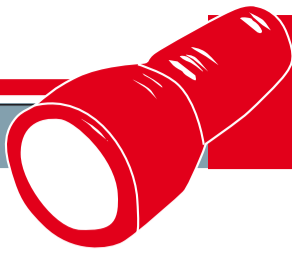


חברה בכותרות



האם וול סטריט תאמין לוול-מארט?

וול-מארט היא חברה בעלת מוניטין שמחזיקה במותג מצוין - אך אינה מצליחה לשכנע את שוק ההון האמריקאי. כעת מנהיגה הנהלת החברה שינוי אסטרטגי שאמור לסגור את פערי התמחור מול מניות החברות הקמעוניות הגדולות בארה"ב. שינויים אסטרטגיים בחברות המובילות בארה"ב - כתבה ראשונה בסדרה



אסטרטגיה ומניות
רוני גברילוב

סם וולטון, המייסד האגדי של רשת הקמעונות האמריקאית וול-מארט, לא אהב לשמוע את הטענה כי חנויות הדיסקאונט שלו הצליחו בגלל אסטרטגיה שנוגדת את כהברקה פתאומית. "אנשים קיבלו את הרע"שם כי וול-מארט היא משהו שהמצאתי ברגע, אבל כמו מרבית ההצעות שהתרחשו בן-לילה, גם זו הבשילה במשך 20 שנה", הוא אמר בצינינות, והתכוון לכך שההצלחה של וול-מארט נבעה מאסטרטגיה טובה שישושה בהצלחה.

לחות שהתרחשו בן-לילה, גם זו הבשילה במשך 20 שנה", הוא אמר בצינינות, והתכוון לכך שההצלחה של וול-מארט נבעה מאסטרטגיה טובה שישושה בהצלחה.

לכאורה, ההנהלה היא זו שתמיד תדע כיצד הכי כדאי לנהל את החברה. הרי מי כמוה מכיר את הסביבה העסקית, על האיומים והפוטנציאל שבה, ואת יכולות הארגון. ואולם הפרקטיקה מלמדת אחרת, ולא פעם מאמצות חברות - לעתים באיחור - דרך שעליה הצביעו המשקיעים בשוק ההון הרבה לפני שהבחינה בה ההנהלה.

באחרונה ראינו דוגמה לכך כשהנהלת וול-מארט הודיעה על שינוי אסטרטגי אמיץ, שכי לל האטה בצמיחה והתמקדות בשיפור החנויות הקיימות. במשך שנים רבות נחשבה וול-מארט ליקירת וול סטריט ונסחרה במכפילי רווח גבוהים, שהגיעו לעתים ל-40. מכפילים אלה שיקפו את חוזקו של המותג ואת הפוטנציאל הגלום בחברה.

ואולם בשלוש השנים האחרונות הועם זוהרה של החברה בקרב פעילי וול סטריט. למרות צמיחה ממוצעת של כ-10% בארבע השנים האחרונות רשמה מניית וול-מארט תשואה שלילית של כ-20%. גם התמחור הנוכחי של החברה אינו מבשר טובות: וול-מארט נסחרת במחיר נמוך יחסית, עם מכפיל 17-18 על רווחיות השנה הנוכחית לעומת

מת מכפילים ממוצעים של כ-20 ואף יותר בשוק הקמעוני בארה"ב. טרגט, המתחרה העיקרית של וול-מארט, נסחרת במכפיל רווח של 19 (שופרסל נסחרת במכפיל ממוצע של כ-20). נראה שהמייצוב הרעוע של וול-מארט בוול סטריט הביא את קברניטיה להנהיג שינוי אסטרטגי.

שני סניפים חדשים ביום

ורון באפט (נחזור אליו מאוחר יותר) כינה את וול-מארט "מכונת הקמעונות הטובה בכל הזמנים". המספרים שלה אכן מרשימים מאוד: וול-מארט, שהיא הקמעונת הגדולה בעולם, מעסיקה כ-2 מיליון עובדים בכ-7,000 סניפים מסביב לגלובוס. שווי השוק של החברה הוא כ-200 מיליארד דולר והיקף המכירות שלה הוא הגדול בארה"ב: כ-344 מיליארד דולר בשנה - כלומר, כמיליארד דולר ביום.

ואולם המרשים מכל הוא מגוון המוצרים שהיא מציעה: בגדים, נעליים, מוצרי מזון, תרופות, ספרים, מוצרי אלקטרוניקה, תכשיטים, שירותים פיננסיים והעברות כספים - וזו רשימה חלקית בלבד. כל המגוון הבלתי נתפס הזה יוצר מלאי בשווי כ-34 מיליארד דולר השוכן ביותר מ-120 מרכזים לוגיסטיים בארה"ב.

היתרון העיקרי שמציעה החברה לצרכנים הוא מחירים נמוכים. החברה ידועה במדיניות הרכש האגרסיבית שלה והסלוגן שלה אומר: "אנחנו חוסכים לאנשים כסף כדי שיוכלו לחיות טוב יותר". בעשור האחרון, עם כניסתה לתחום המזון, הביאה וול-מארט לפשיטת רגל או לסגירה של יותר מ-20 רשתות סופרמרקטים בארה"ב.

הסיבה העיקרית לרשדוש מניית וול-מארט ולתמחור הנמוך שלה היא האמון המסויג של וול סטריט באסטרטגיה העסקית של החברה. בסוף 2005 פירסמה וול-מארט תוכנית רבי-שנתי תית המבוססת על הגדלה אגרסיבית של שטחי המסחר בארה"ב ובמדינות אחרות. היעד בתוכנית היה גידול שנתי של 8% בשטחי המכירה - דבר

שהצריך, בין השאר, הקמה של כ-550 סניפים חדשים בשנה (כלומר, פתיחה של כמעט שני סניפים בכל יום עסקים).

תוכנית זאת, שהיתה אמורה לעלות השנה כ-17 מיליארד דולר, התקבלה תחילה בהתלהבות מסוימת - אך זו שככה במהרה. למשקיעים בוול סטריט כמה חששות: קניבליזציה טבעית שהתרחבה כזו תגרור; הקצאה לא יעילה של מקורות הון; וצמיחה שלא תניב רווחיות אלא תגדיל את המחזורים בלבד. בקיצור, שוק ההון האמריקאי לא האמין שהצמיחה הזו תייצר יותר כסף בעבור בעלי המניות.

ברגע שהמשקיעים הטילו ספק ביכולתה של וול-מארט לייצר מזומנים בעקבות הצמיחה המהירה תוכנתה התהפך הסנטימנט כלפי החברה. הנהלת וול-מארט המשיכה לבצע בנחישות ובשקיפות את התוכנית, אבל המשקיעים הצביעו ברגליים. הנהלת וול-מארט לא אמרה נואש ובמקביל לקי דום תוכניות ההתרחבות רכשה בשלוש השנים האחרונות מניות של החברה בהיקף של כ-6.5 מיליארד דולר במסגרת תוכנית Buy Back.

מתקדים בסניפים הקיימים

עד כאן זהו סיפור רגיל וכאוב על חברה בע"מ למוניטין ומותג מצוין שלא מצליחה לשכנע את בעלי המניות שלה בצדקת הצעדים האסטרטגיים שהיא נוקטת. הסיפור הזה היה יכול להמשיך עוד זמן רב, אך לעתים מה שלא הולך קדימה מידרדר במהירות - ובחודשים האחרונים

התרחשו שני אירועים שחייבו שינוי אמיץ.

האירוע הראשון התרחש באפריל, כשול-מארט דיווחה על ירידה במכירות החודשיות. החברה מיהרה להאשים את מזג האוויר הקשה ואת העיתוי של חג הפסחא, אך השוק התקשה להשתכנע והמניה המשיכה להיחלש. האירוע השני היה פרסום דו"ח פושר לרבעון הראשון. "אנחנו אוהבים את המספרים", אמר מנכ"ל החברה, לי סקוט, "אבל האמת היא שאיננו נמציאים במקום שבו ציפינו להיות".

שני האירועים החריפו את התחושה בקרב המשקיעים כי החברה הולכת בכיוון לא נכון. תוצאות הרבעון הראשון חזקו את הדעה הרי ווחת כי הבעיה האמיתית של וול-מארט היא פדיון נמוך מדי וחוסר רלוונטיות של הסניפים לצורכי הלקוחות. לדעת המשקיעים, צמיחה מואצת רק תחריף את הבעיה, כשממעל מרחף חשש מהאטה בצריכה בארה"ב, דבר שיספיע באופן מהותי על החברה.

על רקע התחושות הקשות של המשקיעים היה ברור כי באסיפת בעלי המניות השנתית לא צפויים חיים קלים להנהלת החברה. בסיטואציה שכזו ההנהלה היתה יכולה ליצור לעצמה מרחב תמרון באמצעות חזרה על המוטיווים האסטרטגיים והצגת גמישות גבוהה לגבי זמני הביצוע בפועל. במקביל, ניתן היה לשמור על עמימות מסוימת, שמתאימה לחוסר הבהירות העסקית.

ואולם בוול-מארט בחרו בדרך ההפוכה. החבייה החליטה שלא לשמור את הקלפים קרוב להי

מכירות של מיליארד דולר ביום

תוצאות וול-מארט בשנים 2004-2006, במיליארדי דולרים

שינוי בין '05 ל-'06	2006	2005	2004	
11.69%	345	308.9	281.5	הכנסות ממכירות
13.42%	84.5	74.5	67.5	רווח גולמי
9.63%	20.5	18.7	17.3	רווח תפעולי
0.89%	11.3	11.2	10.3	רווח נקי
14.77%	20.2	17.6	15	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
-	0.67	0.60	0.52	דיווידנד למניה (בדולרים)
30.97%	6,037	5,182	4,799	מספר סניפים בעולם
42.55%	17,725.50	12,434.33	10,753.89	מ"ר (במיליונים)

מונכ"ל טבע גרמניה: נתח שוק של 1% לא מספק אותנו; ונצע רכישות

שוק התרופות הגנריות בגרמניה, שהוא השלישי בגודלו בעולם, היה אחד ממוקדי שיחת הוועידה הראשונה שקיים שלמה ינאי, המנכ"ל הנכנס של חברת טבע. מייקל אורס, מנכ"ל טבע גרמניה, הצהיר בסוף השבוע בראיון לסיכנות הידי-עות AFX News שבכוונתה של החברה לצמוח באגרסיוויות באמצעות רכישות והסכמי רישוי. "החברה ה-22 בגודלה בשוק הגרמני וכבעלת נתח של 1% משוק זה, איננו יכולים להיות שבעי רצון ממצבנו", אמר אורס.

אורס העריך שמכירותיה של טבע בגרמניה יצמחו בשיעור דו-ספרתי ושגם הרווח יגדל ב-2007. מכירותיה של טבע בגרמניה הוכפלו ב-2006 והסתכמו ב-60 מיליון יורו, בעוד שהיקף המכירות בשוק הגנרי בגרמניה הגיע ל-6.2 מיליארד יורו. אורס אמר כי הוא מקווה שהסכמים שנחתמו בין טבע גרמניה לקופת החולים הגרמנית AOK לאספקת שש תרופות גנריות יסייעו להאצת מכירותיה של החברה.

על פי חוק מאפריל, הממשלה הגרמנית מוכנה לשאת בעלות הטיפול הרפואי רק בתנאי שהתרופה הנרשמת ללקוח היא אחת משתי התרופות הזולות ביותר. בעקבות החקיקה יזמה חברת הביטוח הרפואי AOK מכרז בין ספקיה וקבעה שתבחר 2-3 ספקים לכל תרופה.

החקיקה והזיומה של AOK העבירו את הבחירה ביצרן הגנרי מהרופא לקופת החולים ובכך הכניסו בראשונה את שיקול העלות לניהול השוק הגנרי בגרמניה.

עד כה הרוקח בבית המרקחת בגרמניה היה חייב לספק ללקוח את התרופה המי-סוימת שנכתבה במרשם הרופא. משום כך, חברות גנריות בגרמניה העסיקו תועמלנים רבים, שמטרתם היתה לשכנע את הרופא לרשום את הגרסה של התרופה שיוצרה על ידי החברה שהעסיקה אותם.

מורל זה, שמכונה גנריקה ממותגת, גרר מחירי תרופות גבוהים יחסית ורמה נמוכה יחסית של תחרות בשוק זה. הביא לכך חיס-רון מובנה שיש במודל זה לחברות הגנריות הקלסיות, המתמקדות בייצור הזול ביותר של התרופה ואינן משקיעות הרבה בשיווק.

על פי הערכות, טבע זכתה בשיעור גבוה מהמכרזים של AOK שבהם התמור-דה - דבר שהביא להאצת צמיחתה בשוק זה. מנגד, חברות גרמניות שפעלו על פי המודל של גנריקה ממותגת, כמו סטדה ורציופרמה, יידרשו לשנות את המבנה הארגוני שלהן ואת היקף כוח האדם שהן מעסיקות.

משום כך יש להניח שחברות אלה יספגו עלות כבדה של פיטורי עובדים, שינוי בר-ווחיות הגולמית ואובדן יתרון יחסי בהש-וואה לחברות רב לאומיות בעלות יתרונות לגודל בייצור, כמו טבע.

תמורות אלה אמורות לבוא לידי ביי-טוי בשווי השוק של החברות של הגנריקה הממותגת בגרמניה, ועל כן שאלת הרכישה שהעלה אורס בראיון תלויה בעיקר בעיי-טוי שבו מחירי החברות ישקפו את הר-ווחיות של השוק הגרמני העתידי ולא את רווחיותו בעבר.

יורם גביזון

סניף של וול-מארט בארקנטו. לרשת כ-7,000 סניפים בכל העולם



תצלום: אי.פי

באסיפת בעלי מניות, שכללה הופעות ושירים, נראתה יותר כמו מסע התעוררות והחדרת מוטיווציה בקרב מאמינים, שינוי אסטרטגי אמיץ

בעשור האחרון, עם כניסתה לתחום המזון, הביאה וול-מארט לפשיטת רגל או לסגירה של יותר מ-20 רשתות סופרמרקטים בארה"ב

מניות שרכש בכ-942 מיליון דולר היו שוות בסוף 2006 כ-921 מיליון דולר בלבד. ואולם לא נתפלא אם אהבתו של באפט למוותגים חזי-קים במחירי מציאה תניע אותו להגדיל בטווח הקצר באופן משמעותי את אחזקותיו בחברה.

הכותב הוא מונכ"ל חברת קשרי משקיעים

לייצר תשואה נאותה על ההון בהתאם לתוכנית החדשה והאם החברה תסגור במהרה את פערי התמחור בינה לבין החברות הקמעוניות הגדו-לות בארה"ב.

ונשוב לוורדן באפט, כמובטח: לפי דיווחים, וול-מארט היא האחזקה הגדולה היחידה של ברקשייר האתווי שבאפט הפסיד מעט בגללה.



תצלום: אי.פי

זה, אלא להפיתע בצעד יזום ודרמטי. ב-1 ביוני נערכה אסיפת בעלי מניות, שנמשכה כארבע שעות ונדרמה לפסטיבל גדול ומתוזמן. באסיפה, שכללה הופעות ושירים ונראתה יותר כמו מסע התעוררות והחדרת מוטיווציה בקרב מאמינים, הודיעה החברה על שינוי אסטרטגי אמיץ.

החברה החליטה להאט את קצב ההשקעות בארה"ב, את הגידול בשטחי המסחר ואת קצב פתיחת הסניפים החדשים, ולהשקיע יותר בסניפים הקיימים. בנוסף, הוחלט להקצות את הכסף שיתפנה לטובת מה שבעלי המניות הכי אוהבים - קניית עוד מניות. החברה הודיעה על תוכנית רכישה עצמית חדשה של 15 מיליארד דולר (כ-7% מהון החברה), שמצטרפת לדיווידנד בהיקף של כ-3.6 מיליארד דולר.

ההיגיון, על פי ראשי וול-מארט: "אנחנו רוי-צים צמיחה שתשלב תשואה גבוהה על ההון". השיטה להשגת תשואה מקסימלית היא ויתור על השקעות בעלות יעילות חוזר נמוכה לצד רכישה נוספת של מניות החברה (החברה נהנית ממאזן חזק ומייצרת תזרים של יותר מ-20 מיי-ליארד דולר בשנה).

שוק ההון האמריקאי מחא כפיים בדרכו: מניית וול-מארט עלתה בכ-7% ביומיים, כשהיא מעשירה את משפחת וולטון בכ-4 מיליארד דו-לר. האנליסטים הגיבו בניירות חיוביים וציינו בסיפוק את התבונה שבהאטת קצב הצמיחה והשקת הסניפים, ואת הקצאת ההון היעילה יותר. עכשיו נותר לראות אם וול-מארט תצליח