

רעיון השקעה שכדאי לשמוע: אמפליפון ודמנט נהנות מהזדקנות האוכלוסייה

שוק מכשירי השמיעה נהנה ממגמת הזדקנות דור הבייביבומרס ומההתקדמות הטכנולוגית בתחום האוזניות האלחוטיות, המאפשרת להשיק מוצרים חדשניים תוך חיסכון בעלויות השבבים ■ כדאי להטות אוזן ליצרנית המובילה דמנט ולקמעונאית הגדולה בתחום אמפליפון ■ רעיון השקעה מס' 40

שחר כהן וניר צרפתי

04 באוגוסט 2019



השקעה בשוק מכשירי השמיעה היא משחק קלאסי על הזדקנות האוכלוסייה ודור הבייביבומרס, שכן חוש השמיעה מידרדר במהירות אחרי גיל 70. אבל מעבר למגמת הזדקנות — המניעה את הצמיחה האורגנית בענף, בקצב של 5% בשנה — גם התפתחויות טכנולוגיות תורמות לצמיחתו. המכשירים כיום הם כבר לא אביזר מסורבל שיוזע רק להגביר קול. מדובר במכשירים שדומים יותר לסמארטפון ממוזער, השוכן בתוך האוזן עם שבבים ייעודיים המבצעים עיבוד אותות; וטכנולוגיות בינה מלאכותית שמטרתה לאפשר חווית שמיעה "טבעית".

רבים ממכשירי השמיעה המסורתיים מתמקדים בהגברת הצליל החזק ביותר, מה שמאפשר לנהל שיחה פנים אל פנים בחדר שקט. אבל בסביבות רועשות כמו בית קפה, מכשירי השמיעה יוצרים רעש רב שמקשה מאוד על המשתמשים. הדור החדש של המכשירים מאפשר שמיעה של כל גווי הצליל, זיהוי מקור הצליל, טעינה אלחוטית בעזרת קופסה ניידת, סטרימינג ישירות מהטלוויזיה ועוד.

נשמע מוכר? למעשה, רבים מאתנו מסתובבים כיום עם מכשיר שמיעה, גם אם השמיעה שלנו תקינה לחלוטין — קוראים לו איירפוד, או אוזניות אלחוטיות. יצרניות מכשירי השמיעה ממנפות טכנולוגיות שפותחו לאוזניות אחלוטיות. כך, החברות בתחום נהנות משני כיוונים. הראשון הוא צמצום מחזורי השדרוג, בשל עושר הפיצ'רים והחדשנות במכשירים החדשים; והשני — חיסכון בעלויות עקב שימוש ברכיבים המיוצרים בייצור המוני לאוזניות אחלוטיות.

מכשירי שמיעה חדשים משמשים שער לעולם לקויי השמיעה. הם כוללים פיצ'רים כמו דיבורית בלוטות' לסמארטפון; יכולות המרת טקסט לדיבור ועוד. בשל היותם מכשיר הצמוד לראש, בעתיד הם יוכלו לשמש סנסור ליישומי בריאות דיגיטלית.

מספר שחקניות קטן ויתרון מובהק לגודל

בשל חסמי כניסה גבוהים, שוק מכשירי השמיעה נשלט בידי מספר חברות מצומצם. בין החסמים: הצורך בטכנולוגיה מתקדמת של עיבוד קול; אישורים רגולטוריים; וערוצי הפצה מקצועיים — כמו מכוני שמיעה, אודיולוגים ומבטחים — המבצעים מכירה ייעוצית הכוללת כמה מפגשים ותהליך התאמה של המכשיר. לכן, בשוק שולטות ארבע שחקניות גדולות, והעלאת הרף הטכנולוגי דוחף אותן לכיוון של מיזוגים.

כך למשל, לפני שנה הודיעו השחקניות הרביעית והחמישית בגודלן בתחום — Sivantos ו-Widex — על מיזוג, שייצור את החברה השלישית בגודלה בשוק, בשווי 8 מיליארד דולר. חשוב לציין כי יצרניות מכשירי שמיעה מחזיקה סל של מוצרים לפלחי השוק, שאינם מזוהים לרוב עם החברה האם בקרב הצרכנים.

הביצועים של החברות בתחום נמצאים במתאם גבוה זה לזה, אבל ברבעונים שבהם מושק מוצר חדש (בשוק יש גל ריענון בערך אחת לשנתיים), ניתן לראות שמכפילי החברה המשיקה עולים, ולאחר מכן מתכנסים חזרה (ראו תרשים). ב-2017 זה קרה לדמנט (Demant), וב-2019 למתחרה החזקה שלה Sonova. בהתאם, החציון הראשון של 2019 צפוי להיות חלש עבור דמנט, אבל ריענון של קו המוצרים החדשים של מותג הדגל שלה — אוטיקון, שמייצר חווית שמיעה טבעית — עשוי לבוא לידי ביטוי בחציון השני של 2019 ובתחילת 2020.

הסיכון — אפל, סמסונג והקמעונאית הגדולה

דמנט נהנית משולי רווח של כ-76%, ונסחרת באיזורי מכפיל של בין 17 ל-25 על הרווח הנקי ל-12 חודשים קדימה. באחרונה היא נסחרת בטווח העליון — דבר המהווה סיכון שיתממש אם הצמיחה בחציון השני של 2019 תאכזב.

סיכון שמרחף מעל הסקטור הוא אישור FDA למכירת מכשירי שמיעה "מעבר לדלפק" (OTC) ללא צורך באבחון של אנשי מקצוע או מכון שמיעה (שהם בעצם ערוצי ההפצה של שחקניות השמיעה). האישור צפוי להתקבל במאוס 2020, והשוק מתכוון אליו במהלך כמה השנים האחרונות. עם זאת, ביצרניות טוענים שבמדינות בהם קיים משטר OTC שיעור ההחזרות של מכשירי שמיעה שנקנים מעבר לדלפק גבוה מ-40%, וזאת בשל המורכבות של התאמת וכוונת מכשירי השמיעה ללקוח.

לכן, מערך ההפצה הייעוצי-רפואי הנרחב של דמנט מייצר חסם משמעותי גם עבור ענקיות כמו אפל וסמסונג. עם זאת, השקה של מכשיר שמיעה מאפל, ששמה על הכוונת את התחום של בריאות דיגיטלית — אם תגיע — ללא ספק תפגע במניות החברות בתחום.

סיכון משמעותי נוסף הוא הדומיננטיות של רשת הקמעונות הגדולה בעולם למכשירי שמיעה, אמפליפון (Amplifon), שנסחרת במילאנו. הרשת צמחה לשלוט ב-12% מהשוק תוך שהיא מנצלת

את עלות ההון הנמוכה לביצוע רכישות של קמעונאים אחרים (כולל את אורתופון־מדטכניקה הישראלית). הרשת מנצלת את כוח הקנייה שלה כדי להשיג מחירים נמוכים בעשרות אחוזים, ובאחרונה השיקה מותג פרטי תוך שהיא מנסה לטשטש את ההבדלים בין היצרנים.

דמנט מגיבה לכך באמצעות השקעה בפיתוח מוצרים חדשניים, והמותג אוטיקון — הזוכים לביקורות מעולות בקרב אודיולוגים ולקויי שמיעה; וכן באמצעות פיתוח רשת קמעונית בעצמה, באמצעות רכישת מפיציה בעולם. בנוסף, לדמנט פעילות צומחת של שתלי שבלול שמיעה, ומכשירי שמיעה מעוגנים המיועדים ללקוחות שמכשירי השמיעה הרגילים אינם יעילים עבורם; וכן מכשירי דיאגנוסטיקה למכוני שמיעה.

מקום לכמה מנצחים

לסיכום, בעוד המלחמה בין אמפליפון והיצרניות של מכשירי שמיעה נמצאת בעיצומה, נראה שמי שיסבול ממנה יהיו דווקא היצרניות הבינוניות. המנצחות כנראה יהיו אמפליפון וכן יצרניות מובילות כמו דמנט הנהנות מעליונות טכנולוגית והשקעות במותג.

דמנט קונה מניות של עצמה באגרסיביות, ונהנית מצמיחה של 6% המתורגמת לצמיחה דו־ספרתית ברווח. אף שגם דמנט וגם אמפליפון רשמו תשואות של מאות אחוזים בשנים האחרונות, הרי שהעלייה ניזונה בעיקר מעלייה ברווחים, ולא מהתרחבות מכפילים. שתי החברות מייצרות תשואה דו־ספרתית על השקעותיהן (ROIC) בשלוש השנים האחרונות ועסקי הליבה של שתי החברות נהנים ממגמות ארוכות טווח חיוביות ומחסמי הכניסה עולים; וכן מהתפתחות עולם הבריאות הדיגיטלית. גורמים אלה יכולים לשמש להערכתנו מנוע צמיחה, בעיקר לדמנט.

הכותבים הם יועץ לקרן נאמנות ומנהל השקעות במור בית השקעות. אין באמור כדי להוות תחליף לייעוץ השקעות בידי יועץ השקעות בעל רישיון על פי דין המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. החברה עשויה לחזיק או למכור ני"ע של החברה הנסקרת, ועשויה לקיים עמה קשרים עסקיים. עשוי להיות לחברה או עובדיה עניין אישי בני"ע שמוזכרים בכתבה

לחצו על הפעמון לעדכונים בנושא:

🔔 קשישים 🔔 השקעות 🔔 שוק ההון