

# הגישה האופטימית למשבר בהייטק: אנחנו רחוקים ממשבר דומה לזה של הדוט.קום

המשבר של החודשים האחרונים בענף ההייטק והטכנולוגיה מזכיר לרבים את המצב לפני כ-20 שנה עם התפוצצות בועת הדוט.קום • אלא שעל פי ניתוח של קרן לוסיד קפיטל, התחזיות הפסימיות מתעלמות מהשינויים שעבר הענף בשנים האחרונות

יעילות הוצאות תקציב השיווק ומכ"ר רות. גם אם הריבית תרד ב-2023, המשטר החדש יישאר איתנו.

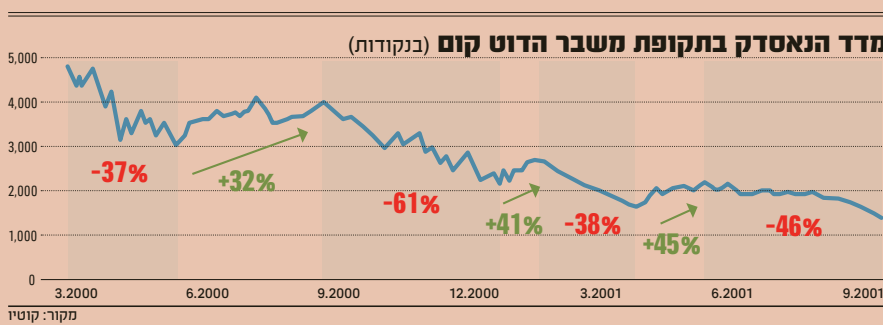
## שיא במשבר הייטק - מאמצע 2023

בלוסיד קפיטל של כהן מפרסמים את "מרד הבועה", שמודר את מכפי"ל המכירות של חברות תוכנה נסחרות כמו מאנדיי, וויקס, סילספורס, האב"ס פוט וקומי וקובע את שווי האקזיטים והמיזוגים, ולכן את היקף גיוסי הטק שמשפיע ישירות על שכר העובדים, ובעיקר גם על מחירי הנדל"ן המרד ומגורים באזור המרכז. המרד השלים ירידה של 75% בשנה האחרונה וכוונתו נסחר בערכים דומים לשווים ששררו בין 2015 ל-2017.

שווי הסטארטאפים חווה "תנר" עת מלקחים משולשת", לדברי כהן. ראשית, ירידה של כ-70% במכפיל שהתרגמה לחיתוך בשווי הסטארטאפים בהיקף של 70%. הירידה בשווי מאלצת אותן לבצע קיצוצים ופיטורים על מנת לצמצם את קצב שריפת המרזמים וזמנים שלהן, ובשל כך נפגע קצב צמיחת המכירות שלהן ושל סטארטאפים ספקים שלהן שפוגע עוד יותר בשווי של ירידת המכנה במכפיל.

המכה השלישית תהיה ההאטה הכלכלית שכבר מאריכה מחזורי מכירה ותאט עוד יותר את מכירות 2023 לעומת התחזיות לפני חצי שנה. כהן מעריך כי סטארטאפים מהווים 15% ממכירות האזור, אמון 4%-5% ממכירות מיקרוסופט ואזר, מה שיביא למיתון של כמה אחוזים וזימת, בהשוואה לירידה של 30% בפיצוץ בועת הדוט.קום.

המשבר בענף ההייטק צפוי להגיע לשיא ברבעון השני השלישי של 2023, כך על פי מחקר של מורגן סטנלי וחברת המחקר PitchBook, או יגיעו סטארטאפים רבים למועד בו הם נדרשים לגייס סכום גיוס חדש, ויעשו זאת, ככל הנראה, בירידת שווי - דבר שפיתח מיידית גם את התשואה של קרנות האון סיכון. סגנונית לכך ראינו שחברת הפיינטק קלארנה ביצעה סיכום בשווי נמוך ב-80% מהסיכום הקודם. רבים טוענים כי לקרנות ההון סיכון כסף רב שגייסו לאחרונה ושעומד לרשרת, אך ההיסטוריה מלמדת שבמשבר הדוט.קום משקיעי הון סיכון בחרו שלא לקרוא לכסף שגייסו, לא מתוך אלת רואים אלא מתוך הבנה שבקרן לעולם לא ייצר תשואה חיובית ולכן לא יגבו רמי הצלחה. במקביל המוסדיים ומשקיעי הקרנות יבקשו לבחון את ההבדל בין התשואה על הנייר שהוצגה להם ב-2021 לבין המציאות ב-2022.



שחר כהן, מנכ"ל לוסיד קפיטל  
צילום: אלבום פרטי

## כהן: "מכפילי הרווח של חברות הטק הענקיות עומדים על תמוצע של 20. זה לא מתקרב למכפילים שראינו בשיא הבועה של שנת 2000

הענקיות עומדים על ממוצע של 20. זה לא מתקרב למכפילים שראינו בימי שיא הבועה של שנת 2000, שסבבו סביב 70 לעומת 30-25 שראינו בשנה שעברת. אלה מכפילי רווח סבירים למדי. רק לשה הדגמה, ערב משבר הדוט קום נסחרה למכפיל 75 לחברה שמוכרת ציוד חוגי שנרכש פעם בכמה שנים והוא מחזורי מטבעו. זה מעט יותר מהשווי של מטא כיום שנסחרת במכפיל 14 על הרווח".

ציוד תקשורת הוא מערך יקר שנרכש באופן חד פעמי, אבל כוח השמורת צמיחה הטכנולוגיה של היום מתבססת ברובה על רישיונות שימוש בתוכנה ושירותים מקוונים שנצרכים מרחוק ועל מסחר אלקטרוני. איש לא מדבר על חיתוך של חצי במכירות מסחר אלקטרוני לעומת 2019. התחזיות הקודרות ביותר מרבית רות על האטה בקצב החדירה של מסחר אלקטרוני. אבל כוח השמורת צמיחה בריאה. גם בתחום הענף, קצב צמיחת שחקניות הענף ירד מ-30% ל-20%.

להביא תורה לפגיעה בכלל הסקטור רים ולהמשך האטה.

## הפער בין משבר הדוט קום למצגת

גם אם קרן קוטי שאלה מן ההיסטוריה כדי לתאר כרוניקה של משבר, ספק אם מנהליה מאמינים ששוק ההון ימשיך לרדת בעוד 70% או 80%. ציינה הקרן במצגת כי אחרי ירידות של 20% נוספים מאז פרסומה, תשוב הקרן לקחת פוזיציות משמעותיות יותר בחברות ציבוריות. שחר כהן, מנכ"ל לוסיד קפיטל, קרן המתמחה בהשקעות ציבוריות ופרטיות, מעריך כי המרדים המשמעותיים או מניות הביג טק לא ירדו בשיעורים של 70% או 80% כפי שקרה בדוט קום. לעור מת זאת, סקטורים כמו אוטרקט, אנרגיה ויבוק ותוכנה כשירות כבר הציגו ירידה של 80%, וכי קצת המשקיעים מברילים בין אלו שיעלמו או יחסרו בשווי המור יותר, לבין חברות טכנולוגיה איכותיות מן השורה להכפיל את שווי. "אנחנו נו מתחילים לראות ירידה בביקושים שבאה לידי ביטוי בירידה במחירי התרבלה הימית ומחירי הסחורות, והקיצוצים בחברות הטכנולוגיה וירידת המשבר רות מקטינים את הסיכוי לאינפלציה", אמר כהן. "הצפייה היא למיתון, ומרד בקלענו, כיוון שאם הוא לא יתקיים בסוף תהיה לזה השפעה הרסנית על האינפלציה כיוון שמחירי הסחורות יעלו והשכר ימשיך להסתולל".

## אסף גלעד

בחדש מאי האחרון פרסמה קרן ההשקעות קוטי (Coatue) מצגת מפרטת ובו היא חווה את המהלכים במאבק נולוגיה שבו היא פעילה באופן נמרץ בשנים האחרונות. קרן הגידור קוטי, המשתלבת השקעות בחברות ציבוריות ופרטיות בתחום ההייטק, ועל השקעותיה בישראל מנתות ענקיות וזגמת ראפיד, גונג, סניק וסטארקוור, פרסמה את המצגת כדי לעודד את משיקיעיה להמשיך ולהזרים לה כספים ועל הדרך גם הבטיחה להעניק להם הנחה מיוחדת, ועל הדרך הצליחה לעודד סערה באשר לכוונותיה ותחזיותיה.

## חזרה למשבר 2000 והתרסקות המניות?

מנהלי קוטי לא ביקשו לעודד פאניקה ולא להביא לתחושת נכאים בקרב בכירים בענף. מלכתחילה הם רצו למשוך משקיעים נוספים, אך מספר שקפים שפורסמו הביאו לתחושה כאילו הכלכלה הער למית הולכת לקראת משבר ממושך. עד כמה גדול? בהיקף ובגודל דומה לזה שהיה בתחילת שנות האלפיים, במה שזכה לכינוי משבר הדוט קום - במרץ 2000 התרסקו מניות הטכנולוגיה בניו יורק, בחובלת חברות מסחר אלקטרוני, תקשר רת ואופטיקה כשהן מובילות איתן את הכלכלה העולמית מטה, במשבר שנמשך שנה וחצי לכל הפחות. גודלו של משבר הדוט קום בא לידי ביטוי הן באורכו - במרץ 2000 ועד ספטמבר 2001, והן באכזריותו - בתקרפות עליות של עליות במניות משק חודשים שנתנו למשקיעים תקווה כי המשבר מאחוריהם, שלאחריהם הגיעו ירידות גדולות אף יותר. כך ירדו מחירי המניות בנאסדק בקרוב 80% במשך אותה שנה וחצי. בנוסף, משבר הדוט קום הביא איתו לירידות משמעותיות בשורת ההכנסות של החברות. לדוגמה, ההכנסות המוצרי תקשורת אופטית נחתו בחודות בתוך שנתיים 25 מיליארד דולר בשנת 2000 ל-15 מיליארד דולר שנתיים לאחר מכן. על פי קוטי, המשבר יתגלגל כמו אבני דומינו, בזה אחר זה: התרסקות השווי של חברות הטכנולוגיה הלא רווחיות, כפי שכבר קרה עם חברות התוכנה ההפסדיות, האוטוטק, ומיוזי הספאק, הביאה כבר להורדת מכפילי הרווח של החברות, וכעת היא מאיימת לפגוע גם בהכנסות של חברות הביג טק הניזונות מאותן חברות לא רווחיות. הירידה במכפילי החברות בשוק ההון והירידה בביקושים לטכנולוגיה אמורה