



Sela Kolker
יועצים פיננסיים

הערכת שווי

Novaremed

גפן ביומד

2 במרץ 2015

תוכן העניינים

3	פרק 1: אודות החברה
3	1.1 תמצית הדברים
4	1.2 פיתוח התרופה
5	1.3 ניסויים קליניים
6	1.4 סבבי גיוס
7	פרק 2: הסביבה העסקית
7	2.1 כאבים כרוניים נירופתיים והפתרון התרופתי
8	2.2 סביבת הפעילות של החברה
9	פרק 3: הערכת שווי
9	3.1 מתודולוגיה
10	3.2 שלב ראשון - שווי בהינתן הצלחה
14	3.3 שלב שני - שווי החברה
16	3.4 גישת ההשוואה
16	3.5 סיכום הערכת השווי
17	3.6 שווי אחזקות גפן
19	פרק 4: אודות מעריך השווי
20	פרק 5: מידע כללי עפ"י תקנות רשות ני"ע

פרק 1: אודות החברה

1.1 תמצית הדברים

"נובהרמד בע"מ" (להלן: "נובהרמד" או "Novaremed" או "החברה") היא חברת סטארט-אפ המפתחת תרופה חדשה לטיפול בכאבים נירופתיים. החברה הוקמה על ידי היזם ד"ר אלי קפלן, אשר גילה בשנת 2000 משפחה חדשה של מולקולות בעלות יכולת טיפול בכאבים נירופתיים.

כחמישית מאוכלוסיית העולם המערבי סובלת מכאבים כרוניים, וחלקם הגדול סובל מכאבים נירופתיים. עד היום לא נמצאה תרופה הפועלת ביעילות למניעת כאבים אלו. התרופות הקיימות בשוק, פועלות רק על חלק קטן מהאוכלוסייה, וביעילות מוגבלת. בנוסף, התרופות הקיימות מתערבות בפעילותו של המוח, ובשל כך פעילותן מלווה בתופעות לוואי רבות.

בשנת 2002 הצליח ד"ר אלי קפלן לבודד מתוך משפחת המולקולות שנמצאה, מולקולה כימית חדשה ולייצר אותה באופן סינטטי. המולקולה החדשה מתערבת ישירות במנגנון הכימי המתרחש באיזור הכאב, והמייצר את אותות הכאב המשודרות למוח. המולקולה מתערבת בשרשרת של פעולות כימיות ומפסיקה אותן. הטיפול באמצעות המנגנון החדש שלא פועל ישירות על המוח אלא באיזור הכאב, מפחית את הסיכוי לתופעות לוואי ועשוי לשפר את אפקטיביות ההקלה על כאב.

בגילוי זה ישנה פריצת דרך רפואית, ואם היא תוכח מחקרית כיעילה, יש בה פוטנציאל להביא מזרז לאוכלוסייה רחבה הסובלת מבעיה שעד היום לא ניתן לה מענה הולם. עד היום החברה הוכיחה את יעילות התרופה, בניסויים מדעים על בעלי חיים. לחברה הוענקו 15 פטנטים רשומים לשימוש במולקולה כנגד מחלות שונות.

בינואר 2014 החלה החברה בניסויים קליניים בבני אדם ובחודש נובמבר 2014 החברה סיימה בהצלחה את השלב הראשון (Phase 1) והוכיחה, כי ניתן להשתמש בתרופה ולתת אותה לבני אדם ללא גרימה של תופעות לוואי, במינונים אשר הוכחו כיעילים בבעלי חיים, ויש לצפות שיהיו יעילים גם בבני אדם. בשלבים הבאים, החברה שואפת להוכיח את יעילות התרופה בטיפול בכאבים נירופתיים בבני אדם. המשמעות הכלכלית של הצלחה עתידית בשלבים 2 ו-3 של הניסויים הקליניים, תהיה יכולת וודאית לשיווק התרופה בהיקף רחב.

בחודש אוגוסט 2012, החברה חתמה על הסכם השקעה עם משקיע סינגפורי, בסך 5 מיליוני דולר לפי שווי חברה של 15 מיליוני דולר לפני הכסף. על פי תנאי ההסכם, המשקיע העביר 2 מיליוני דולר במזומן, והיה עליו להעביר את היתרה עם השלמת השלב הראשון (Phase 1) בניסויים הקליניים.

בחודש אפריל 2014 עם סיום החלק הראשון בשלב הניסויים הראשון (Phase 1a) השלים המשקיע את העברת מלוא הסכום, בתמורה ל- 24.4% ממניות החברה, ובחודש נובמבר 2014 השלימה החברה בהצלחה את החלק השני של השלב הראשון (Phase 1b) ואת השלב כולו.

הערכת שווי זו נשענת בין השאר על שווי החברה הגלום בהשלמת רכישת המניות על ידי המשקיע הסינגפורי. השלמת העסקה באפריל 2014 משקפת לחברה שווי של כ- 19.5 מיליוני דולר לאותו מועד. השלמת החלק השני של השלב הראשון בהצלחה בסוף שנת 2014 מחזקת את העמדה, ששווייה הכלכלי של החברה נכון למועד הערכת השווי, הוא לכל הפחות שווי זה.

1.2 פיתוח התרופה

1.2.1 רקע היסטורי

בשנות ה-90 של המאה הקודמת, עת שימש ד"ר אלי קפלן כמנהל הרפואי של חברת תרופות איטלקית בשווייץ, פגש ברופא ותיק, אשר שימש כרופא במלחמת העולם השנייה, וריפא חולים בעזרת חליטות תה. הוא גילה, כי הריפוי התאפשר בזכות זן נדיר של חיידק ה- "באסילוס סאבטיליס" (*Bacillus Subtilis*), שנמצא על עלי התה. במשפחת חיידקים זו קיימים כ- 200 זנים שונים, אולם התברר שלאותו זן נדיר, יש יכולות ריפוי אפקטיביות כנגד מחלות רבות, כמו קדחת השחת, ומחלות אוטואימוניות, והריפוי נעשה באמצעות ההפרשות של אותו חיידק.

החל משנת 1997 ד"ר קפלן החל לחקור, מהם החומרים הפעילים בהפרשות החיידק. לצורך כך הקים ביחד עם מספר משקיעים פרטיים את חברת "New Era Biotech Ltd" (להלן: "New Era") כחברת "off-shore" באיי הבתולה, ולאחר כשנתיים של מחקר עלה בידה לזהות את המבנה הכימי של משפחה של כ- 15,000 מולקולות המופרשות מהחיידק. בשלב הבא, פעל ד"ר קפלן בשיתוף עם כמה מכוני מחקר בישראל לרבות אוניברסיטת בן גוריון לייצור סינטטי של מולקולה מסוימת שנבחרה (להלן: "המולקולה הראשונית").

1.2.2 פטנטים

חברת New Era ערכה ניסויי מבחנה (*In Vitro*) והוכיחה את יעילותה של המולקולה הראשונית, בפעילות נגד מגוון מחלות. החל משנת 2002 רשמה החברה 15 פטנטים, כאשר העיקריים שביניהם הינם:

- פטנט בגין יעילות המולקולה נגד מחלות אוטואימוניות, בשנת 2002
- פטנט בגין יעילות המולקולה נגד מחלות ויראליות בעיקר HIV, בשנת 2004
- פטנט בגין יעילות המולקולה נגד סרטן, בשנת 2006
- פטנטים נוספים לסוגים שונים של כאב

1.2.3 חממה טכנולוגית

בשנת 2008 נכנסה החברה לחממת "Ashkelon Technological Incubator" (להלן: "ATI")¹, בתקציב של 1.65 מיליוני ₪ תמורת 35% מהמניות, מה ששיקף לחברה שווי של כ- 5 מיליוני ₪. בתום תקופת החממה, הורחבה תמיכת החממה לשנה ג' בתקציב נוסף של 850 אלפי ₪. לצורך הכניסה לחממה החברה גירה והפכה לחברה ישראלית. החברה החדשה נקראה "Nova Remed" (רפואה חדשה), ובעלי המניות ב- New Era קיבלו מניות בנובהרמד חלף מניותיהם הישנות.

בשנות החממה, נתקלה החברה בקושי להתחלת הניסויים הקליניים, בשל העובדה שהמולקולה לא הייתה מספיק "נקייה". בעזרת תמיכת החממה, השקיעה החברה מאמצים ב"אופטימיזציה" של המולקולה הראשונית בכדי להפחית את הסיכוי שה-FDA יפסול אותה. בתקופה זו החברה בודדה את המולקולה החדשה "NRD135S.E1" (להלן: "המולקולה"), אשר בלב פעילות הפיתוח של החברה.

¹ ATI הינה חברת בת בבעלות מלאה של חברת גפן השקעות ביומד בע"מ (להלן: "גפן השקעות")

1.3 ניסויים קליניים

1.3.1 ניסויים בבעלי חיים

בשנים 2009-2011 נערכו כ- 30 ניסויים לכאבים אקוטיים בבעלי חיים ובשנים 2012-2013 נערכו עוד 6 ניסויים בכאבים נירופטיים. בשנת 2013 נערך ניסוי בכאבים נירופטיים אשר השווה את תגובת בעלי החיים למולקולה ביחס לתרופות מובילות כנגד כאבים נירופטיים. ממצאי הניסוי הוגדרו כמוצלחים מאוד. השימוש במולקולה הציג פעילות טובה במודלים של כאב עצבי וכאב דלקתי, גם בהשוואה לתרופות מקבילות בשוק.

Phase I 1.3.2

במהלך 2014 החברה השלימה בהצלחה את השלב הראשון בניסוי הקליני בתרופה המובילה שלה לטיפול בכאב כרוני המבוססת על המולקולה NRD135S.E1. הניסוי נערך בשני חלקים והוא בחן את בטיחות וסבילות (Tolerability) התרופה כמו גם את הספיגה בדם. חלקו הראשון של הניסוי נעשה במשך שלושה וחצי חודשים, בקרב 32 גברים בריאים אשר קיבלו את התרופה במינונים שונים פעם אחת בלבד, מול פלצבו. חלקו השני של הניסוי נערך בקרב 12 גברים בריאים אשר קיבלו את התרופה במינון של 300 מ"ג מול פלצבו במשך חמישה ימים רצופים. תוצאות הניסוי הראו כי התרופה בטוחה לשימוש וכי לא קיימות תופעות לוואי.

Phase II 1.3.3

השלב השני של הניסויים הקליניים יחולק ל-2 חלקים, חלקו הראשון (phase 2a), אשר יעשה בעשרה אתרים בישראל ויכלול כ- 100 מטופלים, צפוי להתחיל במרץ 2015 ולהסתיים עד סוף השנה. מטרת הניסוי הינה לבחון את הבטיחות, הסבילות והיעילות של המולקולה במטופלים שאובחנו כחולים סוכרתיים עם כאבים נירופטיים. החלק השני של הניסוי (phase 2b) צפוי להיות דומה אך תוך הרחבת המדגם מעבר לגבולות ישראל תוך התמקדות בארה"ב ואירופה.

Phase III 1.3.4

מטרתו של השלב השלישי של הניסויים הקליניים הינה לבחון את מובהקות היעילות העודפת של התרופה ביחס לתרופה הטובה ביותר בשוק באותה העת. עלות השלב מוערכת בכ- 50 מיליון דולר, והמשמעות של הצלחה בשלב זה, היא יכולת ודאית לשיווק בהיקף רחב.

1.4 סבבי גיוס

1.4.1 שנת 2008 – הצטרפות לחממה

בשנת 2008 הצטרפה החברה לתוכנית חממה כך שתמורת הזרמת הון של כ- 1.65 מיליוני ש"ח קיבלה החממה כ- 35% מהחברה, כלומר, שווי החברה עמד על כ- 5 מיליוני ש"ח.

1.4.2 שנת 2011 – משקיע פרטי א'

במהלך 2011, גייסה החברה כ- 1 מיליוני ש"ח תמורת כ- 2.8% ממניות החברה. עסקה זו שקפה לחברה שווי של כ- 33-35 מיליוני ש"ח, כלומר כ- 9-10 מיליוני דולר לפי שער החליפין לאותה תקופה.

1.4.3 שנת 2012 – משקיע פרטי ב'

בחודש אוגוסט 2012, החברה חתמה על הסכם השקעה עם משקיע סינגפורי, בסך 5 מיליוני דולר לפי שווי חברה של 15 מיליוני דולר לפני הכסף. על פי תנאי ההסכם, על המשקיע היה להעביר 2 מיליוני דולר במזומן, ואת היתרה עם השלמת השלב הראשון (Phase 1) בניסויים הקליניים. בחודש אפריל 2014 עם סיום החלק הראשון בשלב הניסויים הראשון (Phase 1a) השלים המשקיע את העברת מלוא הסכום, כך שנכון להיום הוא מחזיק בכ- 24.4% ממניות החברה בדילול מלא.

1.4.4 סבב הגיוס הבא

המזומנים שבקופת החברה עשויים להספיק להשלמת החלק הראשון של שלב הניסויים הקליניים השני (Phase 2a) שצפוי להסתיים עד סוף שנת 2015. להערכת הנהלת החברה, יש ביכולתה לגייס את הסכום הדרוש של כ- 8 מיליוני דולר הנחוצים לביצוע חלקו השני של שלב 2 (Phase 2b) עוד בטרם יושלם החלק הראשון של שלב זה (Phase 2a) לפי שווי "נאיבי" של כ- 50 מיליוני דולר לפני הכסף. הערכה זו, שעשויה לשקף למניות הקיימות שווי כלכלי נמוך יותר², איננה סותרת את תוצאות הערכת השווי כפי שמוצגת בחוות דעת זו. יחד עם זאת, אין כל וודאות שהחברה אכן תצליח לגייס משקיע בתנאים הנ"ל.

בנוסף, מעריכה הנהלת החברה כי עם השלמת החלק הראשון של שלב השני (Phase 2a) בהצלחה, שווי החברה עשוי לזנק בסדר גודל של מאות מיליוני דולרים. לצורך השוואה, המודל אשר מוצג בחוות דעת זו, מייחס לחברה בהנחה שתצליח לסיים בהצלחה את השלב השני בניסויים הקליניים שווי של כ- 120 מיליוני דולר, ובהנחה שתסיים בהצלחה את השלב השלישי שווי של כ- 400 מיליוני דולר.

² לעניין זה, שווי נאיבי, מתקבל על ידי הכפלת מחיר המניה על פי הסכם ההשקעה במספר המניות הכולל לפני ההשקעה, תוך התעלמות מהתנאים העודפים של מניות הבכורה, כך שהשווי הנאיבי של 50 מיליוני דולר עשוי לשקף למניות הקיימות, שווי כלכלי נמוך יותר, תוך התחשבות בתנאי הבכורה של המניות החדשות.

פרק 2: הסביבה העסקית

2.1 כאבים כרוניים נירופתיים והפתרון התרופתי

2.1.1 סוגי כאב

ניתן לחלק את סוגי הכאב ל-3 קבוצות עיקריות:

כאב אקוטי (Acute Pain)

כאב אקוטי הוא כאב מיידי ועוצמתי הנובע מנזק ממשי או אפשרי לרקמה. הכאב האקוטי מוגדר ככאב לטווח קצר ובדרך כלל טיפול תרופתי "פשוט" נגד כאבים עוזר להפיג אותו.

כאבים כרוניים

כאב כרוני דומה לכאב אקוטי מבחינת אופי הכאב, כלומר, הוא גם נובע מרקמה פגועה אשר העצב בקרבתה מעביר אות מצוקה למוח, אך בניגוד לכאב אקוטי, הכאב הכרוני נמשך זמן רב – מעל שלושה חודשים.

כאבים כרוניים נירופתיים

בניגוד לכאבים האקוטיים והכאבים הכרוניים, במקרה של כאב הנירופתי, העצב עצמו נפגע והוא מעביר למוח אות מסוג אחר. כאב נירופתי עשוי להעביר סוגים שונים של כאב בהם תחושת צריבה, שריפה, נימול ועוד, כאשר הכאב אינו מפסיק ולרוב מתואר כ"בלתי נסבל".

2.1.2 The unmet need

עד היום לא נמצאה תרופה הפועלת ביעילות למניעת כאבים אלו. התרופות הקיימות בשוק, פועלות רק על חלק קטן מהאוכלוסייה, וביעילות מוגבלת. התרופות הנמצאות היום בשימוש, לא פותחו באופן ייעודי לטיפול בכאב נירופתי, אלא פותחו לצרכים שונים כמו למשל טיפול בדיכאון, ויעילותן החלקית לטיפול בכאב נירופתי, נתגלה כדרך אגב.

שלושת התרופות העיקריות בשוק הן ליריקה (Lyrica) של פייזר, ו"גאבפנטין" (Gabapentin) של פייזר ויצרניות גנריות נוספות ו-צימבלטה (Cymbalta) של Lilly. 2 התרופות הראשונות במקור נועדו לטפל בעוויתות והתרופה שלישית בדיכאון. כפי שנמסר על ידי הנהלת החברה, רק 1 מתוך 6 מטופלים מגיבים לתרופות אלה, וגם אז התגובה היא חלקית. בנוסף, התרופות הקיימות מתערבות בפעילותן של המוח, ובשל כך פעילותן מלווה בתופעות לוואי רבות. דוגמה נוספת היא חברת בריינסוויי (Brainsway) אשר פיתחה קסדה לגירוי מגנטי לטיפול בדיכאון ובמחלות נפש ומוח נוספות, המבוססת על טכנולוגיה לטיפול באמצעות גירוי מגנטי מוחי, ומשווקת היום את הקסדה גם כאמצעי לטיפול בכאבים נירופתיים. בריינסוויי נסחרת בבורסה בתל אביב, בשווי של כ-500 מיליוני ₪.

2.1.3 יתרון תחרותי של החברה

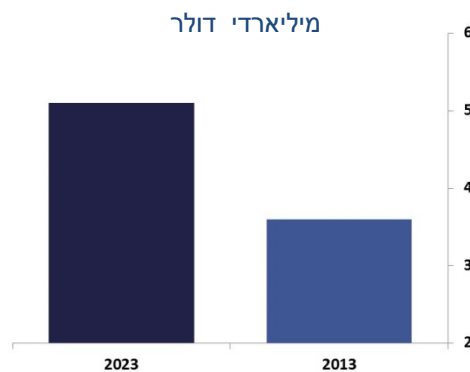
אם התרופה של החברה תוכח כיעילה, הרי שיש בכך פריצת דרך רפואית של ממש. בניגוד לתרופות הקיימות, מוצר החברה עובד ישירות על העצב ומנגנון הפעולה של התרופה חוסם את פעילות האנזים שאחראי על העברת אותות הכאב למוח, פועלת ישירות על המוח. בניסויים שבצעה החברה בבעלי חיים, הוכח כי המוצר פועל באפקטיביות גבוהה יותר ממוצרים אחרים הקיימים כיום בשוק. מנגנון חדשני זה, שלא פועל ישירות על המוח, מקטין את הסיכוי לכך שיתגלו תופעות לוואי.

2.2 סביבת הפעילות של החברה

2.2.1 מכירות בשוק ושחקנים מובילים

ההערכה היא כי נכון לשנת 2013 עמד היקף מכירות התרופות נגד כאבים נורופטיים בארה"ב על כ- 3.6 מיליארד דולר, כאשר בשנת 2023 היקף המכירות צפוי כמעט להכפיל עצמו ולעמוד על כ- 5.1 מיליארד דולר.³ הערכה זו מגלמת צמיחה ממוצעת של כ- 3.6% לשנה. גודל השוק של כ-4 עד 5 מיליארדי דולר בשנה, הוא בהינתן התרופות הקיימות. במידה ותהיה פריצת דרך ותשווקנה תרופות חדשות בעלות אפקטיביות גבוהה משמעותית מהאפקטיביות של התרופות הקיימות כיום, אפשר להניח ששוק התרופות לכאב נורופטי יצמח בקצב גבוה יותר.

שוק הכאבים הנורופטיים - מכירות בארה"ב



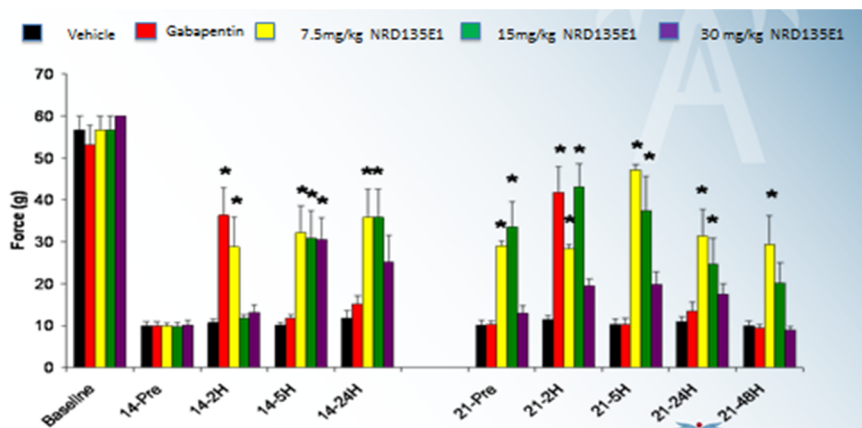
2.2.2 תחרות

השוק מאופיין בריכוזיות רבה. להערכת הנהלת החברה, לשתי התרופות המובילות בשוק, "גאבפנטין" ו"ליריקה", נתח שוק משותף של כ-50%, ויחד עם התרופה השלישית צימבלטה, נתח שוק משותף של למעלה מ-70%.

מעבר לתחרות הנובעת מהשחקנים הקיימים, אשר נכון להיום משווקים תרופות שאינן ייעודיות לכאב, שוק הכאב משופע בחברות המפתחות מוצרים חדשים אשר צפויים להיות ייעודיים לתופעה זו. רובן של החברות נמצא בשלבים ראשוניים ואין אינדיקציות לגבי יעילותן של המתחרות.

אפקטיביות ההשפעה על כאב נורופטי של המולקולה החדשה לעומת גאבפנטין

תוצאות ניסויים בבעלי חיים, מתוך מצגת של החברה



³ מקור: A Review of the Neuropathic Pain Market, IMS Health

פרק 3: הערכת שווי

3.1 מתודולוגיה

השיטה המתאימה להערכת שווי נובהרמד הינה שיטת ההיוון תזרים המזומנים (DCF). בהערכת שווי זו השתמשנו בשיטת ההיוון תזרים המזומנים בשני שלבים:

עתידיה של החברה מתחלק לשתי תקופות השונות באופן מהותי אחת מהשנייה. התקופה הראשונה היא תקופת הפיתוח. תקופה זו מאופיינת באי וודאות רבה, סיכונים רבים, מהמורות צפויות, העדר הכנסה, רמת הוצאות גבוהה, תלות ביכולות גיוס כספים ותלות בתוצאות של ניסויים קליניים שונים. קשה אף לנבא את אורכה המדויק של תקופה זו. בסוף התקופה צפויה להתקבל אחת משתי התוצאות: הצלחה או כישלון.⁴ במקרה של כישלון שווי החברה יהיה אפסי, ובמקרה של הצלחה מוכחת שווי החברה עשוי להיות גבוה מאוד.

התקופה השנייה, תתקיים אחר ורק בהינתן הצלחה בכל שלבי הפיתוח, הכוללים בין היתר, בדיקת יעילות על פני תרופות קיימות בשוק. תקופה זו מאופיינת ברמת וודאות גבוהה, רמת הכנסות גבוהה ותלות נמוכה בגורמי השפעה חיצוניים. בתקופה זו תפעל חברה אחרת לחלוטין מנובהרמד של היום. זו תהיה חברה שמחזיקה ביכולת לשיווק תרופה בעלת יעילות מוכחת גבוהה משל המתחרים ומוגנט בפטנטים. לחברה "תאורטית" זו, תהיה יכולת ודאית לגבות דמי תמלוגים בשיעור מסוים, מחברת תרופות בינלאומית גדולה שתשווק את המוצר, למשך כל חיי הפטנט.

לפיכך מודל הערכת השווי מחולק לשני שלבים מהסוף להתחלה: השלב הראשון הוא הערכת השווי של החברה העתידית כפי שעשויה להתקיים בשנת 2019 בהינתן הצלחה, והיא בוצעה בשיטת ההיוון תזרים המזומנים הצפוי משנת 2019 ועד לסוף שנות חיי הפטנט. בשלב השני הוערך שווי של נובהרמד כפי שהיא קיימת היום, בהתבסס על ההסתברות שהיא תהפוך בעתיד לאותה חברה מצליחה ותוך הכפלת הערך המתקבל בשלב הראשון בהסתברות להצלחה, היוון אותו ערך בשיעור ההיוון המתאים ושקלול הוצאות הפיתוח הצפויות.

לכל שלב, הונחו הנחות יסוד משלו, בוצע מודל משלו, הונח שיעור היוון שונה התואם את מאפייני אותו שלב, ונתקבלה תוצאה נפרדת. התוצאה עברה מבחני סבירות שונים כגון ונבדקה במבחני רגישות להנחות היסוד המרכזיות. תוצאות השלב הראשון, מהוות הנחת יסוד מרכזית בחישוב תוצאות השלב השני.

⁴ יכולות להתקבל גם תוצאות ביניים כגון הצלחה חלקית או כישלון חלקי. למשל יכולה להתקבל תוצאה לפיה התרופה איננה יכולה לשמש עבור הכוונה המקורית, אולם פיתוח נוסף יכול להביא לשימוש אחר. מטעמי פשטות ומטעמי שמרנות, הנחנו שכל תוצאה מלבד הצלחה מובהקת, תחשב לכישלון מובהק, ובמקרה זה שווי החברה יהיה אפסי.

3.2 שלב ראשון - שווי בהינתן הצלחה

3.2.1 שתי חלופות

הנהלת החברה צופה שתהליך הפיתוח יסתיים בשנת 2019. כדי לאמוד את שווייה של החברה בשנת 2019 בהינתן הצלחה ניתן להניח שתי הנחות שונות: האחת, כי החברה תפתח, תמכור ותשווק את המוצר בעצמה, לצורך כך החברה תצטרך להקים מכרז ייצור והפצה. על פי החלופה השנייה החברה תפתח בעצמה את המוצר עד לרמת אישור התרופה לשיווק, ואז תחבור לחברת תרופות גדולה עם מערך ייצור והפצה משלה. בתמורה לכך החברה תקבל תמלוגים מההכנסות של חברת התרופות.

בחרנו בחלופה השנייה, משום שסביר להניח שלחברה יהיה יותר קל להתקשר בהסכם תמלוגים עם גוף גדול מאשר להקים בעצמה מערך ייצור המוני ומערכי הפצה. אם החברה תעבור את כל שלבי הניסויים הקליניים ותאשר על ידי הרשויות, שווייה ייגזר מהיכולת שלה להפיק תזרים מזומנים עתידי הנובע מהסכם תמלוגים. בנוסף, נעשתה בדיקה של תוצאות החלופה הראשונה, על מנת לקבל אומדן לסבירות התוצאות.

3.2.2 הנחות יסוד

הנחות היסוד המרכזיות אשר שמשו אותנו בשלב זה הינן גודל השוק הפוטנציאלי, נתח השוק הצפוי, ושיעור התמלוגים הצפוי. כל ההנחות מבוססות על השוואה למקרים דומים ו/או על מחקרים כמפורט. להנחות אלו השפעה מהותית על תוצאות הערכת השווי. חוות דעת זו כוללת דוחות רגישות המציגים כיצד היה משתנה שווי החברה כפונקציה של שינויים בהנחות יסוד מרכזיות אלו. בנוסף הנחנו מהו שיעור ההיוון הראוי לאותו שלב, ושיעור המס שיכול על החברה. לצורך חישוב תזרים המזומנים הנקי, נעשה שימוש בהנחת ההפסדים הצבורים שצפויים להתקבל בסוף תקופת הפיתוח ותחילת תקופת המכירות.

גודל השוק

נכון לשנת 2013 השוק נאמד בכ- 3.6 מיליארד דולר,⁵ וצפוי לגדול לכ- 5.1 מיליארד דולר בשנת 2023 דולר קצב, הגידול השנתי הממוצע (CAGR) הגלום הינו כ- 3.6%. גודל השוק בשנת 2019 מוערך בכ- 4.4 מיליארד דולר. הונח כי לאחר שנת 2023 השוק ימשיך לצמוח בשיעור שנתי של כ- 1.1%, בהתאם לקצב גידול האוכלוסייה בארה"ב.

נתח השוק הצפוי של המוצר

ההנחה לגבי נתח השוק התבססה על רמת הריכוזיות בענף כיום, תוך הנחה שכניסת משתתפים חדשים עשויה להקטין את נתח השוק של כל מתרה בשווי משקל. כאשר 75% מהשוק מתחלקים בין שלושה שחקנים מרכזיים, כל אחד מהם מחזיק בממוצע בכ- 25% מהשוק. בהנחה שכ- 75% מהשוק עשויים להתחלק בין 5 שחקנים מרכזיים, נתח השוק הממוצע של כל אחד מהם עשוי לעמוד על כ- 15%. הונח, כי נתח השוק של המוצר יעלה בהדרגה מכ- 5% בשנת 2019, שנת השקת המוצר, ל- 15% בשווי משקל בתוך 5 שנים.

נתח השוק חזוי למוצרי החברה, והיקף מכירות צפוי

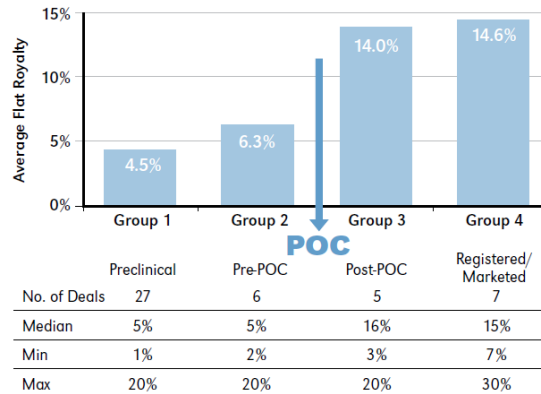


⁵ מקור: A Review of the Neuropathic Pain Market, IMS Health

שיעור התמלוגים (Royalties)

להנחה זו, השפעה מהותית על תוצאות הערכת השווי. בפרק דוח הרגישות מוצג שווי החברה כתלות בשינויים סבירים בהנחה זו. על פי מחקר שנערך בשנת 2011, שיעור התמלוגים בעסקאות שנעשו לאחר שלב ההוכחות הקליניות נאמד בכ- 14% ל- 16%.⁶

שיעור התגמולים כפונקציה של שלב הפיתוח כאחוז קבוע מההכנסות



להערכתנו הנחת שיעור תמלוגים של 15% עלולה להיות אופטימית מדי. לצורך השוואה, בעסקת ביולין דווח כי שיעור התמלוגים עמד עד 11%-15% ובעסקת אנדרומדה דווח כי שיעור התמלוגים עמד על 10%-17%. שיעור התמלוגים החזוי שנבחר הינו 12.5%

שיעורי Royalties - סיכום אחוזים

ממוצע	מקסימום	מינימום	
15%	16%	14%	מחקר שוק ²
13%	15%	11%	ביולין
13.5%	17%	10%	אנדרומדה
12.5%			שיעור נבחר

3.2.3 הפסדים צבורים לצורך מס

יתרת ההפסדים לצורכי מס בהינתן הצלחה לתחילת שנת 2019, נאמדת בכ- 64 מיליוני דולר. יתרה זו חושה על סמך יתרה בפועל של כ-16 מיליוני ₪ נכון לסוף רבעון שלישי 2014, ועל תחזית החברה לגבי עלויות הפיתוח הנוספות הצפויות מהיום ועד סיום הפיתוח ותחילת השיווק.

הפסדים צבורים לצורכי מס בהינתן הצלחה אלפי דולר

-4.1	30.09.14	הפסדים צבורים לפי דוחות
-0.2		הוצאות רבעון רביעי 2014
-59.7		עלויות פיתוח עד הצלחה
-64.0		סה"כ

⁶ BioPharma Royalty Rate Survey, les Nouvelles, September 2011

3.2.4 תזרים מזומנים צפוי

הכנסות החברה צפויות להגזר מתמלוגים שיתקבלו מחברת הפארמה בניכוי מס. שיעור התמלוגים שהונח הינו 12.5% כמתואר לעיל. הונח כי לחברה אין הוצאות תפעוליות והיא אינה נדרשת להשקעות הוניות ולכן תזרים המזומנים הצפוי של החברה הינו הכנסותיה בניכוי מיסים. שיעור המס שהונח, הוא 26.5%, לפי דיני המס בישראל.

למרות שצפי ההכנסות מבוסס על שיתוף פעולה עם חברת פארמה בינלאומית ומכירות בינלאומיות, משום שהחברה מאוגדת בישראלית הנחנח כי חלים עליה דיני המס הישראליים. הונח כי לאחר שנת 2031, השנה בה יפוג הפטנט, לא יהיו עוד הכנסות לחברת הפארמה ולכן גם לא לחברה.

על פי הנחות אלה, תזרים המזומנים של החברה העתידית צפוי לעלות בהדרגה מכ-40 מיליוני דולר בשנת 2020 ועד לכ-75 מיליוני דולר בשנת 2031. לא נלקח בחשבון ערך שיורי לחברה (Terminal Value) מעבר לשנת 2031 בשל חוסר הוודאות שיחול לאחר פקיעת הפטנט.

תחזית תזרים המזומנים של החברה מיליוני דולר

2031	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
5,454	5,393	5,332	5,272	5,213	5,154	5,096	5,038	4,982	4,925	4,757	4,594	4,437	פוטנציאל שוק
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	13%	10%	8%	5%	נתח שוק מוצר
818.2	808.9	799.8	790.8	781.9	773.1	764.4	755.8	747.2	615.7	475.7	344.5	221.8	הכנסות חברת הפרמה
102.3	101.1	100.0	98.9	97.7	96.6	95.5	94.5	93.4	77.0	59.5	43.1	27.7	תמלוגים לנובהרמד
-27.1	-26.8	-26.5	-26.2	-25.9	-25.6	-25.3	-25.0	-24.8	-20.4	-15.8	-11.4	-7.3	הוצאות מס תיאורטית
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-36.2	-64.0	יתרת הפסדים
-27.1	-26.8	-26.5	-26.2	-25.9	-25.6	-25.3	-25.0	-24.8	-20.4	-15.8	-1.8	0.0	תשלום מס בפועל
75.2	74.3	73.5	72.7	71.8	71.0	70.2	69.4	68.7	56.6	43.7	41.3	27.7	סה"כ תזרים

3.2.5 שיעור ההיוון

ככלל, רמת הוודאות של תזרים המזומנים הצפוי משנת 2019 ועד סוף חיי הפטנט, בהינתן הצלחה היא רמת וודאות גבוהה. לצורך אמידת שיעור ההיוון הראוי נעשה שימוש במודל מוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) בהסתמך על ההנחה שרמת הסיכון של אותה פעילות, דומה לרמת הסיכון של חברת הפארמה שעשויה לשווק את התרופה בעתיד. בהתאם לכך המדדים עליהם התבססנו במודל ה WACC הינם מדדים המתאימים לחברת תרופות גדולה הפועלת בארה"ב.

חישוב ה-WACC פירוט פרמטרים

הערות	סימול	
ריבית חסרת סיכון	R_f	2.4%
תשואת השוק	R_m	5.75%
בטא ענפי	β_L	1.1
לענף ה-"Drugs (Biotechnology)"		
מחושב על פי נוסחת ה-SML	K_e	8.9%
מרווח של כ-2% הנוסף לריבית אג"ח ב-20	K_d	4.3%
שנים. מרווח זה מתאים לקבוצות הדירוג Baa עד A		
על פי נתוני Damodaran לענף ה-"Drugs (Biotechnology)"	E/V	92.2%
שיעור ההון		
שיעור תשואה משוקלל	WACC	8.4%

WACC

נוסחאות מודל

$$WACC = \frac{E}{V} \times K_e + \frac{D}{V} \times K_d \times (1 - T_c)$$

שיעור ההיוון המתקבל ממודל ה-WACC הינו 8.4%.

להערכתנו, שיעור היוון זה משקף באופן הולם את הסיכון השיטתי של תזרימי המזומנים של החברה, אשר נובעים ממכירות חברת הפארמה אשר תייצר ותשווק את התרופה בהינתן תרחיש של הצלחה.

3.2.6 שווי החברה העתידית

שווי פעילות בהינתן הצלחה של כ- 472 מיליוני דולר.

שווי זה רגיש להנחת שיעור ההיוון. תחת הנחת שיעור היוון של 7% עד 10%, שווי הפעילות העתידית בהינתן הצלחה עשוי להשתנות בטווח רחב של כ- 430 עד 510 מיליוני דולר. שווי זה רגיש בין השאר גם להנחת שיעור התמלוגים הצפוי. תחת הנחת שיעור תמלוגים של 11% עד 14%, שווי הפעילות העתידית בהינתן הצלחה עשוי להשתנות בטווח רחב של כ- 420 עד 530 מיליוני דולר.

רגישות שווי החברה העתידית, לשינויים בשיעור התמלוגים ומחיר ההון

מיליוני דולר

שיעור תמלוגים					מחיר הון
14.0%	13.0%	12.50%	12.0%	11.0%	
573	533	513	493	453	
540	502	484	465	427	
527	490	472	454	417	
510	474	457	439	403	
482	448	432	415	381	

3.3 שלב שני - שווי החברה

3.3.1 הנחות יסוד

שווי החברה היום, נגזר משווי העתידי הצפוי לחברה המצליחה בשנת 2019, המתקבל בשלב הראשון ונאמד בכ-472 מיליוני דולר. בנוסף להנחות היסוד המרכזיות אשר שמשו אותנו בשלב הראשון, הונח מהו משך הזמן וההשקעה הכספית הדרושים להשלמת פיתוח התרופה, את ההסתברות להשלמת שלבי הפיתוח השונים שנותרו, ומהו שיעור ההיוון הראוי לשלב זה, המאופיין בחוסר וודאות גבוהה יותר מאשר השלב הראשון.

השלמת השלבים

על פי הערכת החברה, השלב 2 בניסויים הקליניים צפוי להסתיים בתוך שנתיים ועומדת על כ-9.2 מיליוני דולר. השלב השלישי צפוי להמשיך כשנתיים נוספות ועלות עומדת על כ-50 מיליוני דולר. לבסוף, צפוי שלב האישור הסופי שאמור להמשיך כמספר חודשים, ועלותו כ-0.5 מיליון דולר. ההנחות אלה על אומדני החברה, ולא מן הנמנע, שבסופו של דבר, תקופת הניסויים תמשך מעבר למתוכנן.

הסתברות להשלמת כל שלב

הונח כי ההסתברות להצלחה בשלב 2 הינה כ-30.2%, ההסתברות להצלחה בשלב 3 הינה כ-60.6% וכי ההסתברות להצלחה בשלב האישורים הינה כ-82.2%, זאת בהתאם לממצאי מחקר אשר בחן מאות מחקרים קליניים של פיתוח תרופות בתחום הנירולוגיה.⁷

משך הזמן הצפוי, וההסתברות לעבור בהצלחה את שלבי הפיתוח שנותרו שנים, אחוזים

הסתברות להצלחה	עלות כספית מיליוני דולר	משך זמן בשנים	
30.2%	9.2	2	Phase 2a & 2b
60.6%	50.0	2	Phase 3
82.2%	0.5	0.25	Approval
	59.7	4.25	סה"כ

3.3.2 שיעור ההיוון

שיעור ההיוון שנלקח בחשבון, מתבסס על תוצאות מודל ה-WACC שנערך בשלב הראשון, בתוספת פרמיית סיכון המשקפת מכלול הסיכונים של החברה בשלבי הפיתוח, מעבר לסיכונים הספציפיים של ההסתברות לעבור בהצלחה כל שלב, שנמדדו בנפרד. להערכתנו, יש להוסיף לשיעור זה פרמיה בשיעור של כ-5% עד 6%.

שיעור ההיוון שנלקח בחשבון עבור שלבי הפיתוח הינו 14.0%.

⁷ מקור: Clinical development success rates for investigational drugs, nature biotechnology, volume 32, JANUARY 2014

3.3.3 מודל היוון התזרים בהסתברויות

המודל, מחשב לאחור את שווייה של החברה בסוף כל שלב. החישוב לוקח בחשבון את שווי החברה בסוף השלב, עלות השלב וההסתברות להצלחה. התוצאה היא ששווי החברה בסוף שלב 3 הוא 375 מיליוני דולר, ובסוף שלב 2 כ-125 מיליוני דולר.

שווי החברה המתקבל בתחילת שלב 2 הינו כ- 19.819 מיליוני דולר.

שווי פעילות לפני ואחרי כל שלב

שנים, אחוזים

משך זמן בשנים	עלות כספית מיליוני דולר	הסתברות להצלחה	שווי פעילות לאחר הצלחה בשלב	שווי פעילות לפני השלב
0.25	0.5	82.2%	472.1	375.0
2.0	50.0	60.6%	375.0	124.9
2.0	9.2	30.2%	124.9	19.8

לחברה אין חוב פיננסי ולכן שווי זה הינו גם שווי ההון העצמי של החברה, הכולל גם מניות וגם כתבי אופציות לעובדים ולמשקיעים.

3.3.4 דוחות רגישות

שווי הפעילות של החברה עשוי להשתנות בטווח רחב של כ- 14 עד 26 מיליוני דולר, עם ההשתנות בהנחות היסוד. שיעור התמלוגים אותו תקבל החברה מחברת התרופות אשר תשווק את המוצר, אשר הוערך ב- 12.5%, נבדק בטווח של 10% עד 15%. שיעור ההיוון שחושב כ- 8.4% נבדק בטווח של 7% עד 10%.

רגישות שווי החברה לשינויים בשיעור התמלוגים ומחיר ההון

אלפי דולר

שיעור תמלוגים					מחיר הון
15%	14%	12.5%	11%	10%	
31,953	28,520	23,369	18,216	14,775	7%
28,897	25,665	20,819	15,969	12,730	8%
27,699	24,547	19,819	15,089	11,928	8.4%
26,091	23,046	18,478	13,907	10,852	9%
23,512	20,637	16,326	12,011	9,126	10%

נתח השוק בטווח הארוך שנלקח בחשבון הינו 15%. כאמור השוק הינו ריכוזי מאוד, ותרופה מצליחה יכולה לכבוש נתחי שוק של 20% ויותר. משתנה זה נבדק בטווח של 10% עד 20%. שווי החברה יכול להשתנות בטווח של כ-13 עד 28 מיליוני דולר, כפונקציה של השינוי בנתח השוק ובשיעור התמלוגים.

רגישות שווי החברה לשינויים בשיעור התמלוגים ונתח השוק בטווח הארוך

אלפי דולר

שיעור תמלוגים					נתח שוק בטווח הארוך
14%	13%	12.5%	12%	11%	
11,361	9,151	8,046	6,937	4,719	10.0%
17,954	15,273	13,933	12,592	9,904	12.5%
24,547	21,395	19,819	18,243	15,089	15.0%
31,139	27,517	25,705	23,894	20,271	17.5%
37,732	33,638	31,592	29,545	25,451	20.0%

3.4 גישת ההשוואה

הזרמת הון אפריל 2014

בחודש אפריל 2014 השלים המשקיע הסינגפורי העברת 5 מיליוני דולר בתמורה לכ- 24.4% ממניות החברה בדילול מלא. השלמת העסקה באפריל 2014 משקפת לחברה שווי של כ-19.5 מיליוני דולר ומהווה אינדיקציה לזו החברה בעיני אותו משקיע. השלמת החלק השני של השלב הראשון בהצלחה בסוף שנת 2014 מחזקת את העמדה, שהשלמת העסקה במחיר של 10.86 דולר למניה, מהווה אינדיקציה לשוויה הכלכלי.

חברות דומות

לאור ייחודיותה של נובהרמד, ייחודיות התרופה, השוק, שלבי הניסוי הקליני שעברה ושלבי הניסוי הקליני שצפויה לעבור, קשה לאתר חברות דומות ברות השוואה, שיש נתונים גלויים לגביהן.

דוגמה אחת, היא "לאבריס" (Labrys) המפתחת תרופה נגד כאבי מגרנה כרוניים, כאשר החברה עברה את החלק הראשון של שלב 2 ונמצאת בעיצומו של החלק השני של שלב 2. בשנת 2014 החברה השלימה עסקה בסך כולל של 825 מיליוני דולר. חברת טבע שילמה כ- 200 מיליוני דולר במזומן והתחייבה להעביר עוד 625 מיליוני דולר המותנים בעמידה באבני דרך.

3.5 סיכום הערכת השווי

הערכת שווי החברה בוצעה בשיטת היוון תזרים המזומנים, במודל דו שלבי. על פי תוצאות המודל, שווי החברה נאמד בטווח של כ- 13 עד 28 מיליוני דולר **ובממוצע: 19.8 מיליוני דולר**. להערכת שווי בשיטת DCF יתרונות וחסרונות. החיסרון המרכזי של השיטה הוא רגישות רבה למספר הנחות יסוד שאין וודאות לגביהן, בפרט כשמדובר בחברת סטארט-אפ, החישוב מתבסס על תזרים מזומנים שעשוי להתרחש בעוד שנים רבות, ושלא ניתן להשוואה אל מול תוצאות הפעילות העסקית של החברה בעבר הקרוב. לכן, בקביעת שווי חברה מסוג זה, ראוי להיעזר באינדיקציה נוספת ככל שקיימת.

הערכת שווי זו, מסתמכת במידה רבה על אינדיקציה נוספת, על פי גישת ההשוואה: לחברת נובהרמד משתקף שווי של כ- 19.5 מיליוני דולר, הגלום בהשלמת העסקה עם המשקיע הסינגפורי בחודש אפריל 2014, והשלמת שלב הניסויים הקליניים הראשון המהווה אבן דרך לביצוע העסקה, בחודש נובמבר 2014.

על פי חלופה נוספת שנבדקה, לפיה החברה תשווק את התרופה בעצמה, מתקבל שווי גבוה בהרבה, הנאמד בכ- 135 מיליוני דולר. שווי זה נפסל על ידינו, בין השאר משום שהוא איננו תואם את שווי החברה על פי גישת ההשוואה, וגם משום שלהערכתנו, אין ביכולת החברה להקים מנגנון כזה שיתחרה ביעילות בחברות שיווק התרופות הבינלאומיות הגדולות. יחד עם זאת, התוצאה לפיה שיווק התרופה באופן עצמאי, המביא לשווי חברה של כ- 135 מיליוני דולר, מחזקת את הנחה, שבידי החברה היכולת להגיע להסכם תמלוגים כזה, שיתיר בידי בעלי המניות הקיימים, חברה בשווי של כ- 19.8 מיליוני דולר, וישאיר מרווח מספיק לשני הצדדים להסכם.

להערכתי, השווי המתקבל מהיוון תזרים המזומנים, על פי הנחת מודל התמלוגים, ותחת הנחות היסוד המתוארת בגובה של 19.8 מיליוני דולר, תואם את שווי החברה על פי האינדיקציה השוואתית, ולכן הינו שווי ראוי לחברה.

3.6 שווי אחזקות גפן

3.6.1 מבנה הון

גפן מחזיקה באמצעות ATI בכ- 307 אלפי מניות מתוך סך של כ- 1.726 מיליוני מניות, ובאופציה לרכוש 19.2 אלפי מניות נוספות לפי מחיר של 6.8 דולר למניה.

נובהרמד טבלת הון אלפי יחידות

מניות	%	אופציות	בדילול מלא	%
מייסדים	55.6%	959	959	50.9%
גפן ביומד	17.8%	307	326.2	17.3%
ESOP	0.00%	0	139	7.4%
אחר	26.6%	460	460	24.4%
סה"כ	100%	1,726	1,884	100%

3.6.2 שווי אופציות

ההון העצמי של החברה מורכב ממניות ומאופציות. סך שווי האופציות ושווי המניות הינו 19.8 מיליון דולר, והחלוקה בין שווי סך שווי המניות וסך שווי האופציות נקבע במודל איטרטיבי, המבוסס על מודל Black & Scholes.

התקופה לפידיון

עבור האופציות המוחזקות בידי גפן, התקופה לפידיון הינה 5 שנים מחודש ינואר 2011, כלומר התקופה שנותרה הינה שנה אחת. עבור האופציות המוחזקות על ידי עובדים נלקחה בחשבון תקופה מקסימאלית לפידיון של 10 שנים מיום ההענקה.

ריבית חסרת סיכון

גובה הריבית חסרת הסיכון שנלקח בחשבון עבור האופציות המוחזקות בידי גפן הינו 0.23% בהתאם לתשואה לפידיון של אג"ח ארה"ב לשנה אחת. עבור האופציות האחרות נלקחה ריבית חסרת סיכון בהתאם לתשואה לפידיון של אג"ח ארה"ב עבור התקופה המתאימה.

סטית התקן

סטית התקן נמדדה על סמך ממוצע סטיות התקן של מדגם חברות מענף הביוטכנולוגיה, וחושבה כ- 93%.

חישוב שווי האופציות השונות לעובדים ומשקיעים, לפי מחיר המימוש השונים

דולר

הערות	טווח ערכים	
מחיר נכס בסיס	10.9	כפי שנגזר מהערכת השווי
מחיר מימוש	1.75 עד 5.44	מחירי המימוש של האופציות השונות נע בטווח זה
משך זמן למימוש	1 עד 7	על פי תנאי החוזה
ריבית שנתית לתקופה	0.23% עד 1.84%	תשואה לפידיון אג"ח ארה"ב לשנה
סטיתית תקן	93%	על פי נתוני Damodaran לענף ה-"Drugs (Biotechnology)"
מקדם דילול	7%	על פי היחס שבין האופציות למימוש והמניות הקיימות
שווי אופציה על מניה אחת	7.0 עד 9.3	

על פי תוצאות המודל, סך שווי האופציות הינו כ- 1.034 מיליוני דולר.
שווי המניות הינו כ- 18.784 מיליוני דולר, המשקף מחיר למניה של כ- 10.9 דולר.

חלוקת שווי ההון העצמי בין שווי מניות לשווי אופציות

אלפי דולר

שווי הון עצמי	19,818
סך שווי האופציות	1,034
סך שווי המניות	18,784

3.6.3 שווי אחזקות גפן

גפן ביומד מחזיקה באמצעות ATI בכ- 307 אלפי מניות ששוויון הוא כ- 10.9 דולר למניה.

שווי החזקותיה של גפן במניות החברה נאמד בכ- 13 מיליוני ₪.

בנוסף, גפן מחזיקה באמצעות ATI באופציות לרכישת 19.2 אלפי מניות נוספות של החברה לפי מחיר מימוש של 6.8 ₪ למניה שהם 1.75 דולר למניה. שווי האופציות חושב באמצעות מודל Black & Scholes עם התאמה לדילול בהתבסס על המשתנים מחיר נכס הבסיס, מחיר מימוש, משך זמן עד למימוש, ריבית וסטיית תקן נכס הבסיס.

חישוב שווי אופציות גפן

דולר

הערות	ערך למניה	
מחיר נכס בסיס	10.9	כפי שנגזר מהערכת השווי
מחיר מימוש	1.75	
משך זמן למימוש	1	בשנים
ריבית שנתית לתקופה	0.23%	תשואה לפדיון אג"ח ארה"ב לשנה
סטיית תקן	93%	על פי נתוני Damodaran לענף ה- "Drugs (Biotechnology)"
מקדם דיילול	7%	
שווי אופציה על מניה אחת		8.5

שווי האופציה למניה אחת המתקבל בהתאם לאמור הינו כ- 8.5 דולר למניה.

שווי האופציות של גפן בחברה נאמד בכ- 164 אלפי דולר.

בסך הכל שווי אחזקותיה של גפן בחברה, לרבות מניות ואופציות נאמד בכ- 13.670 מיליוני ₪

שווי אחזקות גפן בנובה רמד

אלפי דולר, אלפי ₪

שווי יחידות	אלפי דולר	שווי יחידות	אלפי דולר	שווי יחידות
מניות	307	10.9	3,352	13,035
אופציות	19	8.5	163	635
סה"כ				13,670

בברכה, ובכבוד רב

סלע קולקר

פרק 4: אודות מעריך השווי



הערכת השווי זו בוצעה על ידי צוות כלכלנים בראשותו של סלע קולקר.

סלע, בעל תואר שני **MBA** במנהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב, עם התמחות במימון ותואר ראשון **BA** בכלכלה וניהול מאוניברסיטת תל אביב.

בעל ניסיון של כ-15 שנים בייעוץ כלכלי ופיננסי, מתוכם כ-10 שנים בתפקידים בכירים.

החל משנת 2014 משמש כיועץ לחברות ציבוריות ופרטיות בתחומים של ביצוע הערכות שווי, כתיבה של חוות דעת כלכליות, כתיבה של חוות דעת מומחה, וליווי פיננסי של תהליכים עסקיים.

החל את דרכו כיועץ פיננסי ומנהל המחלקה הכלכלית בחברת תבור כלכלה ופיננסים, שם צבר ניסיון רב בביצוע הערכות שווי, כתיבה של תכניות עסקיות ומודלים כלליים. בהמשך דרכו שימש כסמנכ"ל המימון של חברת אמפא, וניהל את פעילות הנפקות האג"ח לשם גיוס הון מהשוק המוסדי.

בתקופה זו השלים גיוס של מאות מיליוני שקלים באמצעות 10 סבבי הנפקה של אגרות חוב מגובות בנכסים פיננסיים, וצבר הכרות עם הגופים המוסדיים בישראל.

בהמשך דרכו שימש כסמנכ"ל הכספים של אדקו טכנולוגיות. בשנים הבאות, שימש סלע כשותף בפירמת ראיית החשבון המובילה בייקר טילי, וניהל את חברת הייעוץ "בייקר טילי פיננסים". בייקר טילי הינה אחת מ-8 הפירמות הגדולות בישראל ואחת מ-8 הפירמות הגדולות בעולם. בשנים אלו, חברת הדירוג BDI הגדירה את בייקר טילי כפירמת ראיית החשבון הצומחת ביותר בישראל. במהלך תקופה זו צבר ניסיון רב בביצוע הערכות שווי ובכתיבה של חוות דעת מומחה לבתי משפט בארץ ובחו"ל.

בין השאר שימש כיועץ לחברות בהסדר חוב, או לבעלי אגרות החוב או לבעלי תפקידים הממונים על ידי משפט, כגון נאמן בהקפאת הליכים, מפרק, או מומחה פיננסי. בתקופה זו, סלע שימש כיועץ הכלכלי של חברת פלאזה סנטרס בתהליך ההבראה שהסתיים בהצלחה, ובין השאר ליווה כיועץ כלכלי את בעלי אגרות החוב בתהליך הפירוק של IDB אחזקות. שימש גם כיועץ כלכלי בתהליכי הסדר החוב של החברות, א. לוי, פטרוכימיים, סנטראל יורופיאן, וחברות ציבוריות רבות נוספות.

בנוסף, צבר ניסיון בהערכות שווי של נכסים פיננסיים מורכבים לרבות שימוש במודלים כמו בלק נ' שולס, OPM, המודל הבינומי ושימוש בסימולציית "מונטה קרלו".

פרק 5: מידע כללי עפ"י תקנות רשות ני"ע

בפרק זה מובאת התייחסות במתחייבת, לכל הנושאים שיש להתייחס אליהם, על פי תקנות הרשות לני"ע בעת צירוף הערכת שווי לדוחות כספיים (תוספת שלישית (תקנה 8 ב"ד))

1. זיהוי נושא ההערכה

הערכת שווי אחזקות גפן ביומד בחברת הפורטיפוליו נובה רמד כמפורט בפרק "סיכום הערכת השווי".

2. פרטי התקשרות

- (א) התאגיד המזמין: גפן השקעות ביומד בע"מ
- (ב) מועד ההתקשרות: 8 בפברואר 2015
- (ג) הסיבות שבגללן הזמין התאגיד את הערכת השווי: בחלוף 12 חודשים מהערכת השווי האחרונה, בנוסף, במועד שחלף מהערכת השווי הקודמת, חלה התקדמות משמעותית בשלבי הפיתוח של המוצר העיקרי של החברה, ובוצע מימוש של אופציות כך שנוצר חשש שממועד הערכת השווי האחרונה חל שינוי מהותי בשווי, כמפורט בגוף העבודה.
- (ד) שם מעריך השווי: סלע קולקר
- (ה) פרטי השכלתו: BA בכלכלה וניהול מאוניברסיטת ת"א, MBA במנהל עסקים התמחות במימון מאוניברסיטת ת"א. כ- 15 שנות ניסיון בהערכות שווי, כמפורט בפרק "אודות מעריך השווי".
- (ו) הנני מסכים כי הערכות השווי יצורפו לדוחות הכספיים של החברה.
- (ז) לא הוצבה התניה בנוגע לשכר טרחתי.
- (ח) הסכמת שיפוי: מוסכם בין הצדדים כי אם יפסק בהליך משפטי חלוט ובלתי ניתן לערעור כי על מעריך השווי לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר ישיר עם ביצוע השיירות נשוא מכתב ההתקשרות, מתחייב מזמין העבודה לשפותו אם מקור התביעה אינו קשור במעשה שבדון בעת מתן השיירות.
- (ט) למעריך השווי ניסיון רב בביצוע הערכות שווי בהיקפים דומים להערכה הנוכחית ואף גבוהים מאלו, כמפורט בפרק "אודות מעריך השווי".

3. השווי

- (א) השווי שנקבע, מפורט בפרק "סיכום הערכת השווי"
- (ב) תאריך התוקף של ההערכה: 31 בדצמבר 2014
- (ג) ניתוחי רגישות: כמפורט בפרק "דוחות רגישות לשווי הפעילות"
- (ד) שווי נשוא ההערכה בדוחות הכספיים הסמוכים: לא נערכה הערכת שווי לפני 31 בדצמבר 2014
- (ה) נשוא ההערכה אינו נסחר בבורסה
- (ו) עסקאות קודמות בנשוא ההערכה: כמפורט בפרק הרלבנטי בכל חברת פורטפוליו.
- (ז) אין סטייה ממחיר סחיר בבורסה, היות ונשוא ההערכה אינו נסחר בבורסה
- (ח) אין סטייה ממחיר סחיר בבורסה, היות ונשוא ההערכה אינו נסחר בבורסה
- (ט) אין שינויים מהותיים שנבעו מבקשות גילוי או הבהרה של הרשות

4. שיטת ההערכה

- (א) תיאור הנכס והסביבה העסקית, כמפורט בפרק "הסביבה העסקית"
- (ב) הנחות יסוד, כמפורט בפרק "הנחות יסוד"
- (ג) גורמי המפתח אשר עשויים להשפיע על התחזיות, כמפורט בפרק "הנחות יסוד"
- (ד) הערכות השווי נשענות על הנחות ותחזיות שסופקו על ידי ההנהלה. אם כי נעשו שינויים מטעמי שמרנות כמפורט בפרק "הערכת השווי". ביצענו מבחני סבירות להנחות היסוד, שכללו בין השאר השוואה להנחות יסוד במקרים דומים, על פי ניסיונו, כמפורט בפרק "דוחות רגישות לשווי הפעילות".
- (ה) השיטה הנבחרת היא שיטת ה DCF כמפורט בפרק "השיטה הנבחרת".
- (ו) מקורות המידע ששימשו אותנו בעבודה זו הם:
 - 1. שיחות עם הנהלת החברה.
 - 2. פגישה במשרדי החברה עם מר אלי קפלן, מנכ"ל החברה ומייסדה.
 - 3. שיחות עם היועץ המשפטי של החברה, עו"ד רחן קנטור.
 - 4. תכנית עסקית של החברה.
 - 5. תקנון החברה AOA.
 - 6. טבלת הון (Cap Table).
 - 7. נתונים פומביים לגבי חברות ציבוריות דומות.

- (ז) שיעורי היוון שנלקחו בחשבון הם 8.4% ו- 14% כמפורט בפרק "שיעור ההיוון".

5. הערכות שווי קודמות

- (א) מעריך השווי ביצע הערכות שווי קודמות עבור חברות הפורטפוליו של גפן החל מהרבעון הרביעי של שנת 2013, ובמשך ארבעת הרבעונים האחרונים.
- (ב) הערכת השווי סוטה בלמעלה מעשרים אחוזים מהשווי בספרים של ההשקעה. התוצאה הזו סבירה מכיוון שההשקעה הקודמת לא שוערה ומכיוון שחלה התקדמות משמעותית בפיתוח המוצר כמפורט בפרק "הסביבה העסקית" ופרק "הערכת השווי".
- (ג) לא היו הפרשים מהותיים בין התוצאות הכספיות שהונחו בסיס הערכות השווי הקודמות לבין התוצאות הכספיות בפועל

6. מומחים נוספים

- (א) הערכות השווי לא הסתמכו על הערכות מהותיות של מומחים נוספים.