כמה "מנות סיכון" תרצו בתיק שלכם?

סיכון יחסי של מניות לעומת מדד השוק נמדד באמצעות הפרמטר בטא. משקיעים דפנסיביים שמעוניינים בתנודתיות נמוכה יעדיפו מניות עם בטא נמוך מ־1 - ומשקיעים אגרסיביים יותר ייטו למניות עם בטא גבוה מ־1

אלי מלכי

השקעה במניות ברוכה בסיכון – זוהי תובנה בסיסית שכל משקיע חייב לדעת. כיצד אפשר למדוד את הסיכון, והאם רמת הסיכון זהה לכל המניות? מקובל למדוד את הסיכון הכרוך בהשקעה במניה באמצעות סטיית התקן של התשואות שלה, שמשקפת את התנודתיות במחיר המניה. מניה שהתשואה שלה תנודתית יותר נחשבת מסוכנת יותר מזאת שהתשואה שלה תנודתית פחות.

ואולם מדידת הסיכון באמצעות סטיית התקן מתעלמת מיחסי הגומלין שבין התשואות של כל המניות בתיק. תורת התיקים המודרנית מלמדת אותנו שהגורם היחידי שקובע את הסיכון של מניה הוא המידה שבה הכללתה בתיק משנה את הסיכון הכולל שלו.

לשם המחשה, נברוח את התשואות של מניית בזק ביחס לתשואות המקבילות של מדד תל אביב 100. הגרף נבנה באופן הבא:

- ראשית, חושבו התשואות החודשיות של מדד תל אביב 100 ושל מניית בזק ב-11 השנים שבין ינואר 2000 לינואר 2011.
- כל נקודה על הגרף מייצגת תשואה חודשית של מדד תל אביב 100 (על הציר האופקי) ותשואה חודשית מקבילה של מניית בזק (על הציר האנכי).

הגרף ממחיש את הקשר החיובי בין התשואה של מניה אחת לתשואה של כלל השוק. לאור זאת, ניתן לחלק את הסיכון שכרוך בהשקעה במניה לשני חלקים: הסיכון השיתי, שנובע מגורמים משמפיעים על שוק המניות באופן כללי (כמו המצב הכלכלי בישראל ובעולם ושער הריבית), והסיכון הספציפי, שנובע מפעילות החברה (כמו שינויים בביקוש ובסביבה העסקית ושינויים במחירי התשומות).

השיפוע של קו המגמה שעובר בין הנקודות שבגרף, שנקרא בטא, מייצג את הסיכון השיתי במניית בזק. הפיזור של הנקודות מסביב לקו המגמה נובע מגורמים ספציפיים לחברה.

> מדידת הסיכון באמצעות בטא מאפשרת למשקיעים לדעת באיזו מידה תורמת כל מניה לסיכון הכולל של תיק ההשקעות - ולבנות אותו לפי העדפותיהם

כשבונים תיק השקעות המורכב ממספר רב של מניות, קיים הבדל מהותי בין שני גורמי הסיכון. בעוד שגורמי הסיכון הספציפיים של החברות הכלולות בתיק אינם מתואמים, ולכן מבטלים זה את זה, הסיכון השיתי של כל מניה אינו ניתן לביטול.

ככלל, יכולים להיות שלושה מצבים של בטא:

1. בטא שווה ל-1 – התשואה הצפויה של המניה תהיה זהה לתשואת השוק.
2. בטא נמוכה מ-1 – כשהשוק עולה התשואה הצפויה של המניה תהיה נמוכה יותר מתשואת השוק. ומנגד, כשהשוק יורד התשואה הצפויה של המניה תהיה גבוהה יותר מתשואת השוק (סיכון נמוך).
3. בטא גבוהה מ-1 – כשהשוק עולה התשואה הצפויה של המניה תהיה גבוהה יותר מתשואת השוק. מנגד, כשהשוק יורד התשואה הצפויה של המניה תהיה נמוכה יותר מתשואת השוק (סיכון גבוה).

במקרה שלנו, הבטא של מניית בזק קטנה מ-1. ניתן לראות זאת באמצעות הקו המקווקו האדום שניצב לציר האופקי: כשהתשואה של מדד תל אביב 100 היא 15%, התשואה הצפויה של מניית בזק היא כ-11% – חישוב מדויק יותר של שיפוע הקו (בטא) מוצג בחלק העליון של הגרף ונעשה באמצעות טכניקה סטטיסטית שנקראת "רגרסיה לינארית".

החישוב מראה שבטא של מניית בזק שווה 0.725, כלומר הסיכון הכרוך בהשקעה במניה נמוך יותר ביחס למדד תל אביב 100. בנוסף, החישוב מראה שכ-43% מהשינוי בתשואות של מניית בזק מוסבר באמצעות התנודתיות הכללית של שוק המניות (מספר זה נמדד באמצעות מקדם סטטיסטי שנקרא R2) ו-57% הנותרים מהשינוי מוסברים על ידי גורמים ספציפיים לחברה.

במקרה של החברה לישראל, שיפוע קו הבטא גדול מ-1. כשהתשואה של מדד תל אביב 100 היא 15%, התשואה הצפויה של מניית החברה לישראל היא כ-25%. חישוב מדויק באמצעות רגרסיה לינארית מראה שבטא של החברה לישראל שווה ל-1.62. לפיכך, הסיכון בהשקעה במנייתה גדול ביחס לתל אביב 100. כמו כן, החישוב מראה שכ-58% מהשינוי בתשואות של מניית החברה לישראל מוסבר באמצעות התנודתיות של שוק המניות, ורק 42% מהשינוי בתשואות נובע מגורמים ספציפיים לחברה.

כדי להבין את המשמעות של בטא כמדד לסיכון נשווה את המחיר של מניות בזק והחברה לישראל למדד תל אביב 100 ב-11 השנים האחרונות. בשלוש השנים שבין 2000 ל-2002 נעו המחירים של שתי המניות ושל מדד תל אביב 100 פחות או יותר במקביל. ואולם, ב-2003 השתנתה ההתנהגות של מחירי שתי המניות ביחס למחיר של תל אביב 100. באותה שנה התחילה עלייה בתל אביב 100, שנמשכה עד סוף 2007. באותה תקופה פיגרה מניית בזק אחר תל אביב 100 ועלתה בשיעור נמוך בהרבה. לעומתה, מניית החברה לישראל עלתה בשיעור גבוה בהרבה ביחס למדד.

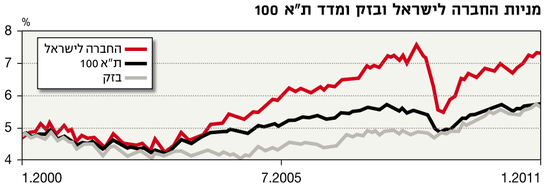
בתחילת 2008 התהפכו היוצרות: מניית החברה לישראל ירדה בשיעור גבוה בהרבה מזה של תל אביב 100, ואילו הירידה במחירה של מניית בזק היתה מתונה בהרבה. בתחילת 2009 התחילו מחירי המניות להתאושש, כשמחירה של מניית בזק עלה במקביל לעלייה בתל אביב 100, בעוד שמחירה של מניית החברה לישראל עלה בשיעור ניכר בהרבה.

בריעבד, עלתה מניית החברה לישראל הרבה יותר מאשר מניית בזק ותל אביב 100, ואולם עלייה זו אינה מצביעה על הצפוי בעתיד. עם זאת, הסיכון הגבוה יותר של מניית החברה לישראל, שמתבטא בכך שהבטא שלה גבוהה מ-1, הוא מאפיין של אופי פעילותה של החברה. משקיעים שקנו את מניית החברה לישראל בסוף 2006 ונאלצו למכור אותה לקראת סוף 2008, ספגו הפסדים כבדים. לעומת זאת, המשקיעים במניית בזק אמנם לא ראו את מחיר המניה מטפס מזנק ב-2003-2007, אך גם לא ספגו הפסדים כבדים כשהמחירים ירדו בשנתיים שלאחר מכן.

> מניית החברה לישראל עלתה הרבה יותר מאשר מניית בזק ותל אביב 100. עם זאת, פעילותה מתאפיינת ברמת סיכון גבוהה יחסית

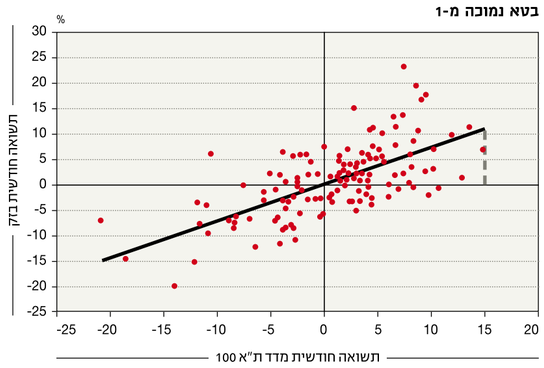
החברה לישראל - מסוכנת יותר, רווחית יותר

מניות החברה לישראל ובזק ומדד ת"א 100



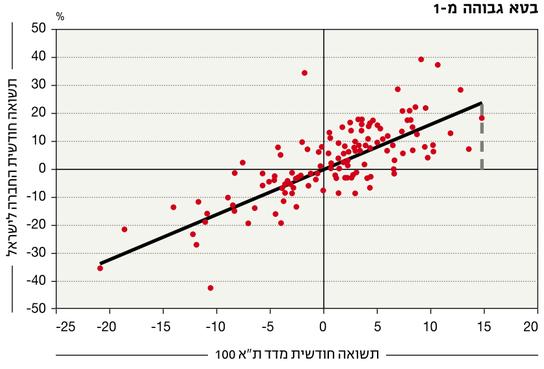
מניית בזק - פחות תנודתית מהשוק

בטא נמוכה מ-1



מניית החברה לישראל - יותר תנודתית מהשוק

בטא גבוהה מ-1



המסקנות למשקיעים

מדידת הסיכון באמצעות בטא מאפשרת למשקיעים לדעת באיזו מידה תורמת כל מניה לסיכון הכולל של תיק ההשקעות.

הוספת מניה עם בטא גדולה מ-1 מגדילה את הסיכון לירידות חריפות כשהשוק יורד, אך מגדילה את הסיכוי לתשואות גבוהות כשהשוק עולה. באופן דומה, מניה עם בטא קטנה מ-1 מקטינה את הסיכון של התיק כשהשוק יורד, תמורת תשואות נמוכות יותר כשהשוק עולה.

משקיעים שמעדיפים לבחור את המניות בתיק שלהם בעצמם יכולים להשתמש בבטא לבניית תיקים אגרסיביים (בטא גדולה מ-1), או דפנסיביים (בטא קטנה מ-1), בהתאם להעדפות הסיכון שלהם.

הכותב הוא יועץ כלכלי ועורך האתר INBEST. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה של ני"ע או ייעוץ השקעות

מניה על הכוונת | רמי לוי

היעד: סניף בכל עיר בישראל

תחום: קמעונות מזון **שנת הנפקה:** 2007 **מיקום הנהלה:** ירושלים **מנכ"ל:** רמי לוי **מספר עובדים:** 2,800 **הכנסות בארבעה רבעונים אחרונים:** 1.6 מיליארד שקל **רווח תפעולי בארבעה רבעונים אחרונים:** 114.4 מיליון שקל **רווח נקי בארבעה רבעונים אחרונים:** 86.4 מיליון שקל **שווי שוק:** 1.58 מיליארד שקל **מחיר מניה:** 120 שקל

רשתות קמעונות המזון שנקטו אסטרטגיית דיסקאונט, כזו שמעדיפה למשוך את הציבור באמצעות מחירים נמוכים, הן המרוויחות הגדולות של השנים האחרונות מעליית מחירי המזון. 37% מהמחזור הכללי שגילגל ענף הקמעונות ב-2010 שייך לרשתות דיסקאונט.

רשת רמי לוי, הנוקטת את האסטרטגיה הזו ומעדיפה להתבסס על מחיר נמוך מאשר על נוחות וקרבה ללקוח עם סניפים בתוך העיר, היא דוגמה מובהקת להצלחתה של שיטת הדיסקאונט. מניית רמי לוי הגיעה לבורסה רק לפני שנתיים וחצי וכבר שילשה את שוויה. כיום היא נסחרת לפי שווי של כ-1.6 מיליארד שקל.

בשוק הקמעונות יש שני חששות עיקריים – תחרות המחירים ופתיחת שטחי המסחר החדשים, המגדילים את התחרות על כל לקוח. רמי לוי נמצאת בהובלה בשני הגורמים האלה. מצד אחד היא מבוססת על מחירים נמוכים ביותר שקשה להתחרות בהם, ומצד שני פותחת עוד ועוד סניפים. למרות זאת, היא שומרת על רווחיות תפעולית גבוהה מהמתחרות, בשל מבנה הנהלה רזה.

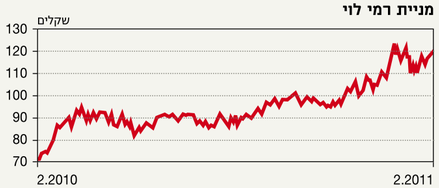
רק ב-2010 צמחו שטחי המסחר של רמי לוי ב-24%. את 2011 מתכנן רמי לוי לסיים בצמיחה מהירה יותר, של 31%, עם גידול בשטחי המסחר. כיום יש לרמי לוי 20 סניפים, וההחברה מתכננת להגיע ל-30 סניפים עד תחילת 2012. מטרתה העיקרית של הרשת היא להגיע למצב שבו יש לה סניף בכל עיר בישראל, כלומר 70 סניפים. למרות התחרות הקשה בענף, רשתות הדיסקאונט ממשיכות להציג צמיחה עקבית וגידול ברווחיות הגולמית – והסיבה לכך היא שהן צומחות ומתרחבות לאזורים חדשים.

המייסד והמנכ"ל רמי לוי נהנה ממיתוג חזק כאיש שעל שמו קרויה החברה. שמו ומבצעי ה"עוף בשקל" האגרסיביים שהוא מציע, שזוכים לסיקור רחב בתקשורת, משמשים אותו בשיווק הרשת ובחיסכון בהוצאות הפרסום.

מנוע צמיחה נוסף של רמי לוי הוא המותג הפרטי, המכונה "המותג", שאינו בבעלותו המלאה, אלא משותף לארבעה גופים. בניגוד לשופרסל, אצל רמי לוי המותג הפרטי אינו מהווה נתח משמעותי מהמכירות. ב-2015 יפקעו ההסכמים שתחם רמי לוי עם שאר השותפים ב"המותג", והוא יוכל ליצור לעצמו מותג פרטי בבעלות מלאה שיוכל לשפר באופן מהותי את הרווחיות בתוך הסניפים. רעיונות למכירת מוצרים בלתי שגרתיים בסניפים, כמו ביטוחי דירה ורכב ומכשירי סלולר, הם כיוון נוסף לצמיחת הרשת.

מניית רמי לוי נסחרת במכפיל רווח 18, לעומת מכפיל רווח 14 של שופרסל ו-37 של מניית אלון רבוע כחול.

נועם בר

שיעורי הצמיחה הגבוהים בענף

מניית רמי לוי