

駿利亨德森科技觀點：軟體即服務(SaaS)

長期順風，關注價格評價

2019年6月

駿利亨德森投資科技產業研究分析師 Jonathan Cofsky 解釋了為什麼投資人應該在軟體即服務(SaaS)公司的巨大獲利潛力和有時被高估的價格評價中取得平衡。

關鍵要點

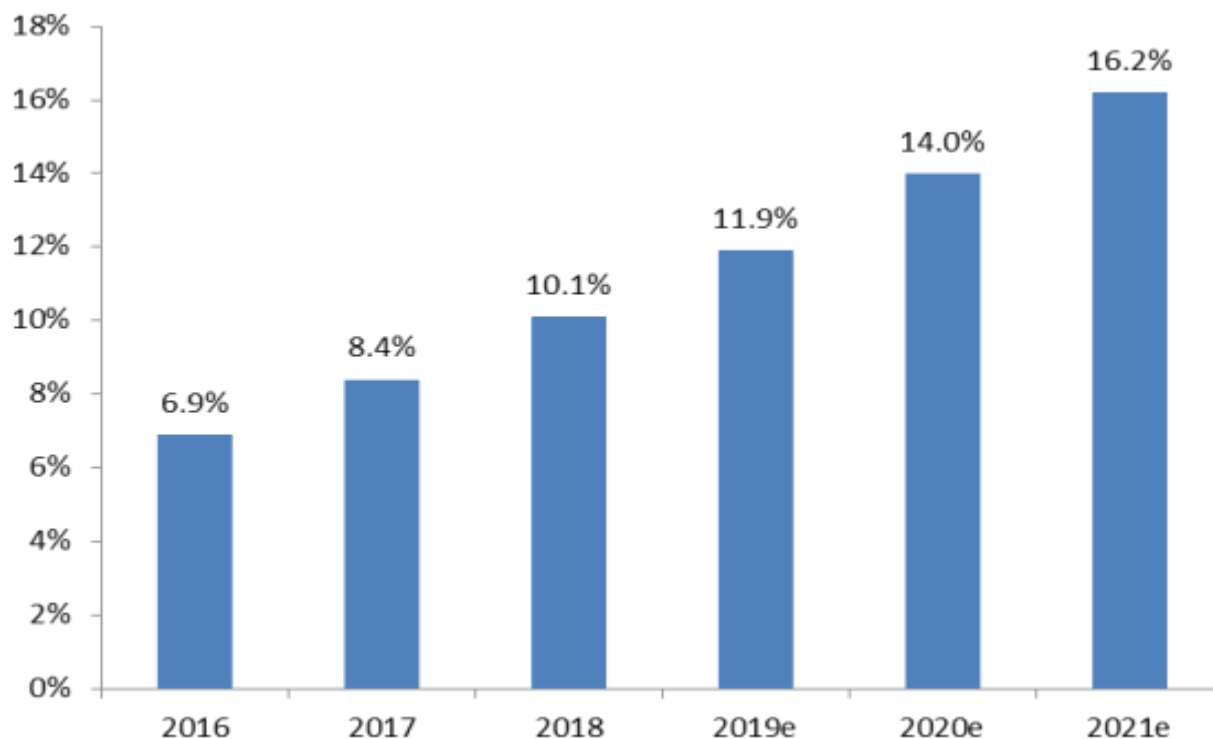
- 軟體即服務 (SaaS) 公司為今年的科技股股價做出了巨大貢獻，其中大部分獲利來自於價格評價倍數的擴張。
- 考慮到潛在的市場規模、其營收多為經常性的特性、以及 SaaS 產品的粘著度，SaaS 公司的獲利前景相當可觀。
- 儘管未來看好，投資人必須關注該行業的價格評價指標，其中一個指標為：股價/未來 12 個月預期營收比 – 其比值在過去 18 個月翻了一倍。

雲端運算和軟體即服務 (SaaS) 是這一代最重要的科技趨勢之一 – 而投資人也已經注意到了這一點。在經歷年初股價的動蕩後，科技類股帶領了市場回漲，而考慮到市場的潛在規模，很容易就能理解為什麼應用軟體類股(即 SaaS 公司所屬子產業)為主要貢獻者，因為 SaaS 很有可能擴大其潛在客戶範圍，並超越傳統的軟體用戶群。但是很多的 SaaS 個股股價會受到價格評價倍數擴張而推高；儘管該產業前景良好，但是投資人仍必須切實地審視到底買到了甚麼。

即使在過去幾年中，有關雲端和 SaaS 應用已被討論了許久，但我們仍然認為：在這個大趨勢中，我們仍處於早期至中期的階段。

在整體約 2000 億美元企業應用軟體市場中，SaaS 約佔了 40%左右；而另一方面，公共雲則佔了相關全球資訊科技市場(市場規模約 1.3 兆美元以上)約 10%左右。

圖 1：雲端服務佔 IT 總支出的百分比



資料來源：Gartner。2019年6月資料。2019、2020、2021年為預估值。

通過雲端讓客戶更自主

SaaS是一個強大的成長趨勢，因為它不僅僅取代現有的軟體系統，它還大大地擴大了軟體市場，因為它提供了新的工具並讓使用者更有效率，其中包括：雲端儲存、新的合作平台、經改善過的視訊/聊天功能、以及電子簽名等。而這些功能已經數位化地改變了企業與客戶間互動與服務客戶的方式。企業使用SaaS應用系統，進而對客戶的查詢與需求做出預測及反應，此一領域即可能為前台辦公功能提高價值。長期來看，機器學習(machine learning)應能讓SaaS產品更容易使用且更有價值 - 這又是另一個傳統軟體模型難以複製的優勢。

除了強勁的成長趨勢之外 - 全球SaaS目前以每年超過20%速度成長，是全球GDP成長的好幾倍 - SaaS也擁有強大的經濟模式。這些業務的營收被視為經常性收入、其轉換成本高、並且客戶流失率也較低。從較高的角度來看，這意味著當我們要評估SaaS的業務時，不再

一定要用傳統的衡量指標(如營業利潤或淨收益)，而可以藉由營收倍數(revenue multiples)作為評估標準。現金流量折現評價法(Discounted Cash Flow valuation)當然是個快速的評估方式，但在了解每個企業長期的單位經濟(unit economics)的細微差別後，以大方向來說，營收倍數仍然是一個具有價值的評估指標。

雲端崛起 – 其價格評價也升高

這也是比較棘手的地方。在過去的18個月中，上市SaaS公司的平均營收成長率維持在每年約30%的水準。然而，為了那麼高的營收成長率，市場所付的股價是原來的兩倍：在2018年初時未來12個月股價營收倍數約為8倍，而目前則約為16倍。這一波股價評價的成長，一部分可以用較高的預期營業利潤率(operating margins)來解釋，但其他多數部分則不行。即使在投資一個重大科技趨勢時，價格評價的起點也很重要，當價格評價發生重大變化時，應該去瞭解為什麼會出現這種情況，以及與近期歷史相比，是否發生了基本面變化。

圖2：一致性企業價值(Enterprise Value)與未來12個月營收比值走勢圖



資料來源：Factset。2019年6月。

喜歡一個產業，愛上一家公司

我們相信各行各業為了尋求營運效率和更高客戶參與度，將持續採用SaaS。然而，我們始終必須留意“炒作”，因為有時在新興重大趨勢下，相關股票的價格評價可能因此被推高。要辨識出哪些SaaS公司將能夠提供更大的價值、並擁有最韌性的業務模式，投資人應超脫於新聞頭條影響、且仔細審查個別企業與各個業務的執行能力。

重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com/> 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JHITL0619(19)1219.TW.retail