

## תוכן עניינים

11	מבוא
13	חלק א: הערכות שווי של חברות - התיאוריה והיישום
15	פרק 1: גישות שונות בהערכת שווי חברות
16	1.1 הצורך בביצוע הערכות שווי
17	1.2 השווי הנכסי הנקי
18	1.3 המכפיל
18	1.3.1 מבוא
18	1.3.2 מהות השיטה
18	1.3.3 בעיות המכפיל*
21	1.4 היוון זרמי המזומנים - D.C.F *
22	1.5 EVA ו-MVA
22	1.5.1 כללי
22	1.5.2 גישת MVA
22	1.5.3 גישת EVA
23	1.5.4 ביקורת על גישת EVA
24	סיכום
25	1.6 הערכת חברות על-פי גישת האופציות
26	1.7 "כללי אצבע" להערכות שווי
27	1.8 השימוש במכפיל מול גישת תזרים המזומנים
27	1.8.1 מבוא
27	1.8.2 הבעיות הכרוכות בשיטת המכפיל
31	1.8.3 סיכום
32	1.9 הערכות שווי - האם תלויות במזמין?
34	1.10 מושג ה"תשואה"
36	1.11 עידן החלומות בבורסות העולם
39	פרק 2: מידע פיננסי וכלכלי בפירמה
40	2.1 מקורות המידע לאנליסט
42	2.2 סוגיות בניתוח דוחות כספיים
42	2.2.1 כללי
42	2.2.2 דוחות מותאמים למדד
44	2.2.3 דוחות מאוחדים וגישת השווי המאזני
48	2.2.4 דוח תזרים המזומנים
50	2.2.5 דוח על השינויים בהון העצמי
51	2.2.6 הבאורים לדוחות הכספיים
54	2.2.7 שימוש נכון ביחסים פיננסיים
59	פרק 3: סיכונים עיסקיים ופיננסיים

60	3.1 סיכונים והשפעתם על ערך הפירמה
61	3.2 סיכונים עסקיים
61	3.2.1 מבוא
61	3.2.2 חשיפה לחובות רעים
62	3.2.3 חשיפה למחירי מכירה
63	3.2.4 חשיפה למחירי תשומות
63	3.2.5 חשיפה לשינויים טכנולוגיים
64	3.2.6 חשיפה לשינויים מבניים בענף
65	3.2.7 חשיפה ניהולית
65	3.3 מנוף פיננסי והשלכותיו על הערכת שווי
65	3.3.1 כללי
65	3.3.2 התיאוריה
68	3.3.3 השיקול האמפירי - תשואה להון מכפילים וסיכון
70	3.3.4 טעויות נפוצות ביישום
73	3.3.5 מצבים העשויים ליצור כדאיות לשימוש במנוף פיננסי
74	סיכום
76	3.4 סיכונים פיננסיים
76	3.4.1 החשיפה המטבעית
78	3.4.2 ההגנות האפשריות כנגד חשיפה מטבעית
78	3.4.3 חשיפה לשערי ריבית ומח"מ (DURATION)
80	3.4.4 רייטינג ומחיר החוב

#### פרק 4: קביעת מחיר ההון (COST OF CAPITAL)

83	תיאוריה ופרקטיקה
84	4.1 מבוא
85	4.2 מחיר ההון העצמי $K_E$ (עולם ללא מיסים)
88	4.3 מחיר החוב
90	4.4 מחיר ההון המשוקלל
91	4.5 מודל השוק $CAPM$ והשימוש בו לאומדן מחיר ההון העצמי $(K_E)$
92	4.6 התאמות ה-B - הענפית למנוף הפיננסי של הפירמה
93	4.7 בעיות מתודולוגיות ומעשיות בחישוב WACC
96	נספח לפרק 4 - פיתוח מוצע למחיר ההון העצמי

#### פרק 5: יישום גישת היוון תזרים המזומנים (D.C.F)

97	5.1 מבוא
98	5.1.1 כללי
99	5.1.2 תזרימים ריאליים מול תזרימים נומינליים
99	5.1.3 הגדרות
100	5.1.4 הערכת שווי האקוויטי של חברה תעשייתית ומסחרית
100	5.2 השווי התפעולי
100	5.2.1 כללי

101	5.2.2 מבנה התזרים התפעולי.....
102	5.3 ניתוח מבנה תחזית התזרים התפעולי הנקי .....
102	5.3.1 כללי .....
102	5.3.2 המכירות וצמיחתן.....
102	5.3.3 עלות המכירות .....
104	5.3.4 "שחיקת יתרות שקליות" .....
105	5.3.5 השקעה ברכוש קבוע/פחת .....
106	5.3.6 פחת חשבונאי ופחת לצרכי מס .....
107	5.3.7 מסים על ההכנסה .....
107	5.3.8 השקעה בהון חוזר, נטו .....
109	5.4 התזרים היציג וצמיחה לאינסוף.....
109	5.4.1 עקרונות .....
110	5.4.2 שיעורי הרווחיות התפעולית המקובלים בענפים שונים .....
113	5.5 שימוש במחירי הון תפעוליים משתנים .....
114	5.6 ההתחייבויות הפיננסיות, נטו .....
114	5.6.1 ההתחייבויות הפיננסיות .....
115	5.6.2 אג"ח להמרה .....
115	5.6.3 עתודות לפנסיה, פיצויים, הבראה וכו' .....
116	5.6.4 הלוואות ושטרי הון מבעלי הפירמה .....
116	5.6.5 דיבידנד לתשלום .....
116	5.6.6 התחייבויות לא ודאיות - פרמיית הסיכון השלילית! .....
116	5.6.7 התחייבויות תלויות .....
117	5.6.8 הנכסים הפיננסיים .....
118	5.6.9 תקנון ההון החוזר .....
118	5.6.10 הערכת נגזרות פיננסיות .....
120	5.6.11 נכסים עודפים אחרים, נטו .....
121	נספח 1: ערך נוכחי וערך עתידי - התנהגות שווי אקוויט חברה על פני זמן
123	נספח 2: הקצאת שווי האקוויטי הכולל למרכיביו :
125	נספח 3: הטיפול בהחזקה הדדית.....
127	נספח 4: בדיקת כדאיות השקעות .....
133	<b>פרק 6: הערכות שווי לסקטורים מיוחדים .....</b>
134	6.1 הערכת שווי בנקים .....
134	6.1.1 מבוא .....
134	6.1.2 השווי התפעולי.....
136	6.1.3 ההון הפיננסי הפעיל, נטו .....
137	6.1.4 הבעייתיות שבהערכת בנק עפ"י היוון הרווח הנקי .....
139	6.2 הערכת שווי חברות נדל"ן .....
139	6.2.1 מבוא .....
139	6.2.2 הערכת שווי הפרוייקטים בביצוע .....
140	6.2.3 הערכת שווי הנכסים המניבים .....

144	6.2.4 הערכת שווי קרקעות וזכויות בניה
144	6.2.5 פעילות בניה ויזמות עתידית
144	6.2.6 נכסים והתחייבויות פיננסיות ואחרים
145	6.2.7 הוצאות הנהלה וכלליות
145	6.3 הערכת שווי חברות השקעה ואחזקות
145	6.3.1 מבוא
147	6.3.2 שווי האחזקות בפורטפוליו
148	6.3.3 עודף ההתחייבויות הפיננסיות, נטו
149	6.3.4 עלות הניהול, נטו
150	6.3.5 פרמיית יזמות עתידית
150	6.3.6 מיסוי וסוגיות נוספות
151	6.3.7 ערביות שניתנו
152	6.3.8 בעייתיות השימוש במכפיל בהערכת חברות השקעה ואחזקות
152	6.3.9 "חברות צינור" בבעלות מלאה
153	6.4 הערכת חברות ופרוייקטי היי-טק
153	6.4.1 מבוא
153	6.4.2 הערכת חברת היי-טק
153	6.4.3 הערכת שווי חברת סטרט-אפ או פרוייקט מו"פ
158	6.5 שווי שליטה בחברה
158	6.5.1 מבוא
158	6.5.2 דיון
161	6.5.3 השוואת זכויות ההצבעה
161	6.5.4 סיכום
<b>163</b>	<b>פרק 7 - מבנה הערכת שווי ועבודת האנליסט</b>
164	7.1 מבנה נורמטיבי של הערכת שווי
166	7.2 עבודת האנליסט בשוק ההון
166	7.2.1 כללי
167	7.2.2 מקורות המידע
167	7.2.3 תחזיות
168	7.3 מתי מידע הוא "מידע פנים" ומתי השימוש בו לגיטימי?
168	7.3.1 מטרת החקיקה בנוגע ל"מידע פנים"
168	7.3.2 גישת הרשויות הפיקוח
169	7.3.3 חיזוי הרווח
171	7.4 השפעות מאקרו כלכליות בקביעת שווי
171	7.4.1 פרמיית הסיכון בשוק ההון ומחירים יחסיים
172	7.4.2 שערי הריבית במשק
172	7.4.3 משבר משקי והשלכותיו
173	7.4.4 משקיעי חוץ מול משקיעים מקומיים
174	7.5 שימוש נכון במכפילים
177	7.6 הערכות שווי מול המלצות לטווח קצר

## חלק ב: סוגיות מתקדמות בהערכת חברות ושוק ההון.....181

### פרק 8: סוגיות מתקדמות בהערכות שווי.....183

184	8.1 מחיר הון שלילי - היתכן? .....
184	8.1.1 מבוא .....
184	8.1.2 תורת התועלת .....
185	8.1.3 אסימטריה ומודלים של שווי משקל בשוק ההון .....
185	8.1.4 מחיר הון שלילי .....
187	8.1.5 תזרימי מזומנים שליליים .....
188	8.1.6 סיכום ומסקנות .....
189	8.2 מנוף פיננסי = חרב פיפיות!! .....
189	8.2.1 מבוא .....
189	8.2.2 דיון .....
190	8.2.3 מנוף פיננסי - יתרונות וחסרונות .....
194	8.2.4 סיכום .....
195	8.3 הערכת מניות בכורה .....
195	8.3.1 מבוא .....
195	8.3.2 דיון .....
197	8.3.3 סיכום .....
198	8.4 הערכת שווי אופציה לאג"ח להמרה .....
198	8.4.1 מבוא .....
198	8.4.2 דיון .....
201	8.4.3 סיכום .....
202	8.5 הערכת שווי אופציה לאג"ח להמרה: .....
202	8.5.1 מבוא .....
202	8.5.2 דיון .....
205	8.5.3 סיכום .....
206	8.6 תמחור אג"ח בריבית משתנה .....
206	8.6.1 מבוא .....
206	8.6.2 דיון .....
211	8.6.3 סיכום .....
213	8.7 הערכת שווי התחייבויות ותזרימי מזומנים שליליים .....
213	8.7.1 מבוא .....
213	8.7.2 דיון .....
215	8.7.3 יישומים .....
218	8.7.4 סיכום .....
219	8.8 מחירי עסקאות שליטה - עובדות אמפיריות והשלכותיהן .....
219	8.8.1 מבוא .....
219	8.8.2 דיון .....
221	8.8.3 סיכום .....
222	8.9 על אגדת "הכסף בקופה" וההון העצמי .....

222	8.9.1 מבוא
222	8.9.2 דיון
223	8.9.3 סיכום
224	8.10 תמחור ערבויות כחלק מהערכת השווי
224	8.10.1 מבוא
224	8.10.2 דיון
228	8.10.3 סיכום
229	8.11 הבדלים בהערכת שווי חברת אחזקות בישראל ובארה"ב
230	8.12 הערכות שווי: מתי לשווי יש משמעות?
<b>235</b>	<b>פרק 9: סוגיות נוספות בשוק ההון</b>
236	9.1 "חברה טובה" - מה הכוונה?
236	9.1.1 מבוא
236	9.1.2 דיון
237	9.1.3 סיכום
237	9.2 עומס מידע - האמנם?
237	9.2.1 מבוא
237	9.2.2 דיון
238	9.2.3 סיכום
239	9.3 מידע פנים והתמודדות עמו
239	9.3.1 מבוא
239	9.3.2 דיון
242	9.3.3 סיכום
243	9.4 על מדידת ביצועי קרנות נאמנות ותיקי השקעות
243	9.4.1 מבוא
243	9.4.2 דיון
244	9.4.3 סיכום
245	9.5 מכשיר פיננסי חדש - אג"ח צמיתות (CONSUL) משתתפות ברווחים
245	9.5.1 מבוא
245	9.5.2 דיון
247	9.5.3 סיכום
248	9.6 אג"ח - האמנם ארוכות מסוכנות יותר?
248	9.6.1 מבוא
248	9.6.2 דיון
250	9.6.3 סיכום
252	9.7 השפעות רכישה עצמית של אג"ח
254	9.8 חלוקת דיבידנדים במזומן
254	9.8.1 מבוא
254	9.8.2 דיון
257	9.8.3 סיכום
258	9.9 הנפקת זכויות - מכשיר לעידוד גיוס הון

258	9.9.1 מבוא
258	9.9.2 דיון
259	9.9.3 סיכום
260	9.10 החזקה החדית במניות והשפעותיה
260	9.10.1 מבוא
260	9.10.2 דיון
263	9.10.3 סיכום
264	9.11 מבנה הון מעולם אחר - ה"מודל" של הבנק לפיתוח התעשייה
267	9.12 חובות נון-ריקורס והמשמעות הפיננסית
267	9.12.1 הצגת הבעיה - "חברה M"
268	9.12.2 אז מהי, בכל זאת, תרומת הדוחות המאוחדים?
269	9.12.3 חובות "מחוץ למאזן" וערבויות
270	9.12.4 ערבויות שניתנו
270	9.13 מודל לתמחור אשראי נון-ריקורס
270	9.13.1 הגדרת הסוגיה
271	9.13.2 המודל האנליטי
273	9.13.3 מהי משמעות תוצאת הריבית הזו?
273	9.13.4 השלכות ותוצאות
274	9.13.5 מסקנות נוספות
275	9.14 סוגיית הרייטינג - ראייה מקומית וגלובלית
	9.15 צמיחה אורגנית מול רכישות ומיזוגים -
277	מדוע ישנה חשיבות לאבחנה?
<b>281</b>	<b>פרק 10: סוגיות נוספות במיסוי וחשבונאות</b>
282	10.1 הוצאות המימון בדוחות מותאמים
282	10.1.1 מבוא
282	10.1.2 דיון
283	10.1.3 סיכום
284	10.2 הגנה או ספקולציה - שאלה של השקפה!?
284	10.2.1 מבוא
284	10.2.2 דיון
286	10.2.3 סיכום
287	10.3 הפחתת ההפרש המקורי - סעיף מטרפד עיסקאות
287	10.3.1 מבוא
287	10.3.2 דיון
289	10.3.3 סיכום
290	10.4 אלמנט המס בהערכת שווי נדל"ן מניב
290	10.4.1 מבוא
290	10.4.2 דיון
292	10.4.3 סיכום

---

<b>295</b> .....	<b>חלק ג: דוגמאות להערכות שווי הערכת שווי</b>
295 .....	גב-ים - חברה לקרקעות בע"מ
319 .....	טלסיס - הנדסה אלקטרונית בע"מ
337 .....	אורכית תקשורת בע"מ
369 .....	החברה הכלכלית לירושים בע"מ
399 .....	כימיקלים לישראל בע"מ
451 .....	הד ארצי בע"מ
471 .....	שמיר תעשיות מזון בע"מ
<b>505</b> .....	<b>אינדקס</b>