



Sela Kolker

יועצים פיננסיים

הערכות שווי

ג'רוסלם השקעות

רבעון רביעי 2014

31 במרץ 2015

סלע קולקר יועצים פיננסיים

יגאל אלון 65 תל אביב, מגדל טויוטה קומה 17
טלפון 03-6244610 • פקס 077-5558160

Sela Kolker Financial Advisers

Yigal Alon 65, Tel Aviv. Toyota Tower, Floor 17
Office: +972-3-6244610 Fax: +972-77-5558160

תוכן העניינים

פרק 1:	סיכום ותוצאות	3
פרק 2:	אודות מעריך השווי	4
פרק 3:	מידע כללי	5

נספחים

1. הערכת שווי	נדלן.קום	Nadlan.Com
2. הערכת שווי	טופ איי וויז'ן	Top I Vision
3. דוח מיוחד	ביוסל	Biocell

פרק 1: סיכום ותוצאות

נתבקשנו להעריך את שוויין של האחזקות של ג'רוסלם השקעות בטכנולוגיות בע"מ (להלן: "ג'רוסלם") ליום 31 בדצמבר 2014, בחברות הפורטפוליו. השווי המצרפי של האחזקות אלו נאמד על ידנו בכ- 10.5 מיליוני ₪.

שווי אחזקות ג'רוסלם בחברת נדלן.קום הוערך בכ- 4.8 מיליוני ₪ המהווים ירידה של כ- 10% לעומת הערכת השווי הקודמת. פעילות נדלן.קום אוחדה עם פעילות חברת "גמבה" מקבוצת אדלר, לחברה משותפת חדשה בשם "מה-בה". שווי אחזקות ג'רוסלם חושב על פי גישת ההשוואה, ובהתבסס על זכותה של ג'רוסלם לאחזקת 12.5% ממניות החברה המשותפת "מה-בה", ובהתבסס על עסקה שנחתמה בין בעלי המניות של נדלן.קום ושל גמבה בחודש אפריל 2014. הערכת שווי אחזקותיה של ג'רוסלם בנדלן.קום, מצורפת כנספח 1 לחוות דעת זו.

סיכום תוצאות הערכות השווי

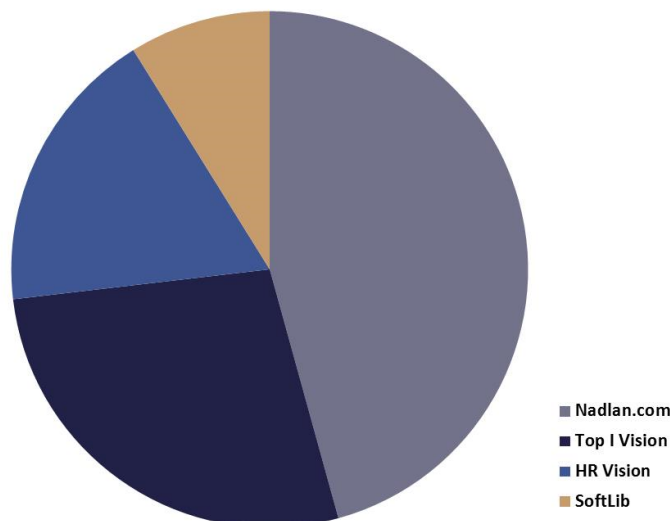
אלפי דולר, אלפי ₪

חברה	שיטת הערכה	שווי חברה אלפי דולר	שיעור החזקה	שווי אחזקות ג'רוסלם אלפי ₪
Nadlan.com	השוואה לעסקה	8,986	12.5%	4,825
Top I Vision	DCF	6,932	10.5%	2,835
HR Vision	שיערוך הלוואה	n/a	n/a	1,900
SoftLib	OPM	4,217	4.9%	934
סה"כ		20,135		10,494

שווייה של חברת טופ איי ויז'ן הוערך באמצעות שיטת ה- DCF בכ- 7 מיליוני דולר. שווי אחזקותיה של ג'רוסלם בחברה זו בשיעור 10.5% מוערך בכ- 2.8 מיליוני ₪. הערכת שווי אחזקותיה של ג'רוסלם בטופ איי ויז'ן, מצורפת כנספח 2 לחוות דעת זו.

אחזקותיה של ג'רוסלם בחברת HR Vision הוערכו בכ- 1.9 מיליוני ₪ בהתאם להלוואה המירה שג'רוסלם העמידה לטובת החברה. מניות ג'רוסלם בחברת סופטליב הוערכו בכ- 0.9 מיליוני ₪ על פי מודל OPM, המתבסס על סבב השקעה אחרון בו גייסה החברה כ- 1.2 מיליוני דולר בהלוואה המירה. שווי אחזקותיה של ג'רוסלם בחברה נוספת – ביוסל, הוערכו כלא מהותיות. דוח מיוחד בדבר מצבה של ביוסל מצורף כנספח 3 לחוות דעת זו.

התפלגות שווי אחזקות ג'רוסלם בחברות הפורטפוליו



פרק 2: 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, וחברות ציבוריות רבות. בנוסף, צבר ניסיון בהערכות שווי של נכסים פיננסיים מורכבים לרבות שימוש במודלים כמו בלק נ' שולס, OPM, מודל בינומי, ושימוש בסימולציית "מונטה קרלו".

סלע משמש כיועץ פיננסי למספר חברות הון סיכון וחברות "חממה טכנולוגית" ציבוריות, וכמעריך שווי של החברות הנמצאות בפורטפוליו שלהן.

פרק 3: מידע כללי

בפרק זה מובאת התייחסות במתחייבות, 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 ג'רוסלם בחברות הפורטפוליו כמפורט בפרק סיכום הערכת השווי.

2. פרטי התקשרות

- (א) התאגיד המזמין: ג'רוסלם השקעות בטכנולוגיות בע"מ
- (ב) מועד ההתקשרות: 22 בפברואר 2015
- (ג) הסיבות שבעטין הזמין התאגיד את הערכת השווי: בחלוף 12 חודשים מהערכת השווי האחרונה.
- (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 השירותים נשוא מכתב ההתקשרות, מתחייב מזמין העבודה לשפותו אם מקור התביעה אינו קשור במעשה שבזדון בעת מתן השירותים.
- (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 הרלבנטי בכל חברת פורטפוליו
- (ד) שווי נשוא ההערכה בדוחות הכספיים הסמוכים: כמפורט בפרק סיכום הערכת השווי
- (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 כתוצאה מבקשות גילוי או הבהרה של הרשות

4. שיטת ההערכה

- (א) תיאור הנכס והסביבה העסקית, כמפורט בפרק הרלבנטי בכל חברת פורטפוליו
- (ב) הנחות יסוד, כמפורט בפרק הרלבנטי בכל חברת פורטפוליו
- (ג) גורמי המפתח אשר עשויים להשפיע על התחזיות, כמפורט בפרק הרלבנטי בכל חברת פורטפוליו
- (ד) הערכות השווי נשענות על הנחות ותחזיות שסופקו על ידי ההנהלות של חברות הפורטפוליו. לא נעשו שינויים מהותיים בהנחות יסוד אלו. ביצענו מבחני סבירות להנחות היסוד, שכללו בין השאר השוואה להנחות יסוד במקרים דומים, על פי ניסיונו.
- (ה) השיטה

1. כלל, השיטה המועדפת להערכות השווי היתה **שיטת תמחור אופציות (OPM)**. ככל שעבור חברת פורטפוליו נערך גיוס חיצוני בסמיכות למועד השווי, או במידה שבוצעה עסקת רכישה בין קונה מרצון ומוכר מרצון במועד כאמור, נבחרה שיטה זו. שווי העסקה בסמוך למועד ההערכה, מספק אינדיקציה חזקה לגבי שווייה של החברה. שווי החברה חושב באמצעות שימוש במודל מתמטי העושה שימוש מרבי בנתוני השוק, ונשען במידה מועטה על נתונים שיש בהם מידה של

סובייקטיביות כגון סטיית תקן, ומשך הזמן הצפוי להנזלת הנכסים. המודל מבוסס על הגרלת 10,000 מקרים המתפלגים נורמאליים בהנחת מהלך מקרי (Random walk).

להנחת מהלך מקרי בהתפלגות נורמאלי יש יתרון וחיסרון: היתרון הוא בכך שהפתרון המתקבל הוא טכני במהותו, ומאפשר מידה מועטה של סובייקטיביות. מרגע שנבחרה סטיית התקן, תוצאות המודל נקבעות באופן טכני, ונגזרות ממחיר המניה כפי שנקבע בסבב עליו מתבסס המודל. החיסרון הוא בכך שהתפלגות נורמאלי איננה מדמה בצורה הולמת את ההתפלגות השווה העתידי של חברות סטארט אפ. ההתפלגות של חברות סטארט היא הרבה יותר קוטבית: בסיכוי גבוה החברה תהיה שווה מעט מאוד, ובסיכוי גבוה החברה תהיה שווה הרבה מאוד. לעומת זאת, יש סיכוי נמוך שהחברה תהיה שווה לתוחלת של השווים העתידיים שלה. בעוד שהתפלגות נורמאלי מקנה את הסיכוי הגבוה ביותר לערכים סביב התוחלת.

2. ככל שגישת ההשוואה תמצא כלא מתאימה, נבחנה המתודולוגיה הרלבנטית להערכת שווי חברות הפורטפוליו, כאשר המתודולוגיה המועדפת היתה **שיטת היוון תזרים במזומנים (DCF)**, בהישען על תחזיות והנחות ההנהלה.

3. במקרים בהם שורר חוסר ודאות גבוה מדי, ואינו מאפשר לבצע תחזית תזרים מזומנים עתידי מדויק מספיק כדי לסמוך עליו את שיטת ה DCF, נעשה שימוש בשיטת תוחלת התשואה (**Probability-Weighted Expected Return Method**). על פי שיטה זו, יש "לפרק" את שווי החברה המוחזקת לכמה סוגים של תרחישים, ולייחס לכל תרחיש הסתברות. שווי ההחזקה של החברה הינו ממוצע משוקלל של זכויותיה הפיננסיות בכל תרחיש למועד הערכת השווי, כמפורט בפרק הרלבנטי בכל הערכת שווי של חברות הפורטפוליו.

- (ו) מקורות המידע: עבור כל החברות המוערכות למעט נדל"קום, בוצעה פגישה עם מנהלי החברה במשרדיה. בנוסף, סופקו טבלאות הון, הסכמי חממה, הסכמי השקעה אחרונים, ובמידת הצורך שיחות עם היועצים המשפטיים, דירקטורים ובעלי תפקיד נוספים, כמפורט בפרק הרלבנטי בהערכות השווי של חברות הפורטפוליו.
- (ז) שיעור היוון שנלקחו בחשבון נעים בטווח של בין 17.5% ל-25% על פי מודל WACC כמפורט בפרק הרלבנטי בהערכות השווי של חברות הפורטפוליו.

5. הערכות שווי קודמות

- (א) מעריך השווי לא ביצע הערכת שווי קודמות לחברות הפורטפוליו של ג'רוסלם. מעריך השווי ביצע עבור ג'רוסלם הערכות שווי עבור מכשירים פיננסיים כגון הלוואות המירות, החל מהרבעון הרביעי של שנת 2013, ובמשך ארבעת הרבעונים האחרונים.
- (ב) הערכת שווי חברת טופ איי ויז'ן סוטה בכ-29% כלפי מטה מההערכה הקודמת, כמפורט בהערכת השווי. הערכת שווי סופטליב סוטה בכ-41% כלפי מעלה, לעומת הערכת השווי הקודמת. ערך אחזקות החברה בחברת ביסול הוערך כלא מהותי, לעומת ערך חיובי של כ-10 מיליוני ₪ שהוערך בהערכת השווי הקודמת על ידי מעריך שווי אחר. השינויים מוסברים בפרק הרלבנטי בכל דוח.
- (ג) הפרשים בין התוצאות הכספיות שהונחו בסיס הערכות השווי הקודמות לבין התוצאות הכספיות בפועל היו מהותיים בחברות: טופ איי ויז'ן וביסול כמפורט בהערכות השווי. בחברת נדל"קום לא נמסר מידע אודות התוצאות בפועל, כפי שמתואר בחוות הדעת.

6. מומחים נוספים

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

בברכה, ובכבוד רב
סלע קולקר



Sela Kolker
יועצים פיננסיים

הערכת שווי

נדל"ן.קום

ג'רוסלם השקעות

31 במרץ 2015

תוכן העניינים

3	פרק 1: אודות הנכס המוערך
3	1.1 נדלן.קום רקע
3	1.2 ג'רוסלם רקע
6	1.3 פעילות נדלן.קום
7	1.4 עסקת "מה-בה"
7	1.5 הנכס המוערך
8	1.6 המצב המשפטי
9	פרק 2: הערכת השווי
9	2.1 השיטה הנבחרת
9	2.2 שיעור ההיוון
11	2.3 השווי הגלום בעסקה
14	2.4 הערכת השווי בחלופות שונות

פרק 1: אודות הנכס המוערך

1.1 נדלן.קום רקע

1.1.1 נדלן.קום הישנה

חברת נדלן.קום ישראל בע"מ (להלן: "נדלן.קום הישנה") הוקמה על ידי ד"ר אריה עובדיה, במטרה להפעיל אתר האינטרנט העוסק במתן שירותים בתחום הנדל"ן בישראל, תחת המותג: **Nadlan.Com**. האתר פועל באופן הדומה לאתר הלוחות המוכר יותר "Yad2", אולם, הוא מתמקד בשוק נכסי הנדל"ן מיד ראשונה. ד"ר אריה עובדיה הינו המייסד והבעלים של נדלן.קום הישנה.

1.1.2 נדלן.קום החדשה

בשנת 2011 הוקמה חברת "נדל"ן קום 2011 אינט בע"מ" (להלן: "נדלן.קום החדשה" או "נדלן.קום") במטרה להעביר את כל הפעילות והנכסים של נדלן.קום הישנה לנדלן.קום החדשה. מניות החברה חולקו בין בעלי המניות באופן הבא: 45% הוחזקו בידי נדלן.קום הישנה, 25% הוחזקו בידי ד"ר אריה עובדיה המשמש גם כיו"ר הדירקטוריון, 20% הוחזקו על ידי מר יובל אביטן המשמש כמנכ"ל החברה, ויתרת המניות בשיעור 10% הוחזקו על ידי עו"ד איתי גרין, המשמש כיועץ המשפטי של החברה. מטרת העברת הפעילות והנכסים היתה להכשיר את הקרקע לעסקת החלפת מניות, כמתואר בהמשך.

1.2 ג'רוסלם רקע

1.2.1 ג'רוסלם פאונדרס

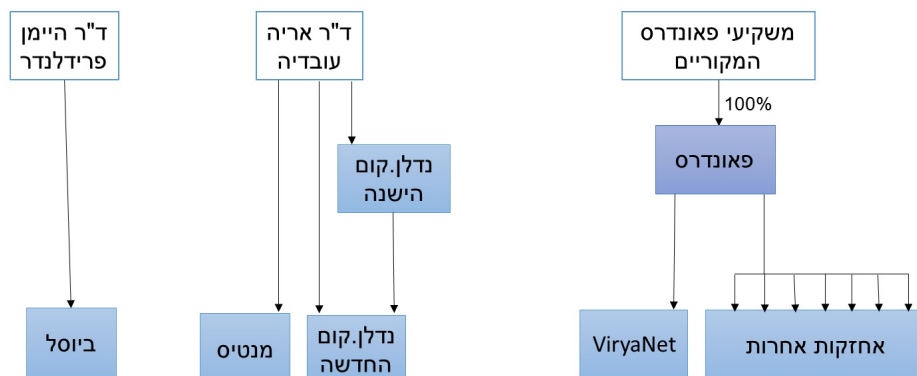
חברת "ג'רוסלם הייטק פאונדרס בע"מ" (להלן: "ג'רוסלם פאונדרס" או "פאונדרס") הוקמה בשנת 1998 במטרה להשקיע בחברות סטארט אפ. עד לשנת 2009 החזיקו בה המשקיעים המקוריים (להלן: "משקיעי פאונדרס המקוריים") הכוללים את מר שמואל הכהן, ולדימיר מורגנשטרן, SQL, ושמעון כץ. בשנת 2009 כללו אחזקותיה של פאונדרס, מניות בחברות סטארט אפ שונות, לרבות מניות בחברת וויריאנט ("ViryaNet") ואחזקות נוספות.

1.2.2 עסקת ההחלפה

בשנת 2009 משקיעי פאונדרס התקשרו בעסקת החלפת מניות עם שני משקיעים חדשים:

1. ד"ר אריה עובדיה, אשר ייעד לעסקת ההחלפה 2 מאחזקותיו: נדלן.קום ו"מנטיסיון" (להלן: "מנטיס").
2. ד"ר היימן פרידלנדר, אשר ייעד לעסקת ההחלפה את אחזקותיו בחברת "ביוסל" (BioCell).

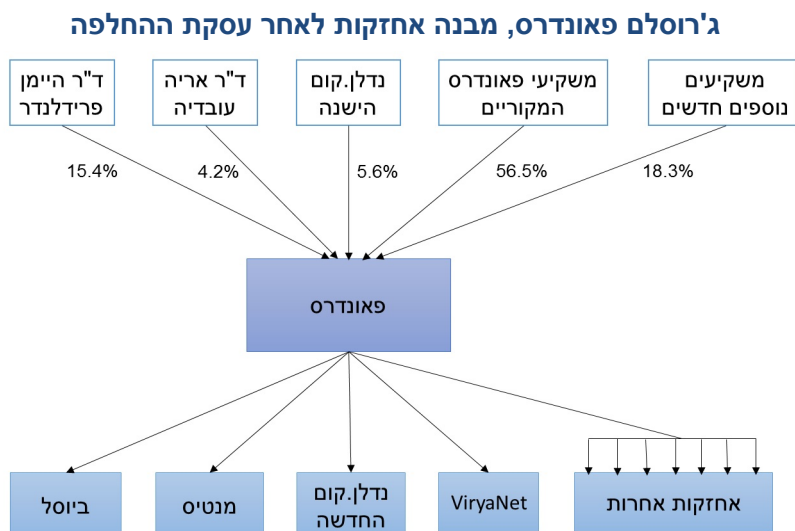
תרשים אחזקות טרום עסקת ההחלפה



כוונתם המשותפת של משקיעי פאונדרס המקורית, והשותפים החדשים, ד"ר אריה עובדיה וד"ר היימן פרידלנדר היתה לאחד את אחזקות כל החברות לתוך פאונדרס, ובשלב הבא להנפיק את הפעילות של פאונדרס המשותפת, בהנפקת מניות ראשונה לציבור (IPO).

לאחר השלמת עסקת ההחלפה, קיבל לידיו ד"ר אריה עובדיה בסך הכל, במישרין ובעקיפין, כ- 9.8% ממניות פאונדרס, מתוכן:

1. עבור החלק בפעילות מנטיס שעברה לפאונדרס, קיבל מר עובדיה כ- 4.2% ממניות פאונדרס.
2. עבור החלק בפעילות נדל.קום שעברה לפאונדרס, כמפורט בהמשך, קיבלה נדל.קום הישנה שבבעלות אריה עובדיה כ- 5.6% ממניות פאונדרס.



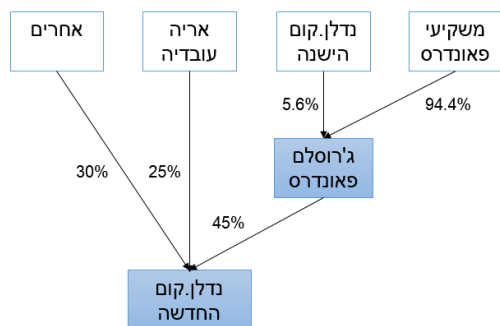
ההסכם הושג במהלך 2009, ועסקת ההחלפה יצאה אל הפועל במהלך 2011. עוד הוסכם, כי העסקה איננה סופית, אלא מותנית בביצוע ההנפקה. על פי ההסכם, במידה ולא תתבצע הנפקה, תבוטל עסקת ההחלפה, וכל האחזקות תוחזרנה לבעליהן המקוריים..

1.2.3 נדל.קום – פרטי עסקת ההחלפה

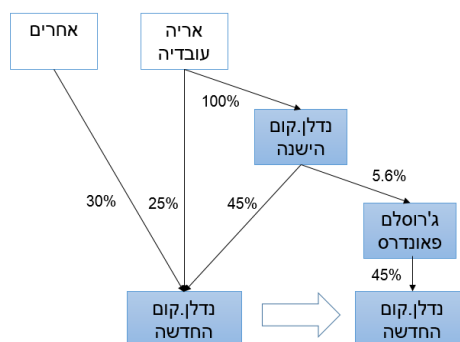
בסך הכל הוענקו לפאונדרס 45% ממניות נדל.קום החדשה, בעסקה שהורכבה בשני חלקים:

1. פאונדרס רכשה מנדל.קום הישנה 15% ממניות נדל.קום החדשה בתמורה ל- 500,000 דולר.
2. פאונדרס קיבלה לידיה 30% נוספים ממניות נדל.קום החדשה בתמורה ל- 996 מניות פאונדרס, אשר היוו כ- 5.6% מסך מניות ג'רוסלם פאונדרס, והועברו לידי נדל.קום הישנה.

תרשים חברות אחרי עסקת ההחלפה



החלפת מניות נדל.קום עם מניות פאונדרס



1.2.4 הקמת JTI

חברת "ג'רוסלם" השקעות בטכנולוגיות בע"מ (JTI) (להלן: "JTI" או "ג'רוסלם הפרטית") הוקמה על ידי משקיעי פאונדרס, המקוריים והחדשים, במטרה להנפיק את פעילות פאונדרס. הכוונה היתה להעביר ל- JTI את האחזקות העיקריות של פאונדרס, כלומר: VityaNet, נדלן.קום, מנטיס וביוסל, ולהעניק לבעלי המניות בפאונדרס, מניות ב- JTI על פי אותו יחס.

JTI - טבלת הון ליום 31 בדצמבר 2011 מספר יחידות

מס' מניות	אחוז אחזקה	
8,220	46.4%	שמואל הכהן
1,060	6.0%	ולדימיר מורגנשטרן
280	1.6%	SQL טכנולוגיות
1,236	7.0%	ד"ר היימן פרידלנדר נאמנות
1,492	8.4%	ד"ר היימן פרידלנדר
440	2.5%	שמעון כץ
741	4.2%	ד"ר צביקה בן פורת
296	1.7%	ירון פיטרו
297	1.7%	חגן זלאיט
742	4.2%	ד"ר אריה עובדיה
996	5.6%	נדלן.קום הישנה
1,900	10.7%	קרן דוקור
17,705	100%	סה"כ

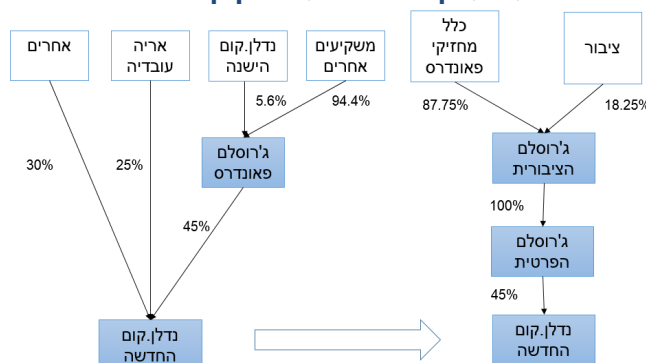
בנוסף, JTI גייסה הון ממשקיעים חדשים, ובעיקר מבית ההשקעות "הדס ארזים", במטרה לתמוך בחברות המוחזקות על ידה, ובמטרה לבצע השקעות חדשות. גיוסים אלו בוצעו באמצעות הלוואות המירות למניות JTI, הלוואות, שבסופו של דבר אכן הומרו למניות JTI, תוך דילול בעלי המניות הקיימים.

ואכן, בין השנים 2011 ועד 2013, JTI השקיעה בחברות: "טופ איי וויז'ן" (TOP I Vision), "אייץ' אר וויז'ן" (HR Vision) וסופטליב (Softlib), ובנוסף, השקיעה בחברות המוחזקות על ידי פאונדרס: מנטיס וויריאנט, בתמורה למניות נוספות, שהוחזקו מעתה גם על ידי JTI.

1.2.5 ג'רוסלם הציבורית

בחודש יוני 2013, בוצעה עסקת מיזוג, שמטרתה היתה להפוך את פעילות JTI לציבורית. משקיעי פאונדרס, איתרו חברת "שלד בורסאי" בשם "דניאל ב.ש. החזקות בע"מ", ששמה הוחלף לאחר עסקת המיזוג לחברת "ג'רוסלם" השקעות בטכנולוגיות בע"מ" (להלן: "ג'רוסלם הציבורית" או "ג'רוסלם"). עם השלמת העסקה, החזיקה ג'רוסלם הציבורית ב- 100% ממניות ג'רוסלם הפרטית. 18.75% ממניות ג'רוסלם הציבורית נותרו בידי הציבור, ו- 81.25% ממניות ג'רוסלם הציבורית חולקו בין בעלי המניות של ג'רוסלם הפרטית על פי יחס אחזקותיהם. בד בבד, המירה ג'רוסלם את הלוואותיה ההמירות למניות, כך שמחזיקי ג'רוסלם דוללו תוך שמירה על יחס אחזקותיהם המקורי.

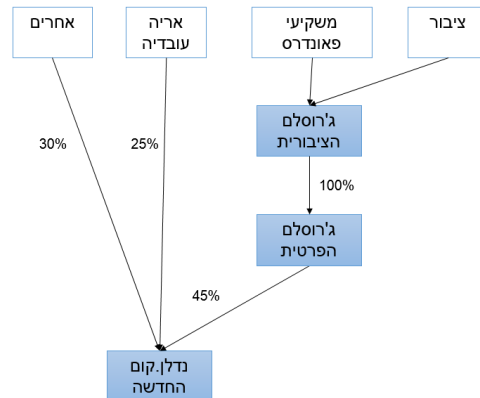
השפעת עסקת המיזוג על נדלן.קום החדשה



1.2.6 השפעת עסקת המיזוג על נדלן.קום

בכך הושלמה עסקת מרכבת, ששלביה המוקדמים היו מותנים בהצלחת השלבים הסופיים. לאחר השלמת עסקת המיזוג ג'רוסלם הציבורית החזיקה באמצעות ג'רוסלם הפרטית ב-45% מנדלן.קום החדשה, ואילו מר אריה עובדיה החזיק ב-25% מנדלן.קום החדשה. נכון למועד חוות דעת זו, עשוי מר אריה עובדיה להחזיק, בין אם במישרין ובין אם באמצעות נדלן.קום הישנה, במניות של חברת ג'רוסלם הציבורית.

בעלי מניות בנדלן.קום החדשה לאחר השלמת עסקאות ההחלפה והמיזוג



1.3 פעילות נדלן.קום

נדלן.קום הינה הבעלים של אתר האינטרנט והדומיין Nadlan.Com, אתר העוסק במתן שירותים בתחום השכרת ומכירת נדל"ן למגורים ומסחרי. האתר מסייע לקשר בין מוכרים של נכסי נדל"ן ובין רוכשים פוטנציאליים, תוך התמקדות בדירות למגורים מיד ראשונה. האתר מכיל מאגר נכסים המוצגים בעזרת תמונות, הדמיות, תכניות נכס, סיורים וירטואליים וצילומי וידאו, באופן נוח, זמין וידידותי למשתמש ומידע משלים אודות ענף הנדל"ן.

המודל העסקי של נדלן.קום מבוסס על חוזי פרסום שנתיים עם חברות ציבוריות גדולות, יזמים, קבלני בניה ומשרדי מכירות, האסטרטגיה השיווקית מבוססת על קידום במנועי חיפוש מובילים, ושיתוף פעולה עם פורטלים מובילים.

בשוק אתרי המודעות בענף הנדל"ן פועלים מספר שחקנים, וביניהם yad2, Homless ו-WINWIN. נדלן.קום מבדלת את עצמה על ידי כך שהיא מתמקדת בשוק הדירות מקבלן, ולא מהווה לוח יד שניה בעל הצע רחב ומפוזר של מוצרים. נכון לדצמבר 2013 תנועת המשתמשים בנדלן.קום היתה נמוכה יחסית לתנועה באתרים המתחרים.

1.4 עסקת "מה-בה"

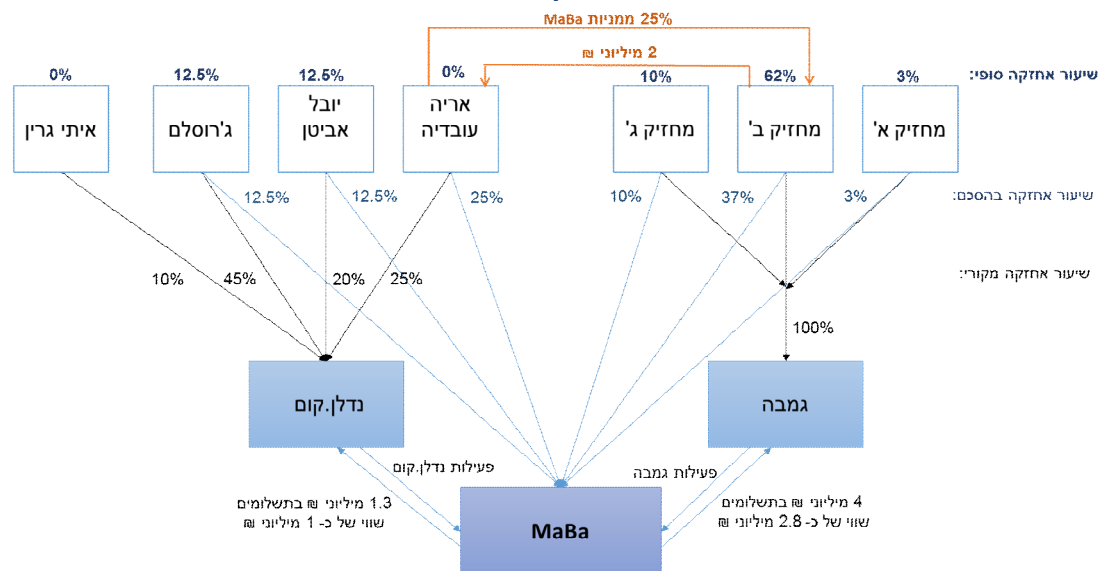


בחודש אפריל 2014 נחתמה "עסקת מה-בה" שעיקרה, מיזוג בין פעילות נדלן.קום לפעילות הדיגיטל של קבוצת אדלר חומסקי. פעילות נדלן.קום הוחזקה בידי בעלי המניות של נדלן.קום החדשה. פעילות הדיגיטל של חברת הפרסום אדלר חומסקי הוחזקה על ידי חברת "גמבה תקשורת בע"מ" (להלן: "גמבה"), המוחזקת בידי "קבוצת אדלר", באמצעות שלושה גופים (להלן: "מחזיק א'", "מחזיק ב'", ו-"מחזיק ג'").

ההסכם נחתם בין כל בעלי המניות של גמבה, ורק חלק מבעלי המניות של נדלן.קום כמפורט בהמשך, ואלו עיקריו:

- תוקם חברה חדשה בשם: "מה בה בע"מ" (להלן: "מה-בה" או "MaBa").
- נדלן.קום תעביר את פעילותה ל-מה-בה בתמורה לתזרים עתידי של 1% מיליוני ש"ח שיועבר ב-3 תשלומים שנתיים.
- גמבה תעביר את פעילותה ל-מה-בה בתמורה לתזרים עתידי של 4 מיליוני ש"ח שיועבר ב-5 תשלומים שנתיים.
- 50% ממניות מה-בה יוענקו לבעלי המניות של נדלן.קום כדלקמן:
 - 25% - אריה עובדיה
 - 12.5% - יובל אביטן
 - 12.5% - יוחזקו על ידי יובל אביטן בנאמנות עבור JTI
- 50% ממניות מה-בה יוענקו לבעלי המניות של גמבה כדלקמן:
 - מחזיק א' 3%
 - מחזיק ב' 37%
 - מחזיק ג' 10%
- מחזיק ב' ירכוש מאריה עובדיה את 25% המניות שבידו במה-בה בתמורה ל-2 מיליוני ש"ח.

תרשים עסקת מה-בה



1.5 הנכס המוערך

עם השלמת העסקה, תחזיק ג'רוסלם ב-12.5% ממניות מה-בה, 12.5% נוספים יוחזקו בידי יובל אביטן, ו-75% ממניות מה-בה יוחזקו בידי קבוצת אדלר. בנוסף תהיה זכאית ג'רוסלם ל-45% מתוך תזרים המזומנים הצפוי להתקבל בנדלן.קום בסך של 1% מיליוני ש"ח. הנכס המצוי בידי ג'רוסלם, והמוערך בהערכת שווי זו, הינו:

- 12.5% ממניות מה-בה, המאגדת בתוכה את פעילות נדלן.קום ופעילות גמבה.
- 45% ממניות נדלן.קום החדשה, שבבעלותה תזרים מזומנים עתידי בסך של 1% מיליוני ש"ח ממה-בה.

1.6 המצב המשפטי

1.6.1 סכסוך בין בעלי המניות של נדלן.קום

בחודש יוני 2014 הגישו מר אריה עובדיה ונדלן.קום הישנה, תביעה משפטית כנגד ג'רוסלם, JTI, פאונדרס, ואחרים. התביעה עוסקת בטענות שונות כנגד שתי עסקאות החלפת המניות שביצע ד"ר אריה עובדיה עם ג'רוסלם. על פי כתב התביעה, דרשו התובעים לבטל את עסקאות ההחלפה ולהשיב אותן בחזרה, כלומר:

- להשיב את מניות נדלן.קום החדשה מידי ג'רוסלם לידי נדלן.קום הישנה.
 - להשיב את מניות ג'רוסלם מנדלן.קום הישנה בחזרה לג'רוסלם.
 - להשיב לג'רוסלם את התמורה בסך 400 אלפי דולר ששולמה, באופן חלקי, עבור מניות נדלן.קום.
 - להשיב לאחר, באופן דומה את החלפת המניות שבוצעה בין חברת מנטיס וג'רוסלם.
- בין השאר, נטען כי מכיוון שג'רוסלם הפרה את ההסכמים, יש לראות בעסקת ההחלפה, כעסקה שמעולם לא הושלמה.

1.6.2 התביעה בסתירה לעסקת מה-בה

הטענה שעסקת ההחלפה מעולם לא הושלמה, עומדת בסתירה לוגית לעסקת מה-בה שבוצעה בין אריה עובדיה ויובל אביטן ובין בעלי המניות של גמבה, שנחתמה בחודש אפריל 2014, כחודשיים לפני הגשת התביעה. כפי שנמסר לי על ידי הנהלת ג'רוסלם, במהלך הדיונים בבית המשפט, התובעים שינו את טענתם המקורית, וביקשו לחילופין שג'רוסלם תשיב להם את המניות החדשות שהוענקו להם במסגרת עסקת מה-בה, ובשיעור 12.5% ממניות מה-בה.

1.6.3 העדר מידע

עסקת מה-בה כולה, נערכה ונחתמה על ידי חלק מבעלי מניות נדלן.קום הכוללים את אריה עובדיה ואת יובל אביטן ואינם כוללים את ג'רוסלם. כפי שנמסר לי, הנהלת ג'רוסלם העבירה את הסכמתה לביצוע עסקת מה-בה כך שבסופה של העסקה, תחזיק ג'רוסלם ב-12.5% ממניות מה-בה, חלף אחזקותיה הקודמות במניות נדלן.קום. לצורך ביצוע הערכת שווי זו ביקשנו נתונים אודות פעילות מה-בה. אולם, לאור הסכסוך בין בעלי המניות, מידע זה נבצר מהנהלת ג'רוסלם. במועד הערכת השווי זו, לא ניתן היה לקבל מן החברות נדלן.קום ומה-בה מידע אודות פעילותן לרבות דוחות כספיים, נתונים פיננסיים, תחזיות וכדומה. לאור זאת, נוצר קושי בביצוע הערכת שווי בשיטת היוון תזרים המזומנים (DCF) ליום 31 בדצמבר 2014.

1.6.4 משיכת התביעה

בחודש פברואר 2015, לאחר מועד הערכת שווי זו, בקשו התובעים למחוק את תביעתם כאמור לעיל. בבקשתם למחיקת התביעה, התובעים מציינים כי הם שומרים לעצמם את הזכות להגישה מחדש, תוך עריכת שינויים. אין באפשרותנו לשלול שתביעה מחודשת אכן תוגש. מכל מקום, היועץ המשפטי של ג'רוסלם, עו"ד אבי אברמוביץ' העריך את סיכויי התביעה, כאפסיים.

1.6.5 אחזקת מניות מה-בה בנאמנות

על פי הסכם מה-בה, 12.5% ממניות מה-בה מוחזקות בנאמנות על ידי יובל אביטן עבור JTI. לצורך ביצוע הערכת שווי זו ביקשנו לקבל לידנו את הסכם הנאמנות, אולם, נכון למועד חוות דעת זו, לא ניתן היה להשיג את הסכם הנאמנות, ולא ניתן לדעת האם הוא כולל התניות נוספות באשר למסירת מניות מה-בה עבור JTI. בהערכת שווי זו הנחנו, ש-JTI זכאית למניותיה המוחזקות בנאמנות ללא תנאי. אילו יתברר כי ישנם תנאים נוספים להסכם הנאמנות, יש בכך כדי להשפיע באופן מהותי על תוצאות הערכת שווי זו.

פרק 2: הערכת השווי

2.1 השיטה הנבחרת

נתבקשנו למצוא את השווי של אחזקות ג'רוסלם במניות נדלן. קום ומניות מה-בה ליום 31 בדצמבר, 2014. הגישה בה בחרנו היא גישת ההשוואה, המתבססת על עסקת מה-בה. עסקת מה-בה היא עסקה שנחתמה בין קונה מרצון ובין מוכר מרצון, ועוסקת בהחלפת מניות נדלן. קום, מניות גמבה ומניות מה-בה וכוללת טרנזקציות כספיות. ההנחה, ששני הצדדים העיקריים לעסקה, ד"ר אריה עובדיה מצד אחד, וקבוצת אדלר מצד שני, המכירים היטב את נכסיהם, ביצעו עסקה המשקפת למניות שהחליפו ידיים שווי הוגן מנקודת מבטם.

עסקת מה-בה כוללת את המאפיינים הבאים:

1. נדל"ן קום מעבירה את הפעילות ל-Maba בתמורה ל-1⅓ מיליוני ₪ בתשלומים.
2. גמבה מעבירה את הפעילות ל-Maba בתמורה ל-4 מיליוני ₪ בתשלומים.
3. חלוקת 50% ממניות מה-בה לקבוצת אדלר, ו-25% לאריה עובדיה.
4. רכישת 25% ממניותיו של אריה עובדיה על ידי קבוצת אדלר בתמורה ל-2 מיליון ₪.

התוצאה של עסקת מה-בה היא, שקבוצת אדלר מחזיקה ב-75% ממניות מה-בה, ואילו אריה עובדיה נפרד מכל אחזקותיו בנדלן. קום בתמורה למזומן. בעסקה זו, גלום שווי כלכלי לפעילות נדלן. קום ולפעילות מה-בה.

שווי הפעילות של נדלן. קום הוערך על פי עסקת מה-בה מנקודת המבט של אריה עובדיה.
שווי הפעילות של גמבה הוערך על פי עסקת מה-בה מנקודת המבט של קבוצת אדלר.

2.2 שיעור ההיוון

2.2.1 חלופה ראשונה – מחיר החוב

לצורך היוון תזרימי המזומנים הצפויים להיות משולמים מהחברה המשותפת מה-בה לחברות הפעילות הישנות גמבה ונדלן. קום נדרש להעריך את שיעור ההיוון הראוי. לכאורה, שיעור ההיוון זה צריך לשקף את מחיר החוב של מה-בה. להערכתנו מחיר החוב של מה-בה עשוי לנוע בטווח של 6% עד 8%. העדר מידע אודות מה-בה מקשה על חישוב מחיר החוב שלה באופן מתודולוגי.

בנוסף, התחייבויותיה של מה-בה כלפי החברות, איננה בעלת אופי התחייבותי מובהק, והיא נושאת במידה מסוימת אופי של הלוואת בעלים. תזרים המזומנים אמור להיות משולם לחברות המוחזקות על ידי הבעלים, ולוח הסילוקין נקבע בעיקר במטרה לאזן בין שתי קבוצות הבעלים. להערכתנו, במידה ולא יהיה תזרים חופשי פנוי מהפעילות לתשלומים אלה, יש להניח שהבעלים עשויים להעדיף לבצע תשלומים לבעלי חוב מובהקים כגון בנקים, כך שלמעשה לוח הסילוקין תלוי בסיכונים תפעוליים.

להערכתנו, שיעור היוון המבוסס על מחיר החוב, עלול להוות הערכת חסר. להערכת ההשפעה שעשויה להיות לשימוש בשיעור היוון זה על התוצאות הסופיות של הערכת השווי ראה דוח רגישות בפרק 2.3.6.

2.2.2 חלופה שנייה – מחיר ההון של נדלן.קום

לחילופין, ניתן להשתמש במחיר ההון של נדלן.קום לצורך היוון זרמי המזומנים. שיעור היוון זה נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחה המקובלת:

נוסחת WACC

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

מודל ה-WACC משקף באופן הולם את הסיכון השיטתי של תזרימי המזומנים של נדלן.קום. ככל הידוע לנו, נכון למועד הערכת השווי, לנדלן.קום אין חוב פיננסי והיא איננה צופה גיוס של חוב פיננסי. על פי נתוני Damodaran, שיעור המינוף נטו הממוצע בתעשיית ה-"Software - internet" הינו זניח. לפיכך, נאמד מחיר ההון בגובה שיעור התשואה על ההון העצמי: K_e .

לשיעור זה הוספנו פרמיה, בכדי ששיעור ההיוון ישקף את מכלול הסיכונים של החברה, לרבות גודלה. פרמיית הסיכון נאמדה על בסיס נתוני Ibbotson והיא משקפת את גודלה של החברה. בכדי לשמור על עקביות אמדנו את פרמיית הסיכון של החברה ב-6%, בדומה להערכת השווי הקודמת שנערכה עבור 31 בדצמבר 2013.

חישוב מחיר ההון של החברה

פירוט פרמטרים

הערות	סימול	
ריבית חסרת סיכון	R_f	2.6%
ביטת נכסים ענפית	β_A	1.29
תשואת השוק	R_m	6.8%
שיעור החוב נטו מהנכסים	D/V	0.0%
ביטא מניות החברה	β_L	1.29
תשואה על ההון	K_e	11.4%
פרמיית חברה		6.0%
שיעור היוון		17.42%

שיעור ההיוון ששימש אותנו בהערכת שווי זו הינו 17.5% במעוגל.

להערכתנו, שיעור היוון זה, עשוי לשקף בצורה ראויה את הסיכון הגלום בתזרים המזומנים הצפוי לנדלן.קום ולגמבה, על פי עסקת מה-בה.

2.3 השווי הגלום בעסקה

2.3.1 היום תזרימי מזומנים

בתמורה לפעילות נדלן.קום התחייבה מה-בה להעביר לנדלן.קום סך של 1% מיליוני ₪ ב-3 תשלומים החל מה-31 בדצמבר 2014 ועד ל-31 בדצמבר 2016. השווי המהווה ליום העסקה של זרם התשלומים בשיעור ההיוון שחושב הינו כ- 1 מיליוני ₪.

תשלומי מה-בה לנדלן.קום

₪

סה"כ	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	
1,333,333	444,444	444,444	444,445	תזרים
	2.75	1.75	0.75	שנים
	285,242	335,159	393,813	שווי מהווה
1,014,213				שווי מהווה

בתמורה לפעילות גמבה התחייבה מה-בה להעביר לגמבה סך של 4 מיליוני ₪ ב-5 תשלומים החל מה-31 בדצמבר 2014 ועד ל-31 בדצמבר 2018. השווי המהווה ליום העסקה של זרם התשלומים בשיעור ההיוון שחושב הינו כ- 2.6 מיליוני ₪.

תשלומי מה-בה לנדלן.קום

₪

סה"כ	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	
4,000,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	תזרים
	4.75	3.75	2.75	1.75	0.75	שנים
	371,886	436,966	513,435	603,287	708,862	שווי מהווה
2,634,437						שווי מהווה

2.3.2 נקודת מבט – אריה עובדיה

על פי פרטי ההסכם, ובסיכום של שני המהלכים שלו, אריה עובדיה, בתמורה ל- 25% מפעילות נדלן.קום, מקבל סך של 2 מיליוני ₪ במזומן, וזכאי ל-25% מהתזרים העתידי שישולם לחברת נדלן.קום החדשה מאת מה-בה. שווי חלקו של אריה עובדיה בתזרים הינו כ- 250 אלפי ₪. שווי התמורה הכולל של אריה עובדיה הינו כ- 2.25 מיליוני ₪ בתמורה ל- 25% מפעילות נדלן.קום.

עסקת גמבה, מנקודת המבט של אריה עובדיה

מיליוני ₪

מעביר	25% ממניות נדלן.קום
מקבל בתמורה	2 מיליון ₪ במזומן תזרים מזומנים עתידי בשווי נוכחי של כ- 0.25 מיליוני ₪

$$25\% \text{Nadlan.com} = 2 + 0.25$$



$$\text{Nadlan.com} = 9.01$$

לפיכך, השווי הגלום בעסקה, לפעילות נדלן.קום מוערך בכ- 9.01 מיליוני ₪.

2.3.3 נקודת מבט – קבוצת אדלר

הנחת יסוד היא, כי יש לראות את האינטרס הכלכלי של כל קבוצת בעלי המניות בגמבה (להלן: "קבוצת אדלר") כמקשה אחת. על פי פרטי ההסכם, ובסיכום של שני המהלכים שלו, קבוצת אדלר מוכרת 25% מפעילות גמבה, בתמורה ל-75% מפעילות נדלן.קום. כלומר, היחס בין שווי פעילות גמבה לשווי פעילות נדלן.קום הגלום בעסקה הינו 1:3. יחס זה בא גם לידי ביטוי ביחס בין תזרימי המזומנים שמה-בה התחייבה אליהם: 4 מיליוני ₪ לגמבה, לעומת 1/3 מיליוני ₪ לנדלן.קום. מלבד החלפת המניות, בעלי המניות בגמבה יהיו זכאים לתזרים של 4 מיליוני ₪ בשווי של כ-2.6 מיליוני ₪, המתקזז חלקית עם התשלום במזומן, בסך של 2 מיליוני ₪ לאריה עובדיה.

עסקת גמבה, מנקודת המבט של "קבוצת אדלר" מיליוני ₪

מעבירה	25% ממניות Gamba 2 מיליוני ₪ במזומן
מקבלת בתמורה	75% ממניות נדלן.קום תזרים מזומנים עתידי בשווי נוכחי של כ- 2.63 מיליוני ₪

$$25\%Gamba + 2 = 75\%Nadlan.com + 2.63$$



$$25\%Gamba = 7.39$$



$$Gamba = 29.58$$

לפיכך, בסך הכל, השווי הגלום בעסקה לפעילות גמבה, מוערך בכ- 29.58 מיליוני ₪.

2.3.4 שווי מה-בה

שווי מה-בה הינו סכום השווים של נדלן.קום ושל גמבה, בניכוי שווי תזרים התשלומים העתידי לו התחייבה. בסך הכל מה-בה מוערכת על ידנו בשווי של כ- 35 מיליוני ₪.

שווי Maba ₪

9,014,213	שווי פעילות נדלן.קום
29,580,386	שווי פעילות גמבה
38,594,599	שווי שתי הפעילויות
3,648,650	בניכוי שווי תזרים
34,945,949	שווי מה-בה

2.3.5 שווי אחזקות ג'רוסלם

שווי אחזקות ג'רוסלם מוערך על ידנו בכ-4.8 מיליוני ₪

שווי אחזקות ג'רוסלם

₪

שווי אחזקות ג'רוסלם	שיעור אחזקה של ג'רוסלם	שווי	
4,368,244	12.50%	34,945,949	מניות מה-בה
456,396	45%	1,014,213	שווי תזרים המתקבל בדלן.קום
4,824,640			סה"כ

2.3.6 דוח רגישות

שווי זה עשוי להשתנות בטווח של 4.5 עד 5.5 מיליוני ₪ בהתאם לשינוי בהנחת שיעור ההיוון של תזרים המזומנים

שווי אחזקות ג'רוסלם, רגישות לשיעור ההיוון

₪

שווי אחזקות ג'רוסלם	הנחת שיעור ההיוון
5,600,000	0%
5,276,739	6%
5,184,375	8%
5,098,493	10%
5,018,490	12%
4,943,832	14%
4,908,356	15%
4,840,840	17%
4,824,640	17.5%
4,808,699	18%
4,777,573	19%
4,747,420	20%
4,689,868	22%
4,635,736	24%
4,584,751	26%

בהנחת שיעור היוון של 8%, המשקף להערכתנו את מחיר החוב של מה-בה, מתקבלת תוצאה של 5.2 מיליוני ₪, הגבוהה בכ-7.5% מהתוצאה תחת הנחת שיעור היוון על פי מודל WACC.

2.4 הערכת השווי בחלופות שונות

ארבעת החלופות שלהלן מתבססות בחלקן על עסקת מה-בה. בעסקת מה-בה נקבע כי היחס בין שווי פעילות נדל"ן קום לשווי פעילות מה בה היו 4:1 (3:1 נדל"ן קום לגמבה). להלן 4 חלופות שונות, המתבססות על הנחות שונות לגבי שווי נדל"ן קום ו/או שווי הפעילות המשותפת.

1. חלופה אופטימית

כפי שנמסר לנו מהנהלת JTI, לאחרונה בוצעה לפעילות המשותפת של מה-בה הערכת שווי בשיטת היוון תזרים המזומנים על ידי המחלקה הכלכלית של פירמת ראיית החשבון EY. הערכה זו מייחסת לפעילות המשותפת של נדל"ן קום וגמבה שווי של כ- 75 מיליון ₪. הערכת השווי לא נמסרה לידינו, ולכן אנו מתייחסים אליה כאל שמועה בלבד. יחד עם זאת, על פי המידע שנמסר מהנהלת ג'רוסלם והמידע שנמסר להנהלת ג'רוסלם משותפיה, השווי של 75 מיליון ₪ הינו שווי ראוי לפעילות מה-בה לאחר המיזוג. בהנחה ששווי הפעילות המשותפת הוא אכן 75 מיליון ₪, נגזר מכך ששווי אחזקות ג'רוסלם הוא **כ- 9.8 מיליון ₪**. חלופה זו לא נבחרה כחלופה הסופית מכיוון שלא ניתן להסתמך על המקור באופן ודאי.

2. עסקת גמבה בהתבסס על שווי קודם של נדל"ן קום

בהערכת השווי שנערכה בשיטת DCF על ידי מעריך השווי הקודם ליום 31 בדצמבר, 2013, הוערכה נדל"ן קום בכ- 12 מיליון ₪. בהתבסס על עסקת מה-בה, שווי של 12 מיליון ₪ לפעילות נדל"ן קום משקף שווי של כ- 44 מיליון ₪ לפעילות המשותפת, ומשקף שווי של **כ- 6 מיליון ₪** לאחזקותיה של ג'רוסלם.

3. נקודת מבט אריה עובדיה

בהתבסס על עסקת מה-בה ועל נקודת המבט של אריה עובדיה, ועל ההנחות היסוד כפי שמתוארות בחוות דעת זו, לרבות שיעור ההיוון, שווי פעילות נדל"ן קום הינו כ- 9 מיליון ₪, ושווי אחזקות ג'רוסלם מוערך **בכ- 4.8 מיליון ₪**.

4. גישה מחמירה

כאמור, בעסקה 10% ממניות נדל"ן קום שהיו מוחזקות על ידי היועץ המשפטי איתי גרין נמסרו לכאורה ללא תמורה. אולם, אין הגיון כלכלי במסירת מניות ללא תמורה, ומהנהלת ג'רוסלם לא נמסר הסבר אפשרי לכך. גישה אפשרית אחת, אם כי מחמירה, היא, שמניות אלו הוחזקו על ידי מר איתי גרין עבור אריה עובדיה. הנחה זו איננה מתבססת על עובדות הידועות לנו, אך היא מציעה הסבר אפשרי. המשמעות היא, שמנקודת המבט של אריה עובדיה, נמסרו 35% ממניות נדל"ן קום, ולא 25%, עבור אותו ערך כלכלי של כ- 2.25 מיליון ₪. התוצאה על פי גישה זו, היא שהשווי המשתקף לנדל"ן קום מוערך בכ- 6.7 מיליון ₪ בלבד, ושווי אחזקותיה של ג'רוסלם נאמד **בכ- 3.7 מיליון ₪**.

שווי אחזקות ג'רוסלם, בחלופות שונות מיליון ₪

חלופה	שווי מה-בה	שווי נדל"ן קום	שווי אחזקות JTI
חלופה אופטימית	75.000	17.838	9.831
עסקת גמבה בהתבסס על שווי קודם של נדל"ן קום	44.107	11.939	5.970
גישה ההשוואה - מניות אריה עובדיה	34.946	9.014	4.825
גישה ההשוואה - חלופה מחמירה	25.803	6.728	3.693
הערכת שווי 22/4/2013			4.827
הערכת שווי 31/12/2013			5.373
ממוצע כל 6 החלופות			5.753

השוואות נוספות

על פי הערכת שווי שנערכה על ידי מעריך השווי הקודם ליום 22 באפריל, 2013, שווי אחזקות ג'רוסלם הינו **כ- 4.8 מיליוני ₪**.
על פי הערכת שווי שנערכה על ידי מעריך השווי הקודם ליום 31 בדצמבר, 2013, שווי אחזקות ג'רוסלם הינו **כ- 5.3 מיליוני ₪**.

השווי הממוצע של אחזקות ג'רוסלם על פי 6 החלופות המוצגות להלן הינו כ- 5.75 מיליוני ₪. טווח השוויים נע בין 3.7 ל- 9.8 מיליוני ₪. האופציה הנבחרת על ידינו היא השווי הגלום בעסקת מה-בה על פי נקודת המבט של אריה עובדיה, בהנחת אחזקה אפקטיבית של 25% ממניות נדלן.קום טרום העסקה, ובהנחת שיעור היוון של 17.5%.

השווי המתקבל על פי גישה זו, של 4.8 מיליוני ₪ הינו הסביר ביותר, גם לאור החלופות השונות.
שווי זה מהווה ירידה של כ-10%, בהשוואה להערכת השווי הקודמת.

שווי אחזקות ג'רוסלם בנדלן.קום השוואה להערכה קודמת מיליוני ₪

שווי אחזקות JTI	הערכה
5.373	הערכה קודמת - 31 בדצמבר 2013
4.825	הערכה נוכחית - 31 בדצמבר 2014
-10.2%	שינוי

בברכה, ובכבוד רב
סלע קולקר



Sela Kolker
יועצים פיננסיים

הערכת שווי

Top I Vision

ג'רוסלם השקעות

31 במרץ 2015

תוכן העניינים

3	פרק 1: אודות החברה
3	1.1 רקע
3	1.2 המוצר
4	1.3 סבבי השקעות
5	1.4 תוצאות הפעילות העסקית
6	פרק 2: הערכת השווי
6	2.1 שיטות ההערכה הנבחרת
6	2.2 מקורות מידע
6	2.3 תחזית תזרים מזומנים צפוי
9	2.4 שווי ההון העצמי
9	2.5 דוח רגישות
10	פרק 3: הערכת שווי המניות
10	3.1 סוגי מניות
10	3.2 שווי החברה
11	3.3 שווי אחזקות ג'רוסלם

פרק 1: אודות החברה

1.1 רקע

חברת טופ איי ויז'ן בע"מ (להלן: "טופ איי" או "החברה") הוקמה בשנת 1996, על ידי ניר ורן שנטל ועוסקת בעיקר בפיתוח, ייצור ומכירת מערכות תצפית אוויריות, אך בנוסף גם במכירת ציוד תצפית ימי, יבשתי ובמתן שירותי תצפית אווירית. עיקר הפיתוח של החברה בא לידי ביטוי בפיתוח המטע"ד (מטען ייעודי הנישא על ידי כלי טיס), כך שיהיה מיוצב וקל משקל, ופחות בהיבט של כלי הטיס עצמו. מאז הקמתה עברה החברה סבבי גיוס שוליים בלבד, עובדה אשר הקשתה על החברה לפתח מערכת שיווק בר-תקיימא ולמעשה פועלת עד היום כחברה פרויקטלית.

1.2 המוצר

עיקר הכנסותיה של החברה בשנים האחרונות נבעו ממכירת מערכות לתצפית אווירית. במערכות משתמשים גופים צבאיים, גופי שיטור ממשלתיים ומקומיים, מוסדות ממשלתיים, חברות אבטחה ועוד. נכון להיום, החברה מכרה את מוצריה במדינות רבות בהן: ישראל, ארה"ב, איטליה, בריטניה, רוסיה, פולין, הונגריה, אוסטרליה, ברזיל, ארגנטינה, קולומביה, ברבדוס, דרום אפריקה, ניגריה, חוף השנהב.

לחברה 2 מוצרי תצפית עיקריים מערכות תצפית מבוססות בלון ומערכות תצפית מבוססות מיני מזל"טים, כאשר הבלון מיועד לכיסוי שטח אווירי רחב היקף ואילו המזל"ט לאיסוף מודיעין חוזי. יתרונותיהן של המערכות הינן, איכות תמונה גבוהה גם ביום וגם בלילה, עלות נמוכה ביחס למתחרים ויכולת ההפעלה פשוטה, הן בהיבט הלוגיסטי והן בהיבט כוח האדם.

מעבר לאמור, החברה מוכרת מערכות שליטה ובקרה, אשר מאפשרות ללקוחות לשלוט בציוד התצפית, להפעיל את מגוון הפונקציות של המוצרים, פענוח החוזי המתקבל ממנו וצפייה בוידאו בזמן אמת. כמו כן, החברה מוכרת מגוון של מטע"דים מיוצבים ללקוחות שונים אשר מתקינים אותם בעצמם על פלטפורמות שונות.

בנוסף, החברה מעניקה שירותי תצפית ללקוחות שונים בישראל, בעיקר משטרת ישראל. שירותים אלו כוללים השכרת ציוד וצוות של החברה אשר מבצע עבור הלקוח את שירות הקמת האתר, תפעול הציוד ופענוח התמונות. הביקוש לשירותים אלו נובע בעיקר בזמן אירועי תרבות הומי אדם או לחלופין אירועים ביטחוניים בטיפול המשטרה.

1.3 סבבי השקעות

סבב השקעה A

במהלך 2011 התקשרה החברה עם חברת ג'רוסלם השקעות בטכנולוגיה (להלן: "ג'רוסלם" או "JTI") בהסכם השקעה, אשר הורכב מכמה חלקים. ג'רוסלם קיבלה לידה 2,883 מניות רגילות ו-1,057 מניות בכורה מסוג A. בתמורה ג'רוסלם העבירה לחברה מניות של JTI וסכום של כ-100 אלפי דולר.

סבב השקעה B

החל משנת 2012 הושקעו בחברה כ-500 אלפי דולר בתמורה למניות בכורה מסוג B במחיר של כ-606 דולר למניה, מחיר המשקף לחברה שווי לפני הכסף של כ-8 מיליוני דולר. 400 אלפי דולר הועברו על ידי ג'רוסלם בתמורה ל-621 מניות, וכ-100 אלפי דולר על ידי חברת KAHM Capital בתמורה ל-165 מניות.

נכון לחודש מרץ 2014 טבלת ההון של החברה כללה שני משקיעים: ג'רוסלם וקם קפיטל, ושלושה סוגי מניות: רגילות, בכורה מסוג A ובכורה מסוג B.

טופ איי ויז'ן - טבלת הון ליום 31 במרץ 2014

מספר יחידות

מניות רגילות	מניות בכורה A	מניות בכורה B	אופציות לרגילות	סה"כ	%	דילול מלא	%
11,099				11,099	70.1 %	11,099	66.6%
2,883	1,057	621		4,561	28.8%	4,561	27.4%
		165		165	1.0%	165	1.0%
			847	0	0.0%	847	5.1%
13,982	1,057	786	847	15,825	100%	16,672	100%

הסכמות חדשות 2014

במהלך 2014, התגלתה מחלוקת בין החברה ובין ג'רוסלם לגבי מספר נושאים. לקראת סוף שנת 2014 הגיעו הצדדים להסכמות שיאפשרו את המשך שיתוף הפעולה, והסכמות אלו נחתמו בחודש מרץ 2015, כחודשיים לאחר מועד הערכת שווי זו, שכוללים שני סעיפים עיקריים:

1. המניות הרגילות של ג'רוסלם בכמות של 2,833 מניות יוחזרו למייסדים.
2. מניות הבכורה של ג'רוסלם מסוג A יהפכו למניות רגילות.

השקעה נוספת במניות B

במהלך שנת 2014, הושג הסכם עם משקיע נוסף, לפיו המשקיע יעבר 500 אלפי ₪ לחברה בתמורה למניות בכורה מסוג B, במחיר של 606 דולר למניה. עד היום העביר המשקיע את הסכום של 300 אלפי ₪ בלבד שאמור להקנות לו החזקה בכ-130 מניות בכורה מסוג B. בפועל נרשמו על שמו רק 40 מניות מסוג B, ובין המשקיע ובין החברה מתנהל משא ומתן לגבי הרישום של שאר המניות.

טופ איי ויז'ן - טבלת הון תיאורטית לאחר ביצוע ההסכמות

מספר יחידות

מניות רגילות	מניות בכורה B	אופציות לרגילות	סה"כ	שיעור	דילול מלא	שיעור
13,982			13,982	87.6%	13,982	83.2%
1,057	621		1,678	10.5%	1,678	10.0%
	165		165	1.0%	165	1.0%
		847	0	0.0%	847	5.0%
	130		130	0.8%	130	0.8%
15,039	956	847	15,995	100%	16,802	100%

1.4 תוצאות הפעילות העסקית

במהלך השנים 1998-2014 מכרה החברה יותר מ- 50 מערכות בלון ומזל"ט, מתוכן כ- 9 במהלך השנים 2012-2014. בשנת 2013 התבצעה המכירה המשמעותית ביותר עד היום, לצבא של אחת המדינות באפריקה בהיקף של כ- 12-13 מיליוני ₪, מתוכם כ- 2 מיליוני ₪ הוכרו במהלך 2013 והיתרה במהלך 2014. בממוצע, עמדו הכנסות החברה בשנים 2008-2014 על כ- 7.2 מיליוני ₪, המהווים כ- 1.8 מיליוני דולר, ובשנת 2014 צפויות הכנסות החברה להסתכם בכ- 14 מיליוני ₪.



בשנת 2014 הסתכמו המכירות בכ- 14 מיליוני ₪ והרווח הסתכם בסכום לא מהותי.

החברה מתנהלת כחברת פרויקטים, וכאשר צבר ההזמנות העתידי יורד, היא מבצעת התאמות בהוצאותיה. בשנת 2014 החברה לא השכילה לייצר חוזים חדשים בהיקף משמעותי. בעקבות כך החליט הדירקטוריון קסיים את העסקתם בתשלום של שני אנשי המפתח בחברה, ניר ורן שנטל, ולהמשיך ולהעסיק צוות מצומצם של כ- 8 עובדים שאמור לתת מענה לתפעול השותף של הלקוחות הקיימים.

טופ איי - תמצית דוח רווח והפסד 2008 - 2014 אלפי ₪

2014 תחזית	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
14,000	2,032	4,955	13,750	1,377	3,610	10,242	הכנסות
	2,771	3,910	9,342	1,408	2,334	5,352	עלות המכירות
	-739	1,045	4,408	-30	1,276	4,890	רווח גולמי
	200	197	211	128	209	276	הוצאות מו"פ
	1,233	1,548	1,028	1,235	1,081	999	הוצאות הנהלה וכלליות
	387	427	973	271	404	3,054	הוצאות מכירה ושיווק
	-2,559	-1,127	2,196	-1,664	-418	561	רווח (הפסד) תפעולי
	-176	-217	-323	-158	-111	-492	הוצאות מימון
	0	0	5	0	0	3	רווח (הפסד) ממימוש ר"ק
0	-2,735	-1,344	1,878	-1,822	-529	72	רווח

פרק 2: הערכת השווי

2.1 שיטות ההערכה הנבחרת

כלל, הגישה המועדפת להערכת שווי חברות מסוג זה הינה גישת ההשוואה המתבססת על מחיר עסקה שהתבצע בין מוכר מרצון לקונה מרצון בפרק זמן הסמוך למועד ההערכה. העסקה האחרונה שבוצעה במניות החברה, בוצעה בתחילת שנת 2014 במחיר של 606 דולר למניית בכורה מסוג B. אולם העסקה לא הושלמה, ובין הצדדים התגלתה מחלוקת באשר לאופן השלמתה. בנוסף, אי עמידת החברה בתחזית המכירות שלה, והעובדה כי החברה לא השיגה הסכמים משמעותיים בשנת 2014 ואף צמצמה את פעילותה, מעלים חשש שהמחיר שנקבע בעסקת 2014 איננו משקף את שווייה ההוגן של החברה.

שיטת ההערכה שנבחרה, היא שיטת תוחלת התשואה (Probability-Weighted Expected Return Method). בהתבסס על שלושה תרחישים מרכזיים: הצלחה, כישלון, ותרחיש ביניים. שווי החברה בכל תרחיש חושב על פי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF). בתרחיש ההצלחה, החברה תצליח לגייס כ-2 מיליון דולר בטווח זמן סביר, שיאפשרו לה לחזור ולשווק את מוצריה בהיקפים המתוכננים על פי התוכנית העסקית משנת 2012.

2.2 מקורות מידע

1. שיחות עם הנהלת החברה
2. פגישה עם מר סמי בכר, יו"ר דירקטוריון החברה
3. פגישות עם מר שמוליק הכהן, יו"ר דירקטוריון ג'רוסלם
4. שיחה עם היועץ המשפטי של החברה, עורך הדין רן דימנט
5. הסכמי השקעה בחברה
6. טבלת הון המניות (Cap table)
7. תקנון החברה
8. דיווח תוצאות נתונים לא מבוקר לשנת 2014

2.3 תחזית תזרים מזומנים צפוי

2.3.1 התרחישים החדשים על פי חוות דעת זו

תרחיש א' – תרחיש פסימי - הסתברות 20%

החברה לא תצליח לגייס כסף לצורך המשך פעילותה ולא תצליח להרחיב את פעילותה באופן עצמאי, כך שהחברה למעשה תדשדש במשך שנתיים עד שיוחלט לסגור אותה. **בתרחיש זה שווייה של החברה הינו 0.** לתרחיש ניתנה הסתברות של 20%.

תרחיש ב' – דשדוש - הסתברות 30%

על פי תרחיש זה החברה לא תצליח לגייס את המקורות הנדרשים לצורך הרחבת פעילותה, אך היא כן תצליח ליצר הכנסות על ידי קשריה הנוכחיים וללא מאמצי שיווק ניכרים, למעשה כפי שעשתה עד היום. בדקנו את תוצאותיה של החברה לפי תרחיש זה ולהערכתנו בתרחיש זה רווחי החברה הינם זניחים ואינם מכסים באופן משמעותי את עלויות תפעול החברה. **לכן להערכתנו גם בתרחיש זה כי שווייה של החברה הינו 0.** לתרחיש ניתנה הסתברות של 30%.

2.3.2 תרחיש ההצלחה

תרחיש ג' – הצלחה - בהסתברות 50%

החברה מעוניינת לגייס כ- 2 מיליוני דולר, כאשר להערכתה סכום זה יספיק לכ- 2-3 שנים של שיווק אקטיבי. תרחיש זה מניח שהחברה תצליח בגיוס הכספים ותעמוד ביעדי התוכנית העסקית שלה. תרחיש זה מבוסס על תחזית המכירות של ההנהלה, אולם בשל חוסר הוודאות ניתנה לו הסתברות של 50%.

הכנסות – להערכת הנהלת החברה, הכנסותיה השנתיות הנבועות משירותים שהיא מוכרת וממכירת ציוד ללקוחות קיימים וללא כל מאמצי שיווק אקטיביים מסתכם, בממוצע, בכ- 1.5 מיליון דולר בשנה. בתרחיש ההצלחה הונח כי החברה תגייס לקראת סוף שנת 2015 ושמאמצי השיווק יישאו פרי רק בשנת 2017 והילך. לכן הונח כי היקף ההכנסות בשנים 2015-2016 יהיה נמוך, אך ההכנסות בשנים 2017 והילך התבססו על התוכנית העסקית של החברה.

עלות המכר – שיעור הרווח הגולמי מההכנסות משתנה בהתאם לסוג המוצר והשירות אותו מוכרת החברה. להערכת החברה שיעור הרווח הגולמי צפוי לעמוד בממוצע על כ- 50%. עבור השנים 2015-2016 הונח כי שיעור עלות המכר יהיה 60% ועבור השנים 2017 והילך עלות המכר נאמדה בהתאם לתחזית הנהלת החברה.

הוצאות תפעול – החברה מתקצבת את הוצאות התפעול המינימליות שלה בכ- 600 אלפי דולר לשנה ולכן בשנת 2015 הונח כי יעמדו הוצאות החברה על סכום זה. משום שבתרחיש ההצלחה אנו מניחים גיוס בסוף שנת 2015 הונח כי החל משנת 2016 יעלו הוצאות התפעול בהתאם אומדני החברה.

הוצאות מס - הוצאות המס נחזו על פי ההפסדים הצבורים של החברה כ- 600 אלפי דולר לסוף שנת 2014, הרווחים הצפויים לפני מס בשנות התחזית ושיעור מס החברות הצפוי בישראל בשנות התחזית - 26.5%.

2.3.3 תחזית רווח והפסד – תרחיש ההצלחה

תחזית רווח והפסד, תרחיש הצלחה אלפי דולר

מייצגת	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
הכנסות	64,558	63,292	40,851	29,220	17,794	7,668	3,632	1,650	1,500
עלות המכירות	40,177	39,389	25,856	19,353	11,723	4,710	2,264	990	900
רווח גולמי	24,381	23,903	14,995	9,867	6,071	2,958	1,368	660	600
שיעור הרווח הגולמי	38%	38%	37%	34%	34%	39%	38%	40%	40%
הוצאות תפעול	9,998	9,802	6,745	5,216	3,328	1,857	983	983	600
רווח (הפסד) לפני מס	14,383	14,101	8,250	4,651	2,743	1,101	385	-323	0
שיעור הרווח התפעולי	22%	22%	20%	16%	15%	14%	11%	-20%	0%
מס	-3,812	-3,737	-2,186	-1,233	-727	-156	0	0	0
רווח נקי	10,572	10,364	6,064	3,418	2,016	945	385	-323	0
שיעור הרווח הנקי	16%	16%	15%	12%	11%	12%	11%	-20%	0%
השקעות הוניות נטו	0	0	0	0	0	0	0	0	0
השקעה בהון חוזר	253	4,488	2,326	2,285	2,025	807	396	30	300
תזרים צפוי	10,318	5,876	3,738	1,133	-9	137	-11	-353	-300
תזרים מהוון	¹ 11,611	1,322	1,026	380	-4	68	-7	-262	-272

¹ ערך נכחי של ערך השארתה של החברה, לפי שיעור צמיחה פרמננטי של 2% ושיעור ההיוון המחושב עבור החברה

2.3.4 השקעות הוניות והשקעות בהון חוזר

השקעות הוניות – בתרחיש ההצלחה החברה מתכננת להשקיע כמעט רק בשיווק. לכן הנחנו כי היקף ההשקעות ההוניות בחברה יהיה זניח וישמש רק לשמירת הקיים, כלומר שקול להוצאת הפחת.

השקעה בהון חוזר – הונח כי החברה תידרש להון חוזר של כ- 20% מההכנסות.

2.3.5 שיעור ההיוון

לצורך היוון זרמי המזומנים החופשיים של החברה נעשה שימוש בשיעור היוון המשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים הגלומים בפעילותה. שיעור זה נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחאות הבאות:

WACC

נוסחאות מודל

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

מודל ה-WACC משקף באופן הולם את הסיכון השיטתי של תזרימי המזומנים של חברה. להערכתנו, משום שהחברה הינה חברה קטנה העומדת בפני שלבים קריטיים יש להוסיף לשיעור זה פרמיה, בכדי ששיעור ההיוון ישקף את מכלול הסיכונים של החברה. להלן טבלה המרכזת את הפרמטרים המשולבים לצורך לחישוב מחיר הון החברה:

חישוב מחיר ההון של החברה

פירוט פרמטרים

הערות	סימול		
ריבית חסרת סיכון	R_f	2.6%	ריבית אג"ח בישראל ל-10 שנים
ביטת נכסים ענפית	β_A	1.06	ביטא ענפית, לענף ה-"Aerospace/Defense" בארה"ב, לפי Damodaran
תשואת השוק	R_m	6.8%	פרמיית הסיכון של ישראל על פי Damodaran
שיעור מס	T_c	26.5%	שיעור מס החברות בישראל
שיעור ההון	E/V	84.1%	על פי נתוני Damodaran לענף ה-"Aerospace/Defense"
בטא מניות החברה	β_L	1.21	ביטא ממונפת, לפי מינוף ענפי, ושיעור המס החל על החברה
תשואה על ההון	K_e	10.8%	מחושב על פי נוסחת ה-SML
ריבית חוב חיצוני	K_d	10.0%	אומדן לריבית עבור חוב פיננסי לטווח ארוך של החברה. החברה משלמת כ- 6% בגין חח"ד.
פרמיית חברה		11.8%	על פי Ibbotson
שיעור היוון		22.0%	

בהערכת שווי זו השתמשנו בשיעור ההיוון של 22% לצורך היוון תזרימי המזומנים הצפוי.

2.4 שווי ההון העצמי

בהתאם למידע שהתקבל מהנהלת החברה, החברה פרעה החובה הפיננסי לטווח ארוך שהיה לה לרשותה עומדת מסגרת אשראי בהיקף של כ- 350 אלפי ₪, אשר משמשת לגישור על פערי עיתוי בהון החוזר, כאשר הניצול הממוצע שלה הינו שולי. כמו כן, נמסר לנו כי היקף הנכסים הפיננסיים של החברה הנו זניח. לאור העובדה כי היקף הנכסים הפיננסיים והיקף החוב הפיננסי של החברה הנם זניחים שווי ההון העצמי של החברה שקול לשווי הפעילות. משום שהנחנו כי גם בתרחיש הכישלון וגם בתרחיש הדשדוש שווי החברה הוא 0, שווי ההון העצמי של החברה חושב על ידי הוון תזרים המזומנים אשר ינבע מפעילות החברה בתרחיש ההצלחה בשקלול ההסתברות להצלחה, כאשר הונחה צמיחה לטווח ארוך של כ- 2%.

שווי ההון העצמי המשוקלל אלפי דולר

שווי ההון העצמי	הסתברות	
0	20%	תרחיש פסימי
0	30%	תרחיש דשדוש
13,864	50%	תרחיש אופטימי
6,932	100%	שווי משוקלל

שווי ההון העצמי של החברה נכון ל- 31 בדצמבר 2014 מוערך בכ- 6.9 מיליוני דולר שהם כ- 27.0 מיליוני ₪.

2.5 דוח רגישות

בחנו את שווי ההון העצמי כפונקציה של שיעור ההיוון ושל שיעור הצמיחה לטווח הארוך. שווי החברה עשוי להשתנות בטווח של 4.4 מיליוני דולר ועד 8.6 מיליוני דולר, תחת הנחות שונות עבור שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה לאינסוף.

רגישות שווי החברה לשינויים בשיעור היוון ושיעור הצמיחה לאינסוף אלפי דולר

שיעור היוון					שיעור צמיחה לאינסוף
24%	23%	22.0%	21.0%	20.0%	
5,287	5,823	6,428	7,111	7,888	0%
5,464	6,029	6,668	7,393	8,220	1%
5,657	6,254	6,932	7,704	8,589	2%
5,869	6,502	7,224	8,050	9,002	3%
6,102	6,776	7,548	8,437	9,466	4%

פרק 3: הערכת שווי המניות

3.1 סוגי מניות

נכון למועד דוח זה לחברה מניות רגילות ומניות בכורה B בלבד.² הזכויות העודפות של מניות הבכורה מסוג B מופיעות בסעיף 5.3 לתקן החברה:

5.3 מניות הבכורה מסוג B תקנינה לבעליהן את כל הזכויות הצמודות למניות רגילות על פי שיעורי האחזקה ושיעורי ההמרה למניות רגילות ובנוסף יהיו למניות הבכורה מסוג B זכויות כדלקמן:

5.3.1 העדפה בפירוק – במקרה של פשיטת רגל או פירוק של החברה, בין אם מרצון או שלא מרצון, יחולקו נכסי החברה על פי העקרונות הבאים:

5.3.1.1 במקרה והשווי הכולל של נכסי החברה לצרכי הפירוק מבטא עבור מניות הבכורה מסוג B מחיר נמוך מהמחיר ששולם לחברה עבור הקצאתם, יקבל כל מחזיק מניות בכורה מסוג B את מחיר המניה ששולם ברכישה ובנוסף יקבל שמונה אחוז ריבית שנתית מיום הקצאת המניות וכל דמי דיבידנד שהוכרז ולא שולם;

5.3.1.2 במקרה והשווי הכולל של נכסי החברה לצרכי הפירוק מבטא עבור מניות הבכורה מסוג B מחיר גבוה מהמחיר ששולם לחברה עבור הקצאתם, יקבל כל מחזיק מניות בכורה מסוג B את חלקו לפי שיעור אחזקתו, ובנוסף יקבל שמונה אחוז ריבית שנתית מיום הקצאת המניות וכל דמי דיבידנד שהוכרז ולא שולם;

הזכויות המוענקות לבעלי מניות בכורה B אינן כוללת העדפות בחלוקת דיבידנד או במימוש החברה, אלא בפירוק ובפירוק מרצון בלבד. במקרה של מימוש החברה או הפעילות, תחולק התמורה בין בעלי מניות הבכורה ובעלי המניות הרגילות, פרו-ראטה, לפי שיעור החזקתם בטופ א". לעומת זאת, במקרה של פשיטת רגל או פירוק, בעלי מניות הבכורה יהיו זכאים לגבוה מבין מחיר ששולם לטופ א"י בעבור הקצאת מניות הבכורה בתוספת ריבית שנתית של 8% מיום ההקצאה, או חלקם בהתאם לשיעור החזקתם מסך המניות בתוספת ריבית שנתית של 8% מיום הקצאת המניות.

להערכתנו, משום שהקדימות של בעלי מניות הבכורה הינה רק בעת אירוע של פשיטת רגל או פירוק, ומשום שלהערכתנו בתרחיש כזה ערך נכסי החברה שיוותרו לחלוקה צפוי להיות לא מהותי, לזכויות העודפות של מניות הבכורה מסוג B משמעות כלכלית זניחה. לכן, בהערכת שווי זו, הנחנו שווי אחיד לכל סוגי המניות.

3.2 שווי החברה

נכון למועד דוח זה לחברה מניות רגילות ומניות בכורה B. מניות הבכורה אינן מקנות לבעליהם עדיפות בחלוקת דיבידנד או במכירת הפעילות, אלא רק בתרחיש של פשיטת רגל. להערכת הנהלת החברה הסיכוי לתרחיש כזה הוא אפסי, ומכאן שיש ליחס לכל סוגי המניות בחברה שווי אחיד. ההון העצמי של טופ א"י מוערך על ידנו בשווי של כ- 6.9 מיליוני דולר. להערכתנו אין ערך כלכלי מהותי למניות בכורה B ולכן הנחנו כי מחיר המניה זהה לזה של מניות רגילות.

שווי כל סוג מניה דולר / אלפי דולר

מניות רגילות	מניות בכורה B	סה"כ
15,039	916	15,955
434.5	434.5	
6,534	398	6,932

² מניות בכורה מסוג A נמחקו

3.3 שווי אחזקות ג'רוסלם

שווי אחזקות ג'רוסלם בחברה נכון ליום 31 בדצמבר 2014, מוערך בכ- 729 אלפי דולר שהם כ- 2,835 אלפי ₪.

שווי אחזקות ג'רוסלם דולר / אלפי דולר

מניות רגילות	מניות בכורה B	סה"כ
1,057	621	1,678
434.5	434.5	
459	270	729.0

השווי התאורטי ליום 31 בדצמבר 2014, על פי האחזקות בפועל, ושאינו מהווה שווי כלכלי הינו 1.9 מיליוני דולר, שהם כ- 7.7 מיליוני ₪.

שווי אחזקות ג'רוסלם דולר / אלפי דולר

מניות רגילות	מניות בכורה A	מניות בכורה B	סה"כ
2,883	1,057	621	4,561
434.5	434.5	434.5	
1,253	459	270	1,982

3.3.1 השוואה להערכות קודמות

לחברה בוצעה הערכת שווי קודמת ליום 30 לספטמבר 2013. על פי הערכה הקודמת הוערכה החברה בכ- 9.2 מיליוני דולר לעומת כ- 6.9 מיליוני דולר בהערכה זו בהערכה זו, ירידה של כ- 25%. שווי החזקותיה של ג'רוסלם ירד מכ- 2,496 אלפי דולר לכ- 729 אלפי דולר, ירידה של כ- 71%, הנובעת בעיקר מירידה בשיעור ההחזקה של ג'רוסלם בחברה, ובחלקה מירידה בשווי החברה.

השוואת הערכות השווי אלפי דולר, אלפי ₪

שווי חברה	שווי חברה	החזקות ג'רוסלם	שווי אחזקות ג'רוסלם	שווי אחזקות ג'רוסלם
אלפי דולר	אלפי ₪	%	אלפי דולר	אלפי ₪
9,222	32,616	27.1%	2,496	8,827
6,932	26,958	10.5%	729	2,835
-25%	-17%		-71%	-68%

בברכה, ובכבוד רב

סלע קולקר



Sela Kolker
יועצים פיננסיים

דוח מיוחד ביוסל ג'רוסלם השקעות

מרץ 2015

אודות ביוסל

חברת ביוסל אינטרנשיונל אינק (להלן: "ביוסל" או "החברה") הוקמה בשנת 2004 כחברת סטארט אפ המפתחת מוצרים המשלבים רקמות דם טבורי במוצרי קוסמטיקה. החברה הוקמה ע"י ד"ר היימן פרידלנדר שצבר ידע רב וניסיון בתחום של רקמות תאי גזע טבוריים, החל משנת 2001, בה הקים את חברת Cryocell, שעסקה באיסוף דם טבורי, ועד היום. ד"ר היימן פרידלנדר, מחזיק בכ- 38% מהחברה, ו-JTI מחזיקה ב-43% נוספים. בנוסף החברה חייבת כ- 1.5 מיליון דולר למר פרידלנדר בתמורה להלוואות בעלים שהעמיד לחברה מעת לעת.

תאי גזע

תאי גזע נבדלים מתאים אחרים בכך שעדיין לא עברו תהליכי התמיינות סופיים לסוג רקמה, ולכן הם משמשים מקור להתחדשות. במחקר המדעי וברפואה נודעת חשיבות רבה לתאי גזע עקב יכולתם להתחלק ללא הגבלה ולהתמייין לכל תא שהוא. בתאי גזע נעשה שימוש למטרות רפואיות שונות, כגון השתלת מח עצם, אולם שימושים רבים נמצאים עדין בפיתוח, והנושא נחקר רבות עקב חשיבותו. ישנה תקווה שבעתיד אפשר יהיה ליצור איברים שלמים מתאי גזע. יחד עם זאת, המחקר בתאי גזע מעלה שאלות של ביואתיקה ואתיקה רפואית.

שוק קוסמטיקה

שוק המוצרים הקוסמטיים נאמד במאות מיליארדי דולרים בשנה. מגזר טיפוח העור, מהווה כ- 34% משוק הקוסמטיקה ונאמד בכ- 110 מיליארד דולר בשנת 2014, וצפוי לגדול לכ- 180 מיליארד דולר בתוך עשור. שוק האנטי אייג'ינג, בו פעילה החברה, מהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של שוק זה. השוק נשלט על ידי חברות ענק בינלאומיות. נתח השוק של 2 החברות המובילות, ל'וראל (L'oreal) ואסתי לאודר (Estee Lauder) נאמד בכ- 14% וב- 8% בהתאמה.

הרעיון המרכזי

הרעיון המרכזי של ביוסל אשר נהגה בשנת 2004, הוא לשלב את הידע שנצבר בתחום תאי הגזע עם ענף הקוסמטיקה, ולייצר תכשירים לטיפול קוסמטי שבזכות התכונות המיוחדות של תאי בגזע, צפויים להציג ביצועים יעילים באופן מובהק על פני תכשירים קוסמטיים קיימים. נכון להיום, טרם הוצגו לשוק מוצרים מסוג זה על ידי חברה כלשהי, ובכך חברת ביוסל הינה פורצת דרך.

דור ראשון

תאי גזע אינם נספגים בעור. לצורך שילוב התכונות של תאי הגזע במוצרים הקוסמטיים, פיתחה החברה מוצר המבוסס על סינון תאי הגזע מתוך הדם הטבורי, ושימוש בנוזל שנשאר מהדם לאחר הוצאות התאים, נוזל הקרוי סרום (Serum). החברה שילבה מעט סרום עם קרמים "רגילים" ופיתחה תכשיר קוסמטי. בשנת 2005 החברה ביצעה ניסוי, שאיננו כפוף לרגולציה, והוכיחה כי בתוך 30 יום שימוש בתכשיר מביא לשיפור מובהק במראה עור הפנים. בשנים הבאות החברה שיווקה את מוצרי הדור הראשון בארצות הברית בהיקפים לא משמעותיים.¹

שיווק המוצר מדור ראשון נתקל בקשיים בעיקר בשל איסור לשווק אותו במדינות אירופה, ובשל קשיים של החברה באותם שנים לגייס הון ממשקיעים כדי להמשיך בניסויים בהיקף גדול יותר.

פטנטים

בין השנים 2005 ועד 2008 החברה הגישה 3 בקשות לרישום פטנטים.

¹ מוצרי הדור הראשון שווקו בשנים 2008 עד 2011. נתונים מדויקים אודות שיווק המוצר מדור ראשון, לא נמסרו.

דור שני

החל משנת 2011, בכוונת החברה לפתח מוצרים מדור שני, שאינם מבוססים על נוזל הסירום, על תאי הגזע רקמתיים (MSC) (Mesenchymal stem cell). בכוונת החברה להקים מעבדת תאי גזע, ולערוך מחקר במטרה לאתר את המולקולות הפעילות מתוך התאים, ובשלב הבא למצוא את הדרך להספיג בעור את המולקולות שבודדו בתהליך הראשון. בשלב הבא, החברה מתכוונת לערוך ניסויים קליניים להוכחת יעילות השימוש בתכשיר הקוסמטי, המשלב מולקולות שבודדו מתאי גזע.

האתגר המרכזי

האתגר המרכזי העומד בפני צוות הפיתוח, הוא "להרחיק" את המוצר הסופי במידה מספקת מתאי המקור, כדי שיעמוד במבחנים רגולטורים, ובו זמנית לשמר את התכונות המיוחדות של תאי הגזע במוצר הסופי כך שיהיה יעיל. להערכת מנהלי החברה תקופת הפיתוח שטרם החלה תארך כשנתיים, ועלותה כ-2 עד 3 מיליוני דולר.

צוות עובדים

נכון לסוף שנת 2014, ד"ר היימי משמש כמנכ"ל החברה במשרה חלקית וללא תמורה כספית. החברה נמצאת במו"מ מתקדם עם שני מומחים בעלי שם עולמי, ד"ר אבי טרבס והגברת איזבל אפריאט, לניהול תהליכי הפיתוח המתוכננים.

השקעות בחברה

ההשקעה האחרונה בחברה, בוצעה בתקופת פיתוח המוצרים מדור ראשון, בשנים 2008 - 2009, אז הושקעו בחברה כ- 390 אלפי דולר, לפי שווי חברה לפני הכסף של כ-7 מיליוני דולר. החל משנת 2011 החברה מנהלת משאים ומתנים, שטרם הבשילו, בעיקר עם משקיע אחד, לגיוס של כ- 1 מיליון דולר, כדי להניע את תהליך הפיתוח של המוצרים מדור שני.

מצב החברה

התבקשתי לבדוק את פעילות החברה ומצבה נכון ליום 31 בדצמבר 2014.

הפעילות

להערכתי, במצבה הנוכחי של החברה, אופי פעילותה ומצבה הפיננסי, יש לאמוד את שווי פעילות החברה, כחברת סטארט אפ הנמצאת בשלבי פיתוח ראשוניים. בנוסף, לחברה חוב של כ- 1.5 מיליוני דולר, שהם כ- 6 מיליוני ש"ח לד"ר היימי פרידלנדר.

להערכתי, ערך מניות החברה נכון ל-31 בדצמבר 2014 אינו מהותי.

פוטנציאל

הפוטנציאל העסקי של החברה הוא עצום. שוק הקוסמטיקה נאמד במאות מיליארדי דולרים. הידע הנצבר אצל מנהלי החברה בתחום הדם הטבורי ושילובו בשוק הקוסמטי הינו ידע נרחב. בנוסף, שני אנשי המפתח שנמצאים בשלב מתקדם של השגת הסכמות עם החברה, עשויים להצמיד אותה להצלחה מרחיקת לכת.

ככל שתהליך הפיתוח יתקדם, ודרגות חוסר הוודאות יוסרו, ערכה של החברה עשוי לעלות באופן דרמטי, וכדי לאמוד את שוויה, יהיה צורך לבצע הערכת שווי מלאה. לחילופין, במידה ומשא ומתן עם משקיע חיצוני יבשיל לכדי השקעה בחברה, יהיה צורך לבצע הערכת שווי מלאה, בגישת ההשוואה, המבוססת על אותה השקעה.

בברכה, ובכבוד רב
סלע קולקר