



"אני רוצה להיות שותף של

רוני גבריאלוב, איש קשרי המשקיעים הבכיר בישראל, אומר שבהשקעות צריך לאתר מנהלים שמייצרים ערך, וללכת עמם שנים רבות: "כשהכרתי את נתן חץ, חיים כצמן ומוטי זיסר היה אפשר לקנות את החברות שלהם בפחות מ-300 מיליון שקל - כיום הן שוות 10 מיליארד שקל"

נאת רותם שטרקמן

כבר 15 שנה שרוני גבריאלוב עוסק

בשיווק מניות. הוא אמנם לא כל כך אוהב את המינוח הזה, אבל באופן כללי זה מה שעושה חברת קשרי משקיעים שבבעלותו - מסייעת למנהלי חברות ולבעלי שליטה לדבר עם שוק הון.

באופן גס, מחלק שוק ההון לשניים: החברות שמתנסות בכסף (צד הרוצעים), והמשקיעים שמספקים את הכסף הזה (צד הביקוש). התפקיד של גבריאלוב ושל שאר חברות קשרי המשקיעים הוא לתווך בין החברות למשקיעים.

המטרה האחרון תפס את שוק ההון לא מוכן. כולם מקטינים סיכונים ובורחים ממניות. אין מסקיע שלא הפסיד הרבה כסף בשנה האחרונה, והתסכול העיקרי

נובע מכך שלמרות חלק מההפסד ניתן היה למנוע. אבל השאלה החשובה היא - האם אנחנו יכולים לישון בשקט, ולסמוך על מי שמנהל לנו את הכסף? לדברי גבריאלוב, האחראית על הסיכונים המוגזמים מוטלת גם על החוסכים. "מנהלי השקעות בישראל לא נוטלים מעמיתיהם בעולם. הם אמנם לא היו מספקים ערים לסיכונים, אבל הם לא האמינים העיקריים. אותה הבעיית היא שהעמיתים בקרנות ובקופות - כלומר אתה ואני - מהליטים לפי תשואה בלי לבדוק את צד הסיכון. הם יצרני מוצר - אם אתה אוהב חרף, למה שימכרו לך מתוק?"

יכול להיות שבהשקעות, בניגוד למספרות ירסי את שמעון, צריך לטפח חרף גם לפי שאר העמיתים? אפילו רק כדי להגן עליו. "יש כאן צביעות מסוימת. במונים טובים הכסף של

הלקוחות זורם ומנהלי השקעות נדרשים לספק תשואה גבוהה, אחרת הם ייענשו. אם הגיאות היתה נמשכת, הרי היו מוצאים כפיים למי שהסתכן.

"באופן כללי, כשנים האחרונות כל מי שתנהל באופן נכון ופחד סיכונים - הפסיד. אלה שהשקיעו נחמ משמעותי מתיק בחו"ל או פיזר במעוף ולא היו במגייט כ"ל במשקל גבוה מספיק - הפסידו. זה לא אומר שהם טעו. הם פעלו בצורה מושכלת, אבל השוק התנהג באופן קיצוני."

מי שהשקיע בבייל והיוויח יותר מכולם, שגח "בריעבד הוא לא שנה, אבל לא כמות שההחלטה שלו היתה מושכלת. ציבור החוסכים הישראלי חשוף מדי למחירי האשלג בעולם, כמו התלות של האיראנים במחיר הנפט. הרי אם מחירי האשלג יורדו ב-50% הכל כאן ייפול. אני לא אומר שכי"ל לא תמשיך לעלות - אני רק אומר שלא נראה לי הגיוני שהסמכות שלי יהיו צמודים עד כדי כך למחירי האשלג."



רוני גבריאלוב

"מה זה בכלל חשוב מה היו אדמון ברבעון האחרון. אם בוחנים אותו על פני תקופה ארוכה רואים שהוא מבין תשה במחירת מכוניות"

איך משוקים מניות? "מניה היא מוצר לא ברור ונדרש להבין מה יכול להפוך אותו לאטרקטיבי. צריך לבנות מותג ומיצוב על סמך ביצועים עתידיים ופוטנציאל התברה או של המנהל שלה. הרי אף אחד לא קונה מניות בשביל מה שהיה בעבר. המיתוג של מנהל אחר, למשל יצחק תשובה, יכול להיות יותר טוב כמייצג תשואה ממנהל אחר, ולכן המשקיעים ידעו לקנות את המניות שלו."

התקלה בנתן הפועלים

גבריאלוב רואה במשבר האחרון בנכס הפועלים רוגמה מצוינת למחיר שהמשקיעים בשוק נוטים על התנהלות גרועה. "בגורל, הטעות העיקרית של הפועלים היתה חוסר הבחנה של המשבר. רק לשם הרגמה ביום שהנכס הוריע על החיפה של 350 מיליון דולר, אמר האנליסט חיים ישראל שמריל לינג' כי החיפה כולה - 760 מיליון דולר - התברר שהוא יותר קרוב לאמת. זה פוגע באמינות."

אישם הם בעניין "משברים קורים, זה חלק מהחיים. השאלה היא איך אתה מנהל אותם. בנייהל נכון ושקוף המניה היתה יורדת מחות ויכול להיות שגם המספק על הנכסים, רוני חוקיה, לא היה מוציא את העבודה שחיובה אותם לתק להשקעות אלה הן עצמי כפול - מה שבורא הגריל את הנטייה שלהם למסדר את חוקי."

"למעשה, חקויה סיבדר את קרן פיסקו שרכשה את תיק האנ"ח מהפועלים. אני בטוח שהיא לא נוהל כבוונה רעה, ושכבנכס מפיקים את המסמכות הנדרשות, אבל אנליסטים שחלבו אתם והאמינו להם - נכוו. כדי לתקן את המיצוב שלהם בשוק נדרש תהליך".

"צריך לעשות הפרדה 90% מהאנ"ח של חברות שנייסו כסף כדי לממן פרויקט אחד ניתן לקנות ב-70 אגרות לשקל או כפחות - מה שמלמד על כישלון. אבל אפשר לראות קו מרשת מים ברור בין חברות אלה לחברות הנרולות והציבות של מרד גריל'ן 15, שימשיכו לגייס. אם אותה החברות הנרולות לא תחוד את הכסף תהיה רעידת אדמה, אבל לא נראה שזה חולך לשם, כי הן מנהלות בצורה סבירה והסיכון אצלן נמוך באופן יחסי".

אתה חושב שהשוק יחזוף מכה בשווייה מקדים רבים של חילות שרעוף? "זה לא נראה ככה. רמת התמודד כיום משקפת כבר את הסיכון הקיים, ויש אסורים שאף יותר מכן. אפילו אם כמה מיליארדים סדרים לא יחזרו, המסק יוכל לסבול את זה. שוק חוב בישראל מנהל מאות מיליארדי שקלים."

התנוע של אנגון

בשלב זה, אחרי שריבנו על שיווק מניות ועל הצפוי לבנקים ולחברות הענק, הגיע הזמן לדון בשאלה שמטרידה אותנו, המשקיעים הקטנים: איך משקיעים בלי לישראל? גבריאלוב מרגיש את החשיבות העקבית של

הסתכלות לטווח הארוך: "משקיעים לטווח ארוך לא מוטרידים מתנודות כטווח הקצר ובדקרים סיכונים. החוכמה בהשקעות היא לנסות לאתר מנהלים שהם יצרני ערך אמיתיים, וללכת אתם שנים רבות. בשיטה הזאת הרווח לא מוגבל, גם אם יש משברים בדרך. מי שקנה את אפריקה

עם לבייב הרוויח יותר מפי עשרה על המסק שלו - גם אחרי היירות הנרולות בתקופה האחרונה.

"תראה את גיל אנגון, מנכ"ל דלק רכב. מה זה בכלל חשוב מה היו הביצועים שלו ברבעון האחרון. אם בוחנים אותו על פני תקופה ארוכה רואים שהוא מבין משהו כמכירת מכוניות. נתח השוק של מאורה בישראל גבוה מנתח השוק שלה בכל מקום אחר בעולם. או אני רוצה להיות

שותף של האיס הזה, כי הוא יצרן ערך אמיתי. "ככה, אגב, אני מחליט בנוגע לתיק האישי שלי. אני רוצה להיות שותף של שמואל שלה, בעל השליטה בסקופ, כי ברור שיש לו תשוקה לעסק שלו והוא יודע מה הוא עושה. מה זה חשוב אם הוא נפל באופן זמני עם שערי הדולר או עם מחירי הניקל.

"תברוק את יאיר המבורג בעשר השנים האחרונות ותראה איזה עוף תשואה הוא ייצר בהשואה למתחרים שלו. באותו אופן, אם בודקים את ההתנהלות של נתן חץ או אפשר להימנע מהמסקנה שהוא יורד משו על גריל'ן (חץ), המבורג ויחלה עם לקוחות של גבריאלוב: ר"ש".

אלוני חץ נפלה ב-50% בשנה האחרונה. "כמו מרבית מניות הגריל'ן. תמיד צריך לראות מחירים יחסיים. חץ מוה, מי שקנה את אלוני חץ בחמישה שקלים, כשהחץ קנה את המניות של מאיר סמיר לפני המש שנים, הרוויח הרבה כסף. רק בריוודורים הוא קיבל יותר משישה שקלים - המניה נסחרת כיום ב-11 שקל. או נכון, היא היתה כשיא של 23 שקל - אבל העולם היה אז במקום אחר."

גם המניות של מוטי זיסר, החיים בצמן, עוד לקוחות שלך, צנחו.

"הכרתי את מוטי זיסר כשהחברה שלו היתה שווה 50 מיליון שקל, את חיים כצמן כשהחברה שלו היתה שווה 90 מיליון שקל ואת חץ כשהחברה שלו היתה שווה 70 מיליון שקל. באותם ימים היות יכול לקנות את שלושתן יחד בכמות מ-300 מיליון שקל. כיום אלביט הרמיה שווה 4 מיליארד שקל, אלוני חץ שווה 1.3 מיליארד שקל וגוית גלוב שווה 4.7 מיליארד שקל. לעומת זאת, אם באותו יום היית חולך על מי שהוביל את השוק אז - למשל חברת אודיס - היית עושה תשואה אפסית."

איך מוהים מראש את אחרים - שיעשתה רע למשקיעים - לעומת זיסר, בצמן וחץ שעשו

גלובל
בריטניה מתכננת
רפורמה במערכת
ברוחה

35

דדל"ן
י.ת. דמרי רכשה
מאחרים קרקע
בעיר ימים

20



גיל אגמון

רוני גבראלוב:
"אני לא יכול
להבטיח שמחיר
החניה לא ירד.
השאלה שאני
צריך לשאול היא
אם החברה
שיתנה את
האסטרטגיה שלה
באופן שלא הולם
למשקיעים"

תצלום: דודו בכר



**קשרי
משקיעים**
פעילות: קשרים עם משקיעים (R) וייעוץ
אסטרטגי **ניסדה:** 1994 **מנכ"ל:** רוני
גבראלוב **לוחות בולטים:** אמריקה
ישראל, גזית גלב, הוואל ביטוח ופיננסים,
נכסים ובנין, אלתי חץ, אל על, אלביט הדמיא

אלמי אחוזים?
"אולי אפשר להתחיל
בבריקה של איזו חברה מתנהגת
כמו צעיר עם השוק - איזו
חברה צריכה את השוק ואיזו
לא."

"אין להסתמך על העבר"

לדברי גבראלוב, חברה
שלא צריכה את שוק הון - לא
מגייסת הון וחוב, לא משתמשת
במניות שלה כדי לקנות עסקים
חרישים ולא מתגמלת את
מנהליה באופציות - לא צריכה
להיסחר בבורסה וגם אין סיבה
לקנות את מניותיה.
"יכול להיות שמניות אלה
וזולות בנקודה זמן מסוימת, אבל
הן לא יכולות להעניק שתופת
בריא לאורך זמן", הוא אומר.
"חברה כזו צריכה להיסחר
בריסקואנט (בהנחה על השווי
הכלכלי שלה".

לבייב, לקח שלך, מחזיק
ב-80% באפריקה. האם זו לא
סיבה לריסקואנט?
"במרבית החברות בישראל
השליטה מבוזרת, אבל רובן כן
ממתייעות בשוק הון לגיוס הון
וחב. אם אמריקה וחברות אחרות
היו נסחרות בנרס"ל, הן היו באמת
יותר קל לייצר רדגת נוחות מול
שוק הון גם במצב כזה. בעיקר,
כי אני יכול להסיר שגם אם
השליטה מבוזרת, חשוב ללבייב
מה עושה המניה וחשובים לו
השותפים בשוק הון.

לא מפריע למשקיעים שלבייב
עובד לזנזון?

"העניבה של לבייב לא
חשובה בכלל למשקיעים, ולכן
המניה לא נפלה בגלל זה. לא
מעניין אף אחד בשוק איפה
לבייב גר, כל עוד הוא מחזיק
לאפריקה - כמו שאף אחד לא
חושב שתהיה יעוץ לרולק אם
יתר רלוונטי למשקיעים באיזו
טרינזיות נוקטת החברה לאור
המשבר והאם היא תאט את
קצב הגמייה שלה ואת קצב
ההשקעות".

או אף משכנעים את
המשקיעים להשקיע בך לאורך
זמן?

"יחסיים צערים שיגרמו להם
לרצות להיות שותפים לעוד
הרבה שנים. אני לא חושב

לא מפסיקים לגמרי".
מי רוב היידיקניפי החשובים של
שוק התיק?
"יש 20 גופים חשובים מתוך
בערך 100 גופים שמשקיעים
במניות בישראל. המרשה מתוכם
חולשים על כ-50 מיליארד שקל
כל אחד. בהקשר של החברות
הגדולות, הגופים החשובים
קובעים במידה רבה איך תיראה
המניה שלך בשוק".
איך אתה מודיר אותם בימי
המשבר?

"בריוק כמו קודם, בהבדל
אחר - שאתה משתרל יותר, אבל
לא יותר מדי. אתה צריך לעבוד
יותר קשה כדי שהם ידגישו בנות
עם הרוך שלך; עם הסיכון, היקף
ההשקעות, האסטרטגיה ותגמול
המנהלים. מצד שני, אתה לא
רוצה לשרד מצוקה".

בלוסר זה מושקף מסיכולוגי מול
המשקיעים?
"יש גם אלמנט מסיכולוגי
מסוים, אם כי הוא לא העיקרי.
אתה לא רוצה שהם יחשבו
שאנת לחוץ. נגיד, לשם הדוגמה,
שאנליסט צעיר מתקשר ב-11
בלילה למנכ"ל ברו"ן או כל חברה
גרולה אחרת, ושואל אותו
כמה שאלות על החברה. נגיד
שהמנכ"ל שמה שהאנליסט

הצלחה היא ביוצני העבר.
"נהוג לומר שלא מתווכחים
עם הצלחה, אבל כשאתה בא
להשקיע צריך גם לחשוב מה
יהיה במקרה של כישלון. נהיגה
ללא רישון יכולה להצליח, כי
לא נטוח שהמשרדה תתפוס
אתך - אבל זה לא אושר
שהתנהגת כמו שצריך. אין
להסתמך על הצלחה בעבר".

הירקנים של שוק הון

גבראלוב לא מצטרף
למבקרים שטוענים כי היה צריך
להתרחק לגמרי מהשקעה במניות
בתקופת הגיאומטריה, ומה
שהיה מצטנן סיכונים.
"כשאמרים שוק הון, כולם
זוכרים שמדובר בהון - אבל
מעטים זוכרים שמדובר בשוק.
למתי ההשקעות יש תורים של
עשרות מיליוני שקלים בתודש
והם צריכים לקנות כל הזמן
טווחים מטרות".

"זה כמו שוק סיטוני היקפים
חייבים כל יום לספק את הסחורה
ולקנות ארגוני ירוקת. לפעמים,
כשהעננות יקרות ולא כל כך
טובות הם קונים פחות - אבל הם

שזו בעיה שיהיו ומגים שבהם
המשקיעים ירצו לצמצם את
השתופת. אני רוצה שמנהל
תיקים במסגרת יחשוב שזו
חוויה מתגמלת להיות שותף
של המבורג, שניידמן, הנס או
אקרויב".

אבל מנהל תיקים במסגרת הרי
קונה מניות רק כדי להרוויח.
"המחזיר הוא פרמטר חשוב,
אבל לא העיקרי. מחיר נמוך הוא
בנוס שצאמצעותו אני יכול
להקל עליו להיכנס לשתופת -
אבל קודם כל הוא צריך להרגיש
שהוא רוצה להיות שותף".

כשאתה גורם לאנשים לקנות
מניה, אתה משרד שהמחיר נמוך,
אבל אם כל האנדרה שלך היא
המחיר - יש בעיה.
"השתופת שאני מוכר עליה
מציעה תשואה עתידית ורכבת
נוחה יחסית שתיקה אתך לשם.
כלומר, תגורותיות מכירה ורמת
סיכון ברורה. כשאתה נכנס
לשתופת, אתה רוצה גם לרדת
שלא תיחשף לסיכונים מיותרים,
ושבנוס לקבל תשואה יותר
טובה מהשוק".

אחד הפרמטרים החשובים לברוק

במשך בעמוד 67



דעות
רוני בריאון דואג
לש"ס יותר מש"ס
מירב ארלוזורוב



ראיון



"אני רוצה להיות שותף של גיל אגמון"



**"הי שקנה אלוני
חץ בחמישה
שקלים, כשנתן
חץ קנה את
המויות של מאיר
שחיר לפני חמש
שנים, הרוויח
הרבה נסף"**

שטררשלים או שטועים - אבל מעטים מתנחלים שלא בתום לב, גם ברמה העסקית. גם המנהלים באיחוד מרוויחים סכומי ענק - אבל בניגוד אליו הם הולכים הביתה בשחם מפשלים. "ארה"ב, בגרול, זו אותה של ספקולנטים. פעם בכמה שנים הם מייצרים בחרוזה רבה בועה, מקום בתחילת תור התאוששים את פצעיו. יש להם התמחות כשעה שכל העולם עדיין מלקק בזה. על אף שיש לנו הרבה מה ללמוד מהם, ניהול המניה שם הוא קצת מוגזם ונובע מהמבנה של התמריצים הטונומיים. איך אתה מקדיח את מצב השוק? "בנטרול התפתחות פוליטיות משמעותיות, השוק כשנה הקרובה יפנה הצדה במקרה הטוב. אני בין אלה שחושבים שיהיה קשה יותר לפני שיהיה טוב יותר."

בצורה שונה. למשל, מנהל חושב שבנוסח חריג שהוא ייקח יפגע בחברה רק קצת, ונאטר שאני רואה את זה אחרת. התפקיד שלי הוא להציג את החלופות. ברור שבסוף מתכנסים להחליטה של הלקוח, ואותה מתקשרים לטוק. יועץ טוב הוא יועץ ששותף לקבלת החלטות ומבצע בסוף את מה שהוחלט - לא יועץ שמוכתב לו".

נראה באילו בישראל שבר המנהלים נבדו מדי ומנותק מהחוויה המקומית. "יש משפט יפה שאומר: 'הכסף של העשירים נמצא בעיקר בפה של העניים'. אין דבר שאוהבים להתעסק איתו יותר מאשר שבר בכירים - אבל בסופו של דבר גם כאן יש צביעות מסוימת. מנהל מוערך, שייצר ערך גדול מרוויח סכומים אסטרונומיים בעיקר 'על חשבון' בעלי המניות הגדולים.

"אם דיברנו על גיל אגמון, אז מה הבעיה אם הוא מרוויח משכורות ענק בעיקר על חשבון תשובה, שבעבורו הוא ייצר את מרבית הערך. משום מה, יש לגיטימציה ציבורית כשבעלי ההון מרוויחים סכומים גבוהים - אבל לא כשטרור ברמנכ"ל שכיר. "עם זאת, צריך לודא שיש זהות אינטרסים בין בעלי המניות לבין המנהלים, וגם כאן תשואה ורווחים אינם חוות הכל - אלא מה הסיכון הנלקח כדי להגיע אליהם. אם מנכ"ל מרוויח רק כפונקציה של רווח ואין לו 'עונש' על הפסד - או ברור שהמוטיבציה שלו לקחת סיכונים גבוהה יותר מהמוטיבציה של בעלי המניות".

אתה חושב שמנהלים בחברות הציבוריות מתנהלים כמו שצריך? "הם יותר ישרים ממה שחושבים עליהם. יש

הביצועים שלה. אם השקעת בגזית גלוב לפני שלושיארבע שנים אתה מרווח יותר מ-100%, גם אחרי הירידות".

מה דעתך על התנהלותה של טבע מול שוק ההון? "טבע מתנהלת בצורה מעוררת כבוד. מדובר בחברה עם סטנדרטים בינלאומיים. הם מבצעים רכישות עם המניה, מתנהלים את שדרת ההנהלה ואת העובדים באמצעות המניה ויש שם הבנה אמיתית לאורך שנים, כי המניה היא הנכס של בעלי המניות לצד התנאים והמוכילות. לכן הם לא יטלו סיכונים שאתה כמסקיע לא יכול לחיות איתם.

"כך גם קרן ג'י.טי.סי, ואצלן זה קשה יותר כי מדובר בחברות יזומות. מישהו שם חושב נכון. כנג המודרני ביטל בשנים האחרונות. הוא עובר נכון ומנהל את הציפיות בשקופות וברצינות".

שותף לקבלת החלטות
מתעוררים תפובלים בתפקיד היועץ?
"יש עוגמת נפש וקשיים, ואני גם לא יועץ קלאסי. אני לא מייצג סמכות מקצועית קטנה שאינה ניתנת לערעור, כמו רואה חשבון או עורך דין. האתגר שלי הוא להעביר את מה שאני חושב לנכון - והוא קשה יותר ורודס רמת אטון גבוהה יותר. באופן טבעי, התסכול הכי גדול בקרב יועצים הוא שלפעמים אתה יודע מה צריך לקשות - אבל אתה לא מצליח להעביר את זה. בעיקר אם אתה כך המציאות מוכיחה שצדקת".

איך מותרים את ניהול העניינים בין בעלי המניות למנהלים - למשל באשר מנהלים רוצים תגמול גבוה מדי שם על חשבון בעלי המניות?
"מתת נוצר בדרך כלל כשכל צד מתמחר את המציאות

יכול לקנות נכסים באופן יותר רגוע. זה כמובן יורד לשרה התחננה. ולמה הם יכולים לגייס בולוז כי הם גנישים חמינים והאסטרטגיה שלהם ברורה, שקטה וממוקדת".

ומיבד זה עזר למשקיעים? גזית גלוב נפלה ב-36% בשנה האחרונה. האם הוזרת את המסקיעים מראש?
"תפקידי לא לומר מה יעלה ומה יירד ואני גם לא יודע. התפקיד שלי הוא לתקשר עם מנהלי ההשקעות באופן מיטבי - מי אני ומה אני הולך לעשות. ברור שאם אתה יודע כי מניה מסוימת תיפול עדיף לחכות, אבל זה חסר ערך כי זה בדיעבד.

"גם עקוב, מוסס מנכ"ל כי"ל, מכר את המניות שלו בכ"ל סביב מחירון כיום. השאלה שאני צריך לשאול היא האם החברה עשתה משהו או שינתה את האסטרטגיה שלה באופן שלא הולם את הבטוחות, והאם יש בעיה עם

והיפות את הדברים. "לא מראית עין, אלא כללי התנהגות מקובלים. גם דו"חות כספיים שנכתבים לפי כללים מאוד נוקטים הם מראית עין. הם משקפים מצב ליום מסוים עם הרבה עיוותים. החשבונאות לא משקפת את המצב הפיננסי, כמו שכתבי המספט לא משקפים את הצדק. אלא שלאורך זמן האמת מתכנסת".

"אנשים לא ערים מספיק לאפקטיוויית המעטברת של התנהלות נכונה. הטענה שלי היא שהתנהלות האסטרטגית היא חלק בלתי נפרד מהפעילות - והיא מסייעת באופן מוחתי לייצר ערך לבעלי המניות. למשל, גזית גלוב, אם היא לא היתה מתנהלת כל כך נכון במשך שנים יש סיכוי טוב שלא היתה מצליחה לגייס כל כך הרבה כסף - מיליארדים על מיליארדים בהון ובחוב - שאיפשרו לה לצמוח. "אם אתה יכול לגייס בריבית נמוכה יותר מהמחירים, אתה



**"תבדוק את יאיר
המבורגר בעשר
שנים האחרונות
- תראה איזה
עודף תשואה
הוא ייצר
בהשוואה
למתחרים שלו"**

**"הי שקנה את
אפריקה עם
לנ לביי הרוויח
יותר מפי עשר
על הנסף שלו גם
אחרי הירידות
הגדולות בתקופה
האחרונה"**