



## Strategiji v zadregi

11. december 2018, leto XI, št. 5



NLB Skladi, d.o.o.

Marko Bombač, CFA, FRM

Vodja analiz

## Pok tehnološkega balona znova pred vrati? (2. del)

Natanko 9 let po poku pikakomovskega balona se je pričel nov razcvet v tehnološkem sektorju. Tečaji delnic teh družb iz ZDA so od dna po finančni krizi, 9. marca 2009, do konca septembra 2018 porasli za več kot 700 % (v evrih in upoštevaje dividende), kar je posebno v zadnjih 2 letih povzročilo pravo evforijo med vlagatelji glede tehnološkega sektorja. Posledično so v finančnih medijih čedalje glasnejše postajale govornice o napihovanju novega tehnološkega balona. Ko je zaradi nekaj več negotovosti v globalnem gospodarstvu prišlo do splošne korekcije na borzi, se je tehnološki sektor znašel še posebej na udaru. Medtem ko so globalne delnice od konca septembra 2018 do 7. decembra izgubile slabih 8 % vrednosti, so tečaji tehnoloških delnic upadli za skoraj 13 %. Kaj se dogaja? Gre za nov pok tehnološkega balona in je najhuje šele pred nami? Ali je morda korekcija zgolj priložnost za nakup?

### Dejavniki v prid tehnološkemu sektorju

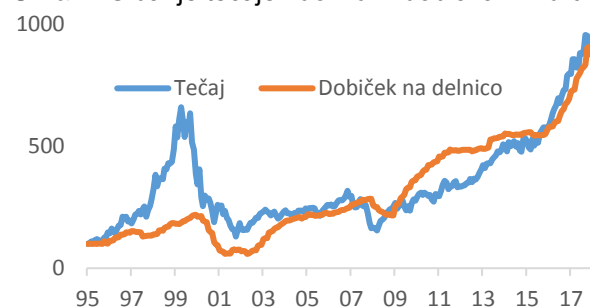
Tako kot vse industrijske revolucije do sedaj je tudi internetno-tehnološka precej spremenila način našega življenja. Če ste si v začetku devetdesetih letih še lahko zamišljali, da bo že ob prelomu tisočletja vaš najpomembnejši osebni pripomoček postal mobilni telefon, pa si je najverjetneje le redkokdo predstavljal, da bo že nekaj let pozneje mobilni telefon postal majhen računalnik, ki bo za povrh delal boljše slike kot fotoaparati in služil kot navigacija. Pred pokom tehnološkega balona so vlagatelji torej pravilno ocenili smer razvoja, a precenili hitrost uresničevanja potenciala pri rasti dobičkov. Tipičen primer je delnica družbe Amazon, ki je imela leta 2000 pri ceni nad 100 dolarjev zaradi izjemno optimističnih pričakovanj vlagateljev glede prihodnjega poslovanja astronomsko visoka vrednotenja. Po poku balona se je tečaj te delnice znižal za skoraj 95 %, pod 10 dolarjev. A tisti vlagatelj, ki je delnico družbe kupil na vrhu tehnološkega balona in ob predpostavki, da v vmesnem času delnice ni prodal, je do danes ustvaril več kot 1.000 % donosnost, saj je Amazon s svojim poslovanjem presegel tudi pričakovanja takrat najbolj optimističnih vlagateljev.

Ko govorimo o prihodnji donosnosti delnic, je torej eno ključnih vprašanj njihov potencial. Tehnološke družbe so se v preteklosti izkazale kot izjemno sposobne pri razvoju novih izdelkov, s katerimi so ustvarjale novo povpraševanje po lastnih izdelkih, kar je v preteklosti (in tudi danes) pozitivno vplivalo na poslovanje teh družb. Za razliko od tehnološkega balona, ko so tečaje teh delnic poganjala predvsem visoka pričakovanja in evforija med vlagatelji, rast tečajev od dna leta 2002 sovpada z rastjo dobičkov družb iz tehnološkega sektorja (Slika 1).

Ta slika torej kaže, da je bil do neke mere optimizem ob koncu tisočletja sicer upravičen, a je do rasti dobičkov prišlo z zamikom. Od konca leta 2002 je znašala letna rast dobička na delnico družb iz tega sektorja kar 17,7 %. Visoka pretekla donosnost »per se« torej še ne pomeni, da je prisoten balon, saj je potrebno upoštevati tako rast dobičkov kot tudi izhodiščna vrednotenja, ki so bila marca 2009 (Slika 2), ko so tehnološke delnice pričele svoj pohod na vrh, ugodna.

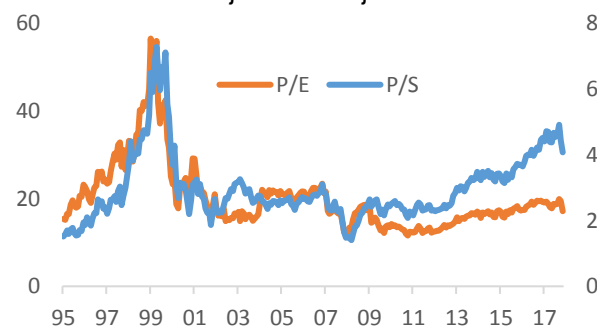
Velik potencial za prihodnje poslovanje tehnoloških družb poleg nadaljevanja razvoja računalništva v oblaku in pridobivanja tehnološkega pomena tudi v drugih sektorjih (denimo maloprodaji, zdravstvu, avtomobilizmu ...) predstavlja razvoj robotike in umetne inteligence. V prid sektorju govori tudi solidna gospodarska rast v razvitem svetu, ki bolj koristi cikličnim družbam, saj s tem tudi med podjetji iz realnega sektorja raste povpraševanje po tehnoloških

Slika 1: Gibanje tečajev delnic in dobičkov IT družb



Vir. Bloomberg, lastni izračuni.

Slika 2: Vrednotenje IT sektorja



Vir. Bloomberg.



proizvodih. Ta podjetja bodo, tudi kot posledica čedalje manj prostih resursov na trgu dela in posledične krepitve plačnih pritiskov, več investirala v tehnološke izboljšave z namenom povečevanja produktivnosti, ublažitve rasti stroškov dela in s tem ohranitev marž.

Poleg vsega omenjenega za tehnološke delnice velja, da imajo relativno nizko zadolženost oziroma v povprečju celo več denarja v bilancah kot dolga, zaradi česar so ob že tako višjih maržah, ki dobičke ščitijo pred morebitno recesijo, bolj odporne tudi na rast stroškov financiranja zaradi dvigovanja obrestnih mer.

## Dejavniki proti tehnološkemu sektorju

Z nadpovprečno donosnostjo tehnoloških družb je delež tega sektorja, upošteva vse družbe, ki že od nekdaj (Amazon) ali po novi klasifikaciji (Google, Netflix ...) niso vključene v sektor informacijske tehnologije, v vodilnem ameriškem delniškem indeksu S&P 500 porasel na več kot 30 %, kar je največ po poku tehnološkega balona. Dobri obeti teh družb so v veliki meri tudi že vključeni v tečaje delnic. Vrednotenja glede na dobiček so po eni strani resda zgolj povprečna glede na 20-letno zgodovino, a so po drugi strani glede na prodajo (P/S) najvišja po poku tehnološkega balona (slika 2), in to kljub temu da je danes letna pričakovana rast dobičkov v prihodnjih 3 letih (+11 %) precej nižja kot ob prelomu tisočletja (+70 %). Razlika v vrednotenjih po omenjenih kazalcih izvira iz rasti dobičkovnih marž, kar plastično pomeni, da so dobički rasli hitreje od prihodkov. Tem družbam je to uspelo deloma zaradi same velikosti, ki jim je omogočila (tudi prek prevzemov manjših konkurentov) ohranitev konkurenčnih prednosti, ki so ključne pri vzdrževanju marž. A ker živimo v kapitalizmu, v katerem visoke marže in donosnost na kapital privabijo novo konkurenco, bi večja konkurenca naposled lahko ustvarila pritisk na marže in s tem tudi dobičke.

Poleg tega tem družbam grozi čedalje večja regulacija in protimonopolna zakonodaja, kar bi lahko omejilo njihovo krepitev moči. Evropa je naredila prvi korak s Splošno uredbo o varstvu podatkov (t.i. GDPR), v Kaliforniji bo njihova različica varstva podatkov stopila v veljavo leta 2020, tudi na nivoju celotnih ZDA pa je čedalje več teženj po lastni različici zakona o varstvu podatkov. Kakšen bo vpliv morebitne zaostrene regulacije na prihodnje dobičke družb iz tehnološkega sektorja? Protimonopolna zakonodaja v ZDA je denimo ob vstopu v 20. stoletje s prepreditvijo nadaljevanja pretirane konsolidacije takratnih ameriških velikanov in posledičnim znižanjem pričakovanj glede prihodnje rasti dobičkov ameriških družb prispevala k umiritvi takratne borzne evforije, ki ji je sledilo eno slabših 20-letnih obdobjev v ameriški zgodovini.

Pomemben del rasti dobička na delnico v zadnjih letih izvira tudi iz odkupov lastnih delnic. A ob višjih vrednotenjih lahko družbe z enakim zneskom odkupijo čedalje manj delnic, kar pomeni počasnejšo prihodnjo rast dobička na delnico iz tega naslova. Nenazadnje, danes vroča panoga lahko po vzoru preteklih tehnoloških inovacij (telegrama, televizije ...) sčasoma pri vlagateljih izgubi na priljubljenosti, kar bi pomenilo nižja vrednotenja. Povsem možno je tudi, da bo čez čas katera izmed danes vodilnih IT družb postala nov Polaroid ali Kodak, katerih znamki sta danes le še bled spomin na čase povsem druge tehnologije.

## Sklepna ugotovitev

Danes v tehnološkem sektorju ni balona, zato bojzani, da bi se ponovil začetek tega tisočletja s skoraj 80-odstotnimi izgubami, po našem mnenju ni. Posledično tudi panična razprodaja teh delnic ni potrebna. So pa vrednotenja teh družb, tako zgodovinska kot v primerjavi s povprečjem trga, danes nadpovprečna. Hkrati v prihodnjih 10 letih pričakujemo precej počasnejšo rast dobičkov tehnoloških družb kot v preteklih 10 letih, glede na to, da panoga postopoma prihaja v zrelo fazo, pa so tudi obstoječa pričakovanja glede prihodnje rasti dobičkov optimistična. Zato vlagateljem svetujemo, da preteklo rast v tehnološkem sektorju izkoristijo za delno odprodajo in znižanje uteži tega sektorja proti povprečni ali celo rahlo podpovprečni. Velja se namreč spomniti enega glavnih pravil na kapitalskih trgih: razpršitve. To je edino zastonj kosilo, saj z razpršitvijo znižamo tveganje, a hkrati ohranimo podobno pričakovano donosnost.

**Opozorilo:** Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarstva s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.