

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

פורום שווי הוגן – אוניברסיטת רייכמן

דצמבר 2025

יאיר לפידות, מייסד ומנכ"ל משותף
ילין-לפידות בית השקעות

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

- השאלה היסודית בקשר עם האפשרות לקיומה של "בועת AI" - האם הביקוש לתשתיות ושירותי AI "מצדיק" את השקעות העתק שמבוצעות כיום?
- בהתאם לכללי הכלכלה והמימון הקלאסיים – על המשקיעים לדרוש **החזר הולם על השקעתם (ROI)**, באופן שיבטא את הסיכונים הכרוכים בה.
- רמות התמחור בשוקי ההון בארה"ב גבוהות באופן יחסי – מתבטא ברמות מכפילים שגבוהות מהרמה ההיסטורית הממוצעת, בהובלתן של מניות הטכנולוגיה, ובראשן, ה- Magnificent 7.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

- ניתן לטעון, כי רמות התמחור הגבוהות לכאורה, מוצדקות – משום שהן משקפות את **הציפיות לצמיחה משמעותית ומתמשכת ברווחי החברות בשנים הקרובות**. ככל שציפיות אלו יתממשו, יהיה ניתן לטעון, בדיעבד, כי רמות התמחור לא היו גבוהות "מדי", אלא פשוט גילמו תחזיות, שהתבררו כנכונות, לשיפור משמעותי בפרודוקטיביות ואת מגוון ההזדמנויות החדשות שפתח עולם ה-AI בפני עסקים רבים.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

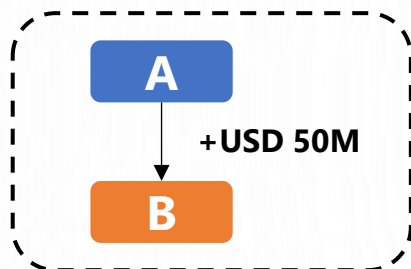
- לאחרונה, נוספו "**סימני אזהרה**" בקשר עם האפשרות לקיומה של "בועת AI" - האופן ה"יצירתי" בו נעשות עסקאות בין החברות המובילות בתחום.
- הבעיה המרכזית – לחלק מהחברות **אין יכולת לממן את ההתחייבויות שנטלו על עצמן**, לצורך ביצוע השקעות עתק להקמת Data Centers ורכישת הציוד הרלוונטי.
- הפתרון היצירתי – **עסקאות סיבוביות ו/או השקעות שמגלמות הערכות שווי "נדיבות"**.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

עסקאות סיבוביות

שלב א'



חברה **A** מזרימה 50 מיליון דולר לחברה **B** תמורת הקצאת מניות

מה קרה לשווי השוק של חברה **B**? – עלה ב- 50 מיליון דולר כמובן!

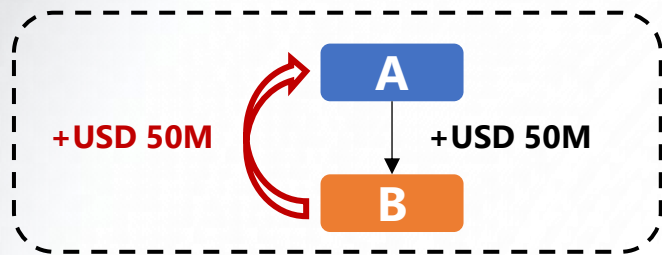
שלב ב' – שני תרחישים אפשריים

תרחיש 1 - חברה **B** רוכשת מניות חדשות של חברה **A** ב- 50 מיליון דולר

תרחיש 2 - חברה **B** רוכשת שירותים מחברה **A** ב- 50 מיליון דולר, על פני שנתיים

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

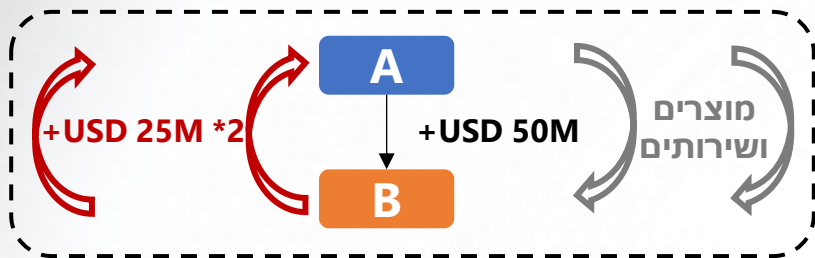
החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה



תרחיש 1 - חברה B רוכשת מניות חדשות של חברה A ב- 50 מיליון דולר

- שווי השוק של חברה A גדל אף הוא ב- 50 מיליון דולר, על אף שאם היינו מבצעים מאזן מאוחד לשתי החברות, השווי האמיתי של שתיהן **לא** השתנה בשל העסקאות הנ"ל.
- עם זאת, **בחשבונאות**, הדוחות הכספיים אכן היו משקפים גידול בהון העצמי של שתי החברות, ב- 50 מיליון דולר כל אחת.
- מבחינה **כלכלית**, קיים כעת **אינטרס הדדי** בין בעלי המניות של שתי החברות, שכן, שווי המניות של כל אחת, יושפע בעתיד, מהביצועים העסקיים של האחרת.

בתרחיש זה אין בעיית מימון לאף אחד מהצדדים – הכסף "הלך וחזר"



האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

תרחיש 2 - חברה B רוכשת שירותים מחברה A ב - 50 מיליון דולר, על פני שנתיים

- חברה B, שהונה גדל ב - 50 מיליון דולר (וגם המזומן בקופתה), רוכשת מוצרים ושירותים מחברה A (שהשקיעה בה), בהיקף של 25 מיליון דולר בשנה.
- המכירות והרווחים של חברה A יגדלו בהתאמה, ויכנסו לתחשיבי המכפילים בשוק ההון, כך ששווי חברה A עשוי לעלות ביותר מ- 50 מיליון הדולר שהשקיעה בחברה B.
- בתרחיש זה, לחברה B יש **צורך מימוני** - נדרשה להשקיע 50 מיליון דולר, אך התזרים התפעולי בשנה הראשונה יהיה, אולי, 5 מיליון דולר.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

המשותף לשני התרחישים

**קיים תמריץ לשני הצדדים להיות ליברליים בתמחור
למניה ובתמחור הקניה של השירותים, במקביל**



האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

דוגמא לתרחיש 2 – השקעה בהון מניות תמורת רכש שירותים ומוצרים

- לפני כחודשיים, הודיעה Nvidia על השקעה של כ- 100 מיליארד דולר ב- Open AI.
- Open AI צומחת בקצב מסחרר, שמתבטא בגידול אדיר במספר המשתמשים ב- Chat GPT ובהכנסותיה, אך היא עדיין רחוקה מלייצר תזרים מזומנים חיובי, ובטח – מלהיות מסוגלת לממן את השקעות העתק אליהן התחייבה, ממקורותיה העצמאיים.
- בעסקה סטנדרטית מתקבל, לרוב, שיווי משקל "הגיוני" בין הצדדים. במקרה זה, מכיוון שקיימים יחסי ספק / לקוח, ולאור צרכי המימון של Open AI, הרי שלא מדובר על עסקה "נורמלית".

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

- התמריץ?

Open AI - זוכה לגייס את ההון לו היא זקוקה, בשווי גבוה, שמסייע לה מול משקיעים פוטנציאליים אחרים ולהגדלת ה"הייפ" סביב הסקטור, באופן כללי.

Nvidia - לפחות חלק מכספי ההשקעה יחזרו אליה כהכנסות, בגין התחייבותה של Open AI לרכוש ממנה מוצרים ושירותים. הערכת השווי הנדיבה מאפשרת ל- Open AI לרכוש את אותם מוצרים ושירותים במחיר גבוה, מה שמתרגם לצמיחה גבוהה בהכנסות ולשולי רווח פנומנליים עבור Nvidia – המנוע העיקרי מאחורי הגידול המטאורי בשווי השוק שלה.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?

החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

- הייתכן שחלק מה"עסקאות הגדולות" והשקעות העתק **אינו** מחייב?

תזכורת חשובה לפער שבין הודעה לעיתונות וחוזה.

