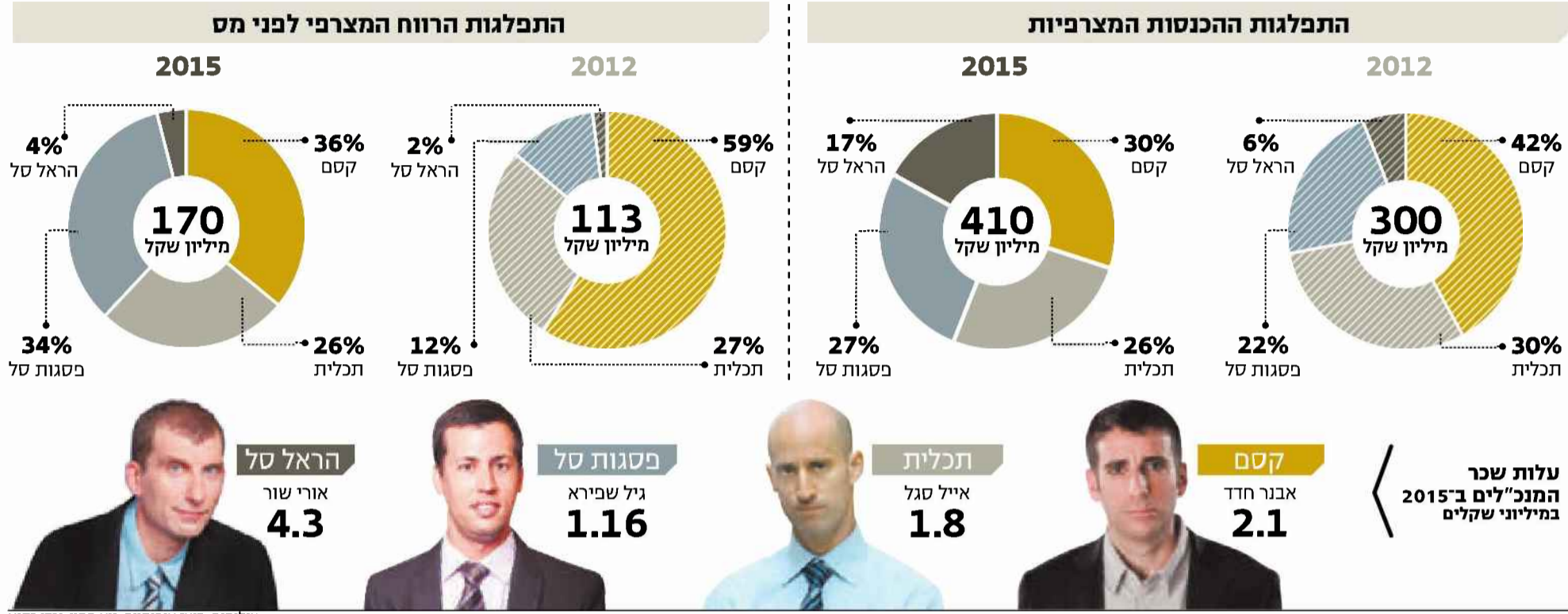


26.78x32.27	1	4	עמוד	השוק	כלכלי סט	28/03/2016	52526567-8
קסם תעודות סלתעודות ס - 85210							

ענף תעודות הסל: פסגות והראל מתחזקות, קסם ובעיקר תכלית נחלשות

התפתחות התוצאות הכספיות בשלוש השנים האחרונות



צילומים: בועז אופנהיים, גיא חמוי, ורדי כהנא

תעודות הסל של פסגות והראל מזנבות באלה של קסם ותכלית

התחרות על דמי הניהול, עלויות גידור והכנסות ריבית נמוכות יותר פגעו בשחקניות הגדולות בענף. היקף הנכסים של קסם גדל ב-20% מ-2012 אך ההכנסות קפאו. הרווח של תכלית נחתך ב-25% לעומת 2014, של פסגות עלה ב-26% ושל הראל גדל ב-40%

דרך פוזיציות גידור שהן פתוחות לפי הערכות, כל חברה רשמה הכנסה שנעה בין 1.5-3 מיליון שקל בוכות מנכ"לים, אם כי אין על כך שום דיווח ופירוט בר"ח.

מס - 7 מיליון שקל ב-2015 לעומת 5 מיליון שקל ב-2014. גם בהראל נהנו מגיוסים גבוהים לתעודות הו"ל שנהנות מרמי ניהול והכנסות ריבית עקיפות גבוהות יותר.

ברמת הרווח לפני מס ב-2015 ניתן לראות פערים גדולים בין קסם ותכלית. הרווח לפני מס של קסם עמד על 61 מיליון שקל, שמהווה אומנם ירידה של 14% לעומת 2014, אך עדיין מדובר ברווח לפני מס גבוה משמעותית מזה של תכלית שעמד על 45 מיליון שקל, ירידה של 25% לעומת 2014.

כסים של קסם, שעמד על כ-24 מיליארד שקל ב-2012, עלה לכ-29 מיליארד שקל בסוף 2015 - עלייה של 20% - היקף ההכנסות של קסם ב-2015 כמעט וזה לזה שהיה לה ב-2012.

רבע חברות תעודות הסל פרסמו בשבוע החולף את ה"רווח השנתיים שלהן, שחושפים התחזקות של פסגות והראל לצד היחידות השחקניות הרומינגטיות בענף - קסם ותכלית. מהרווח עולה כי לעומת 2014 קסם רושמת ירידה של 6.7% בהיקף ההכנסות, ל-125 מיליון שקל. עם זאת, עדיין מדובר בהיקף ההכנסות הגבוה בתעשייה, כשאחריה מתברגת פסגות עם הכנסות של 107.5 מיליון שקל ולאחר מכן תכלית עם הכנסות של 106 מיליון שקל, כאשר שלוש החברות הללו אגב מחזיקות בנתח שוק דומה בהיקף הנכסים המנוהלים - כ-28% כל אחת. הראל סל, המתחרה הקטנה יותר עם נתח שוק של כ-14%, רשמה ב-2015 הכנסות של כ-70 מיליון שקל.

שכר המנכ"לים בתעשייה
מנהלי חברות תעודות הסל נהנו ב-2015 ממשכורות יפות. שיאן השכר בתעשייה הוא אורי שור, מנכ"ל הראל סל עם שכר בעלות של 4.3 מיליון שקל, כשהסכם ההעסקה מעניק לו נתח מרווחי החברה שהוא הקים. עלות שכרו של אבנר חדר מנכ"ל קסם (שמחזיק ב-7.3% מהחברה) עמדה על 2.1 מיליון שקל, מתוכה מענק של 550 אלף שקל, זאת לעומת שכר בע"ל לות של 2.8 מיליון שקל ב-2014. שכרו של חדר התכווץ מכיוון שהבנוס שנגזר מהרווחים, שירדו ב-2015, עמד ב-2014 על מיליון שקל.

לפי הערכות, ב-2015 כל חברת תעודות סל רשמה הכנסה של 1.5-3 מיליון שקל, שאינה מופיעה בדו"חות, דרך פוזיציות גידור שהן פתוחות על כניסת מנכ"לים למדד ת"א-100

ההכנסות של תכלית שצנצנו ב-2015 לעומת 2014. ירידה של 25% לעומת 2014. ההכנסות של תכלית שצנצנו ב-2015 לעומת 2014. ירידה של 25% לעומת 2014. ההכנסות של תכלית שצנצנו ב-2015 לעומת 2014. ירידה של 25% לעומת 2014.

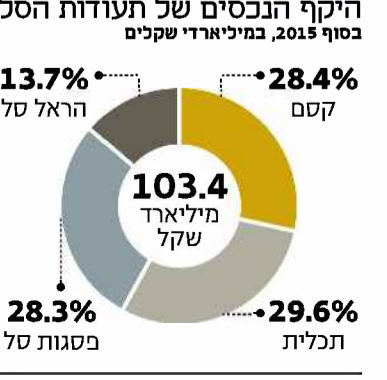
הרווחים מסתתרים בדו"חות
את התוצאות של פסגות סל יותר קשה להציג מכיוון שהם תולדה של ר"ח חלי-קים שמפרסמות חברות תעודות הסל השונות של פסגות ואשר כוללות הוצאות דמי ניהול לחברה האם - בית ההשקעות פסגות. התוצאות של חברת האחזקות שמחזיקה בחברות תעודות הסל אינן פומביות, עם זאת ניתן לראות עלייה של 26% לעומת 2014 ברווח לפני מס, שלפי הנתונים המצרפיים עמד ב-2015 על כ-58 מיליון שקל. שיפור זה נובע, ככל הנראה, ממחלקי התייעלות וכן ממכירה גבוהה של תעודות סל העוקבות אחר מדדי סקטוריאליים בארה"ב הגובות דמי ניהול גבוהים יותר.

רווחים מסתתרים בדו"חות
גם בהראל סל, שנתונה חלקיים וניתן לראותם רק דרך תוצאות מצרפיות של חברות בנות רואים מגמת עלייה ברווח לפני

עלות שכרו של גיל שפירא, מנכ"ל פסגות תעודות סל עמדה על 1.16 מיליון שקל לעומת 1.1 מיליון שקל ב-2014, כאשר שפירא קיבל ב-2015 בנוס של 370 אלף שקל ואופציות בשווי של 135 אלף שקל. לפי הדו"ח, שכרו של שפירא שו"ד ב-2016, כאשר שכרו החדושי ברוטו עלה מ-40 אלף שקל ל-48 אלף שקל בתחילת 2016. כן הוענקו לשפירא אופציות ל-0.1% ממניות בית ההשקעות פסגות - בשווי כולל של 640 אלף שקל.

חברות תעודות הסל לא מספקות פירוט עמוק ומקיף על מקורות הרווח שלהן. לצד דמי ניהול ישירים שהן גובות מהלקוחות, הן רושמות שלל רווחים עקיפים, בהם רווחים מריבית של כספי המשקיעים שהן מפקידות בפיקודנות שונים, הכנסות משמירת חלק מהדיבידנדים שמניות המרד מחלקות, דמי השאלה על מניות שהן מחזיקות ומשאילות לשרטיסטים, רווחי נוסטרו ועוד. למעשה, חברות תעודות הסל הן גם סוג של שחקן נוסטרו שפותח וסוגר פוזיציות על בסיס המידעים על יציאה וכניסה של מניות למיזם שונים.

ב-2015, לדוגמה, הן רשמו רווחים יפים על כניסת חברת מנכ"לים למדד ת"א-100



נוגסים בעוגת ההכנסות
אלא שאם מסתכלים על שיעור ההכנסות של כל חברה מסך ההכנסות בתעשייה רואים התחזקות ברורה של פסגות והראל לעומת תכלית וקסם. כך, למשל, ב-2013 נתח ההכנסות של קסם מסך ההכנסות בתעשייה עמד על 38%, לעומת 31% של תכלית, 21% של פסגות ו-10% של הראל. ב-2015 נתח ההכנסות של קסם ירד ל-30%, תכלית ל-26% ואילו של פסגות עלה ל-27% ושל הראל סל עלה ל-17%. אף שהיקף הני