתכם.



שחר כהן, לוסיד קפיטל | צילום: יחצ

שחר כהן הוא מנכ"ל לוסיד קפיטל המנהלת קרנות גידור להשקעות בטכנולוגיה. החברה או עובדיה עשויים להחזיק או למכור את הניירות המוזכרים. און באמור כדי להוות תחליף ליעוץ השקעות בידי יועץ השקעות בעל רשיון על פי דין המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

<tech12> עכשיו גם באפליקציה

הורידו את אפליקצית tech12, שם תמצאו את כל הדיווחים, הניתוחים והפרשנויות של נבחרת הכתבים שלנו. עדכונים בזמן אמת מההתרחשויות החשובות בעולמות הביג טק, שוק ההון, קרנות ההון סיכון והסטארט אפים, מהארץ מהעולם.

12

הגדרות		הון סיכון והשקעות	ערוצים
אודות	תנאי שימוש		technology first
המייל האדום	מדיניות פרטיות	lo-tech	סטארטאפים
	הסדרי נגישות		גלובלי
	צור קשר		פרשנויות
			קריירה
			חדשות שוק ההון
			חדשות קריפטו