

בחירות 2020 בארה"ב עשויות להיות ההזדמנות של חברות טכנולוגיה בינוניות

אחד הנושאים היחידים שעליו מסכימים הרפובליקאים והדמוקרטים הוא הצורך בהגבלת כוחן של חברות הטכנולוגיה הגדולות ■ לאור משקלן העצום במדדים, אנו מעריכים שזה הזמן לבחון חברות טכנולוגיה בינוניות שמובילות בנישה שלהן

פורסם לראשונה: 20:48 | 07.12.2019 | עודכן ב: 06:12 | 08.12.2019 | מאת: שחר כהן, ניר צרפתי

בארה"ב כבר מתכוננים לבחירות 2020 - ולא כולם מודעים להשפעה הגדולה של מערכת הבחירות הזאת על תעודות הסל שמחקות את מדדי הטכנולוגיה. המועמדים בפריימריז הדמוקרטיים מתחרים ביניהם מי יחבוט חזק יותר בחברות הטכנולוגיה הגדולות. את הטון נותנת הסנאטורית הדמוקרטית אליזבת וורן, שהציגה במסגרת הקמפיין שלה תוכניות מפורטות, בין היתר לפירוק חברות הטכנולוגיה הגדולות.

וורן נחשבת מועמדת מובילה לזכייה בפריימריז של המפלגה הדמוקרטית, שיגיעו לשיאם ב-14 במארס 2020 - באירוע שידוע בכינוי Super Tuesday, שבו יתקיימו בפריימריס ב-15 מדינות. באוקטובר, בסקרים ארציים לקראת הפריימריז, היא הגיעה למקום ראשון יחד עם הסנאטור ג'ו ביידן, שהיה סגן הנשיא של ברק אובמה.

מנהלי קרנות הגידור נודעים כמו לאון קופרמן, מייסד קרן הגידור אומגה, מזהירים שבחירתה של וורן עלולה לשלוח את המדדים לצניחה חופשית של 30%, וזאת עקב המשקל העצום של חמש חברות הטכנולוגיה הגדולות (אמזון, אפל, פייסבוק, גוגל ומיקרוסופט) בהם. הן מהוות לא פחות מ-47% ממדד נאסד"ק 100 ו-16% ממדד S&P 500. גם אם וורן לא תיבחר, אם יש נושא אחד חוצה מפלגות בארה"ב - זהו התפישה שלפיה יש להשית על חברות הטכנולוגיה הללו רגולציה מכבידה יותר.

בנק אוף אמריקה כתב למשקיעיו כי לא ניתן להתעלם מהסיכון שבחירה בוורן משקפת לאור המשקל העצום של החברות הגדולות. במלים אחרות, ניתן להסיק שמי שקונה קרן סל או קרן מחקה על הנאסד"ק 100, למעשה לא משקיע רק בטכנולוגיה - אלא מהמר על תוצאות הבחירות בארה"ב.

אוליגופולים, דואופולים ומונופולים

אחת הסיבות המרכזיות לכך שבחמש השנים האחרונות רשמו מדדי נאסד"ק ו-S&P 500 תשואות עודפות משמעותית ביחס למדדים המובילים באירופה ואסיה - היא שהם כוללים בעיקר אוליגופולים, דואופולים ומונופולים. לכן, ממשל שיעביר רפורמות להגברת התחרותיות עלול לפגוע משמעותית במדדים, בדומה למה שקרה למדדים בישראל לאחר המחאה החברתית.

יתרה מכך, בחודשים האחרונים הוסטו כספים רבים לעבר קרנות סל של המניות הגדולות, וחלה התרחבות מכפילים משמעותית בחברות הטכנולוגיה הנסחרות במדדים, בייחוד אפל ומיקרוסופט.

בתקופה כזאת, דווקא המניות הבינוניות שמובילות נישה עשויות לאפשר למשקיעים חשיפה אמיתית למניות טכנולוגיה. כך למשל, כדאי לבחון את חברת האבספוט (Hubspot) - המוכרת למנהלי שיווק בחברות טכנולוגיה הודות לפתרון SaaS (תוכנה כשירות) שלה, שמאפשר לבצע אוטומציה של קמפינים שיווקיים. מדובר בהתאמה אישית

ואוטומציה של אימיילים, בניית דפי נחיתה מותאמים לכל סגמנט, מדידה של כל קמפיין ועוד.

המערכת של האבספוט מזכירה מאוד את זו סייילספורס. לאחר שהיא מתקינה את המערכת שלה בארגון, תהליכי העבודה של מחלקות השיווק של הלקוח מעוצבות ומבוצעות על ידי המערכת. כך נוצרת "נעילה" של הלקוח, המאפשרת לחברה להעלות מחיר בעקביות. ואכן, הרווח הגולמי של החברה עלה מ-73.7% ב-2015 ל-82% ב-2019.

האבספוט העלתה מחירים רק לפני כשנה, וכיום היא מנסה להתרחב לפונקציות נוספות מלבד שיווק. כך למשל, היא השיקה מוצר CRM (ניהול יחסי לקוחות) המיועד ללקוחות קטנים. הוא אמנם רחוק מהפונקציונליות שמספקת סייילספורס, אך מהווה פתרון טוב לחברות קטנות.

יש היגיון בשיגעון

משקיעים רבים חוששים מהתמחר בחברות SaaS, שרבות מהן הפסדיות ונסחרות במכפילים גבוהים. אבל יש היגיון בשיגעון. שיעור הרווח הגולמי העצום של האבספוט, למשל, מייצר רווח שולי מאוד אטרקטיביים. ההכנסה מכל מנוי נוסף שהחברה מוכרת יורדת כמעט כולה לשורה התחתונה.

למעשה, ההוצאה המרכזית של חברות אלה אינה על מחקר ופיתוח, אלא הוצאות שיווק ומכירה. כך למשל, בהאבספוט סעיף הוצאות שיווק ומכירה הוא 45% מההוצאות, בעוד המו"פ הוא רק 18%. המשמעות - בהחלטה אחת של מנכ"ל ניתן לשפר את רווחיות החברה בעשרות אחוזים על חשבון קצב הצמיחה.

אז מדוע חברות SaaS ממשיכות להשקיע כל כך הרבה בשיווק ומכירה? הסיבה היא חסמי המעבר. כל לקוח שהחברה מגייסת היום צפוי להישאר איתה שנים רבות, וליצור זרם הכנסות מתחדש מדי שנה - שכאמור יגיע כמעט במלואו לשורה התחתונה.

נציין כי לאחר ההייפ שנוצר סביב חברות SaaS בתחילת השנה, ברבעונים האחרונים חלה התכווצות מכפילים בענף זה (בניגוד לשאר השוק).

מכפילים מרתיעים ומתחרים חזקים

להערכתנו, הסיכון המרכזי הוא מכפיל הרווח הגבוה של 100 ומכפיל תזרים של 50 לשנה הבאה. בשלב הזה, סביר להניח שמרבית המשקיעים יירתעו מכך, וזהו אכן סיכון משמעותי - אך החברה עברה לרווחיות רק ב-2018, ומשקיעים שקונים את המניה ככל הנראה מאמינים שהחברה תוכל ליהנות מיתרונות לגודל בשנים הקרובות, באופי שיאפשר לרווח הגולמי הגבוה לחלחל לשורה התחתונה. זה, אגב, בדיוק מה שקרה במקרה של סייילספורס.

בנוסף, המוצרים החדשים שמפתחת האבספוט לתחום שירות הלקוחות והמכירות מתחרים במוצרים עדיפים שכבר קיימים בשוק, כמו אלה של סייילספורס וזנדקס. כלומר, האבספוט צריכה לנהל קרב במעלה הגבעה במוצרים החדשים. סיכון נוסף הוא המשך כיוון המכפילים בכלל הענף של SaaS.

עם זאת, ועל אף הסיכונים, מכפיל 8 על המכירות (לשם השוואה חברות תוכנה בוגרות כמו צ'קפוינט או SAP נסחרות במכפילי מכירות של 6-8) עבור חברה עם קצב צמיחה שנתי צפוי של 20%-25% יכול להערכתנו לאפשר נקודת כניסה נוחה יחסית לחשיפה לענף.

הכותבים הם יועץ לקרן ומנהל מחלקת מחקר במור בית השקעות. אין באמור כדי להוות תחליף ליעוץ השקעות בידי יועץ השקעות. החברה או עובדיה עשויים להחזיק או למכור במסגרת פעילותה השוטפת ניירות ערך או נכסים פיננסיים של החברה

**הנסקרת. החברה ועובדים מטעמה עשויים לקיים עם החברה הנסקרת קשרים
עסקיים נרחבים ומגוונים**