

## איפה כדאי להשקיע עכשיו: המנצחות הגדולות - והמניות שכדאי להתרחק מהן גם אם המחיר מפתה

יחד עם התנודתיות העזה, המצב יוצר סביבת השקעה הרת אסון לאלה שמנסים לבחור שתיים-שלוש מניות "שיינהו מהמשבר". יש כמה עקרונות שמנחים אותנו בעת בחירת השקעות, והנה כמה מהם

18:52 | 18.04.2020 | מאת: שחר כהן, ניר צרפתי

למרות העלויות בשווקים בשבועות האחרונים, פיזור התרחישים העתידיים האפשריים מעולם לא היה כה רחב — כל שבוע של עיכוב בפתיחת הכלכלה יכול להיות ההבדל בין מיתון ארוך לבין "באמפר" בנתיב הצמיחה של הכלכלה העולמית.

יחד עם התנודתיות העזה, המצב יוצר סביבת השקעה הרת אסון לאלה שמנסים לבחור שתיים-שלוש מניות "שיינהו מהמשבר". יש כמה עקרונות שמנחים אותנו בעת בחירת השקעות, והנה כמה מהם. המניות שמוזכרות הן למען המחשת עקרונות החשיבה בלבד.

### המנצחות הגדולות: מניות טכנולוגיה

האבק מתחיל להתפזר, והולכת ומתבהרת התמונה שלפיה המנצחות העיקריות במשבר הקורונה הן חברות הטכנולוגיה, שנהנות מכמה מגמות מרכזיות. הראשונה היא המעבר לעבודה מהבית — שמשמעותה לא רק יותר מחשבי לפטופ, מצלמות ואזניות אלחוטיות; אלא גם האצה של מודל תוכנה כשירות (SaaS) וארכיטקטורות אבטחה מותאמות (SASE) של חברות סייבר כמו פאלו-אלטו ו-Zscaler. גם מוקדי שירות לקוחות עוברים בימים אלה לענן.

מגמה שנייה היא העלייה בשירותי הסטרימינג והפצת התוכן שנגזרת מריקון המרחב הציבורי. נהנות מכך, בין השאר, רשתות הפצת תוכן של חברות כמו CloudFlare ו-Fastly; וכן ענף הפרסומות המותאמות אישית של חברות כמו TheTradeDesk.

ההשלכות של שינוי אופן הלימודים כוללות יותר קונסולות משחק, עם שבבים של חברת Nvidia, ויותר מערכות למידה מרחוק. המשמעות של קניונים ריקים, או לכל הפחות מרווחים — היא יותר מסחר אלקטרוני, יותר אוטומציה של מחסנים ולוגיסטיקה, ופריחה של תשלומים דיגיטליים גם במרחב הפיזי (תחשבו בכמה כרטיסי אשראי נוגע מוכר בחנות בכל יום).

המרוויחות הגדולות הן כמובן ענקיות שירותי הענן — מיקרוסופט ואמזון — אך השוק כבר מתמחר זאת, והמניות שלהן נמצאות בתשואה חיובית מתחילת 2020.

חברות הטכנולוגיה לא רק הניבו תשואות יתר בשוק עולה בשנים האחרונות, אלא גם בשוק היורד מאז פרוץ המשבר. מתחילת 2020 מדד נאסד"ק רשם תשואות יתר של כ-8% מעל מדד S&P 500 — והדבר אינו מפתיע, בהינתן שאפילו חברות הטכנולוגיה הבינוניות נהנות מיתרות מזומן גבוהות ותזרים חופשי בריא, שמאפשר להן לצלוח את המשבר טוב יותר משאר השוק.

אנו מעדיפים להתמקד בחברות שמספקות כלים לחברות שיהנו מהדינמיקות הללו — ולא באלה שהן "החשודות המיידיות" ליהנות מהן (ראו למשל את זום, שהפכה להיות הטרייד הכי צפוף בשוק, עם מכפיל 35 על המכירות ל-2021).

הנה שתי חברות כאלה. הראשונה היא Avalara — חברה שמציעה שירותי חישובי מס מדינה ומע"מ עבור מסחר מקוון. זה אולי נשמע פשוט, אבל לכל מדינה בארה"ב ובאירופה מערכת סבוכה של מיסוי, ואלה כוללות אלפי תתי-קטגוריות ועשרות אלפי תתי-אזורים. Avalara מאפשרת לחברות מסחר מקוון ולחברות אינטרנט בינוניות (כמו WIX) לוודא שהן גובות מס כחוק. מדינות רבות השיקו עקב המשבר הקלות מס ומע"מ למוצרים הקשורים למשבר הקורונה, דבר שיחזק לידי החברה.

השנייה היא SmartSheet — שמציעה את התוכנה הנפוצה ביותר בעולם לניהול פרויקטים. תוכנות לניהול פרויקטים ושיתופי פעולה צפויות להיחפך כלי שאי אפשר להסתדר בלעדיו. פתרונות אלה נהנים מ"אפקט רשת" קלאסי — שכן פרויקט מן השורה מערב מספר רב של ספקים, שותפים וצדדים שלישיים, שכולם צריכים להשתמש באותו כלי. במובן זה, התוכנה של SmartSheet דומה לאקסל או פאוורפוינט — תוכנות שנהפכו להיות כלי סטנדרטי שכל עובד בכל ארגון חייב להכיר. ואכן, מיקרוסופט מהווה את האיום הגדול ביותר על החברה.

### להתרחק ממוקד המשבר — גם כשהמחיר מפתה

מניות פיננסים שנקנו לאחר משבר 2008 הניבו תשואות חסר משמעותיות מול סקטורים אחרים. להמחשה, על אף שגם מגזר הפיננסים וגם מגזר הטכנולוגיה ירדו בשיעור דומה במשבר, כעבור חמש שנים סקטור הטכנולוגיה הציג תשואה של 30% בעוד סקטור הפיננסים היה במינוס 40% (ראו תרשים).

להערכתנו, עדיף לקנות מניות שנמצאות במעגל השני והשלישי של ההשפעה מהמשבר. אלה אמנם ירדו פחות, אך צפויות להתאושש מהר וחזק יותר. הדבר נכון שבעתיים לאור מבנה העלויות של החברות בענפים שבמוקד המשבר — תעופה ומלונאות — שמבוסס על עלויות קבועות עצומות, כשרוב החברות נושאות חוב עצום. גם אם ננטרל את השפעת הווירוס, הרי שהתעשייה הזאת רגישה באופן אינהרנטי לעלייה בשיעורי אבטלה ולמיתון, ולכן תסבול פעמיים.

### להתמקד במנצחות המבניות

במקום לרדוף אחר חברות שיהנו בשני הרבעונים הקרובים, והמניות שלהן כבר עלו (כמו למשל סופרמרקטים) — ננסה למצוא חברות שיסבלו בטווח הקצר, אך ייצאו מהמשבר מחוזקות. דוגמה אפשרית היא סטארבקס. רשת בתי הקפה הודיעה כי ברבעון השני מכירותיה צפויות לרדת ב-44% — אך ניתן לשער כי היא תהנה מכמה שינויים מבניים.

ראשית, היא צפויה להתמודד עם תחרות מופחתת. חלק ניכר מבתי הקפה "השכונתיים" כנראה ייעלמו בשנה הקרובה. זה משמעותי במיוחד עבור מוצר כמו קפה, שצרכנים רבים לא ירחיקו 200 מטר נוספים כדי למצוא מקום אחר לרכוש אותו. תועלת נוספת היא שסטארבקס תוכל לשפר מיקומים וכן תנאי סחר מול בעלי הנכסים.

ניתן לציין כי סניפי הטייק-אווי של סטארבקס עדיין פתוחים, אך הרווחים מהם שוליים לשווי החברה. זאת, לעומת התועלת הגדולה שבעלייה במספר התקנות האפליקציה של החברה בעת המשבר והוספת לקוחות רבים למועדון הנאמנות שלה. אין להקל בכך — נוחות ההזמנה באפליקציה איפשרה לדומינוס פיצה לדרוס את כל מתחריה השכונתיים בעשור האחרון, כשהתוצאה היתה עלייה של פי 30 במניה מאז 2009 ועד היום.

להערכתנו, יתרון משמעותי נוסף הוא שסטארבקס תיהנה מירידה במחירי חומרי הגלם (קפה ואנרגיה) וכן מכך שיהיה לה קל יותר למצוא עובדים בשל עליית שיעור האבטלה. הסיכון העיקרי נובע מכך שמחירי הקפה בסטארבקס גבוהים יותר מאשר ברשתות המתחרות, מה שעלול להוביל לאובדן נתח שוק משמעותי.

לסיכום, נראה כי האמירה שלפיה יש רק שלושה סוגי חברות — חברות טכנולוגיה, חברות שעוברות טרנספורמציה טכנולוגית וחברות שיידרסו על ידי חברות טכנולוגיה — מעולם לא היתה נכונה יותר.

**הכותבים הם יועץ לקרן במור בית השקעות וסמנכ"ל מחקר במור בית השקעות. אין באמור כדי להוות תחליף לייעוץ השקעות בידי יועץ השקעות. החברה ועובדיה עשויים להחזיק או למכור ני"ע של החברות הנסקרות, וכן לקיים עמן קשרים עסקיים מגוונים**