

הערכת שווי אחזקות תדאה בחברת

טרפילוג

ליום 30 ביוני 2012

אוגוסט 2012

מילון מונחים

הפניה	הגדרה
וריאנס	וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ
טרפילוג/ החברה	טרפילוג בע"מ
מועד הערכה	30 ביוני 2012
שווי אחזקות תדאה בטרפילוג	שווי אחזקות תדאה במניות ובאופציות טרפילוג
תדאה	תדאה פתוח טכנולוגי ואוטומציה בע"מ

30 באוגוסט

לכבוד,
2012

מרדכי גורפונג- יו"ר דירקטור

תדאה פיתוח טכנולוגי ואוטומציה בע"מ

הערכת שווי טרפילוג בע"מ ליום 30 ביוני 2012

בהמשך לבקשתכם, ביצעה חברת וריאנס הערכת שווי של אחזקות חברת תדאה בחברת טרפילוג (אחזקות במניות ובאופציות של טרפילוג), ליום 30 ביוני 2012. דו"ח הערכה זה נועד אך ורק לצורכי המידע והשימוש של תדאה, המבקרים הבלתי תלויים והיועצים המשפטיים של תדאה. כמו כן, מוסכם בזאת כי תדאה תהא רשאית לצרף הערכת שווי זו לדיווחים על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 או תקנות על פיו, ולכל דיווח אחר המוגש על פי דיני ניירות ערך. מלבד זאת, אין להשתמש בדו"ח זה, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס.

מטרת העבודה

מטרת העבודה הינה לאמוד את השווי ההוגן של אחזקות תדאה במניות ובאופציות טרפילוג למועד ההערכה. שווי הוגן של נכס מוגדר כסכום שבו ניתן לקנות או למכור נכס, בין מוכר מרצון לקונה מרצון, כאשר לשני הצדדים כל המידע הרלוונטי, במועד ביצוע העסקה. לצורך ההערכה נדרשנו להניח מספר הנחות ביחס לפעילות העתידית של טרפילוג, כאשר ההנחה המרכזית הנה כי טרפילוג פועלת כ"עסק חי" (Going Concern).

מקורות מידע

במסמך ההערכה שלהלן התבססנו על נתונים שנתקבלו מהנהלות תדאה ו/או החברה ואשר כוללים דוחות כספיים, תקציב לשנת 2012, תחזיות לשנים 2013-2016, הסכמים רלוונטיים, שיחות עם הנהלת טרפילוג וחומר רקע נוסף. כמו כן התבססנו על נתונים ממקורות חיצוניים שאנו מאמינים כי הם מהימנים. אנו מניחים כי כל המידע שהועבר אלינו נמסר לנו בשלמותו וכי לא הושמט ולא הוסתר מאתנו מסמך מהותי ו/או רלוונטי כלשהו ו/או פרט מידע מהותי ו/או רלוונטי כלשהו. כמו כן, התבססנו על כך שכל

הנתונים שהועברו אלינו הינם סופיים וכי לא נעשו בהם שינויים לאחר שנמסרו לנו. כמו כן, אנו מניחים כי המידע והנתונים שהועברו אלינו הינם נכונים, שלמים ומדויקים וכי אנו לא נדרשים לבצע כל אימות או סקירה של המידע כאמור.

שיטות ההערכה

הערכת השווי ההוגן של טרפילוג הסתמכה על שיטת הוון תזרימי המזומנים. השימוש בגישת הוון תזרימי המזומנים לצורך אמידת השווי ההוגן של החברה, מבוסס על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות הוון תזרימי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. תזרימי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

עיגול ספרות

עקב עיגול ספרות, תיתכן סטייה קלה בעת סכימה/הכפלה של המספרים המוצגים במסמך.

סיכום הערכת השווי

להלן טבלה המציגה את סיכום שווי אחזקות תדאה במניות ואופציות טרפילוג ליום 30 ביוני 2012 (אלפי דולר):

סוג	כמות	שווי מכשיר	סה"כ שווי (אלפי דולר)
מניות רגילות	22,482	\$139.5	\$3,136
אופציות למניות רגילות	780	\$76.3	\$60
סה"כ			\$3,195

בהתבסס על האמור לעיל, שווי אחזקות תדאה בטרפילוג, מסתכם ב-3.2 מיליון דולר (במעוגל). נכון למועד הערכה.

הערכת שווי אחזקות תדאה בטרפילוג

ניסיון מקצועי של וריאנס ושל מעריך השווי

לוריאנס ניסיון רב בעבודות כלכליות בכלל ולצרכים חשבונאיים בפרט. וריאנס ביצעה מספר רב של הערכות שווי חברות, הערכת שווי אחזקות והערכת שווי אופציות ומכשירים פיננסיים על פי תקינה חשבונאית (בינלאומית ואמריקאית). את הערכת שווי האחזקות הכלולה בעבודה זו הוביל רם לוי אשר הינו בעל ניסיון רב בניהול ובביצוע הערכות שווי בכלל והערכות שווי מסוג זה בפרט. ניסיונו כולל בין השאר הערכות שווי לחברות ציבוריות, בהיקפים דומים ואף גבוהים מנשוא ההערכה. רם הינו בעל השכלה מתאימה וניסיון רלוונטי עשיר (ראה פרופיל חברה וניסיון מעריך השווי בנספח ד').

התקשרות ואי תלות

א. עבודה זו בוצעה לבקשת תדאה, על פי ההגדרות והתנאים שנקבעו בהסכם ההתקשרות בין תדאה לבין וריאנס מאוגוסט 2012. אנו מצהירים בזאת כי אין לנו כל תלות בתדאה ו/או בטרפילוג, ואיננו בעלי עניין בתדאה ו/או טרפילוג ואיננו צפויים להפוך לבעלי עניין בהן בעתיד.

ב. תוצאות העבודה אותה ביצענו אינן תלויות ו/או מושפעות משכר הטרחה אותו קיבלנו עבור ביצועה.

ג. שיפוי - במידה ונחויב בפסק דין חלוט לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר לעבודה ו/או לשירות שבוצעו עבור תדאה במסגרת התקשרות זו, התחייבה תדאה לשפות אותנו בגין כל סכום בו נחויב. חובת השיפוי לא תחול אם ייקבע ע"י בית המשפט בפסק דין חלוט כי פעלנו בקשר למתן השירות ו/או העבודה ברשלנות רבתית או בזדון או במתכוון. מבלי לגרוע מן האמור לעיל, תקרת אחריותנו, בגין נזקים מכל סוג ומין שהם למעט נזקים שנגרמו עקב פעולתנו ברשלנות רבתית ו/או בזדון הוגבלה לסכום שכר הטרחה ששולם בגין ביצוע הערכת השווי.

ד. המידע המופיע בעבודה זו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שווי אחזקות תדאה ושווי טרפילוג ו/או נכסיהן למשקיע ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם

עבור החברה ו/או נכסיה השונים.

ה. עוד חשוב לציין כי מסקנותינו בהערכת שווי זו מסתמכות במידה רבה על מידע צופה פני עתיד המבוסס בעיקרו על אינפורמציה הקיימת בתדאה ו/או טרפילוג במועד כתיבת הערכת שווי זו וכולל הערכות, הנחות או כוונות נכון למועד כתיבת הערכת שווי זו העשויות שלא להתממש או להתממש באופן חלקי בלבד. לפיכך, התוצאות בפועל, כולן או חלקן, עשויות להיות שונות באופן מהותי, לחיוב או לשלילה, מן התוצאות המוערכות, הנגזרות או המשתמעות ממידע שקיבלנו מהנהלת תדאה ו/או טרפילוג.

ו. עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due Diligence) ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלול בעבודת בדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של תדאה והחברה.

ז. תוצאות הערכת שווי האחזקות הנן רלוונטיות למועד המצויין בלבד ולמטרה עבודה היא בוצעה. כאמור, אין לעשות בהערכת השווי שימוש כלשהו למעט למטרה זו.

ח. מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה.

ט. הערכת שווי זו מוגבלת לביצוע הערכת שווי של אחזקותיה של תדאה בטרפילוג, והיא בוצעה בכפוף לתנאים והגבלות נוספים המתוארים בנספח א'.

י. כל הזכויות שמורות לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ.

אנו מתכבדים לספק את הערכת שווי זו להנהלת תדאה. בכל שאלה ועניין הקשורים לעבודה, אנא פנו לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ בטלפון 6121551 - 03.

בברכה,

Variance Economic Consulting Ltd.

וריאנס ייעוץ כלכלי

תוכן עניינים

1 מבוא.....	6
2 ניתוח דוחות כספיים.....	9
3 הערכת שווי טרפילוג.....	11
4 הערכת שווי אחזקות תדאה בטרפילוג.....	17
נספח א'- תנאים והגבלות.....	20
נספח ב' – מחיר ההון.....	21
נספח ג'- שיטות הערכת שווי.....	22
נספח ד'- פרטי מעריך השווי.....	24

תהליכי עבודה.

בנוסף לכך, המערכת מאפשרת בקרת נהיגה מלאה. המערכת, הכוללת ביחידת הקצה גם מד תאוצה, בוחנת מצבי סיכון באופן רציף וקבוע ומתריעה על נהיגה אגרסיבית הבאה לידי ביטוי באירועים קיצוניים כגון: מהירות מופרזת, פניות חדות, בלימות אגרסיביות, האצות חזקות, החלפות נתיב, אי שמירת מרחק ועוד. המערכת מתעדת את האירועים הללו לכל נהג בבסיס נתונים מפורט, ומפיקה דוחות שונים מתוך הנתונים הן ברמת הנהג והן ברמת הארגון. מערכת בקרת הנהיגה מאפשרת לארגון לשפר את תרבות הנהיגה שבו, לחסוך בעלויות אחזקה (צריכת דלק, חלפים וטיפוליים) ולקדם את המאבק למניעת תאונות דרכים וזיהום אוויר.

רכיב נוסף של המערכת מאפשר דיאגנוסטיקה מכאנית מרחוק. מדובר בפיתוח ייחודי של טרפילוג הכולל חיבור ישיר למערכות התקשורת הממוחשבת ברכב (CanBUS/OBD). חיבור זה מאפשר ניטור נתוני המכאניקה של הרכב בזמן אמת. כמו גם ביצוע תהליך דיאגנוסטיקה מרחוק למכלולי הרכב ולאופן השימוש של הנהג ברכב. כל חריגה של פרמטרים נרשמת ומדווחת בזמן אמת למחשב או למכשיר סלולארי וכל זאת בהתאם לדרישות המשתמש. יש לציין שתהליך זה מאפשר את המשך הפעילות הסדירה של כלי הרכב וחוסך את הצורך בהשבתתו בכדי לבצע דיאגנוסטיקה תקופתית במוסך. לאחר איתור תקלה, תהליך הדיאגנוסטיקה מאפשר את קיצור תהליכי העבודה במוסך על ידי הערכות מראש לתקלה.

בדרך זו המערכת מספקת פתרון למניעת תקלות, הנבעות כתוצאה מהזנחה או מחוסר תשומת לב של נהגים. תקלות כגון חום מנוע גבוה ומחסור בשמן עשויות לגרום נזק חמור ולעיתים בלתי הפיך למנוע. המערכת מתחברת ל- OBD ואוספת את הנתונים המבוקרים על ידי מחשב הרכב המקורי. באמצעות תוכנה ייחודית מפוענחים הנתונים למידע שימושי המשודר בזמן אמת לצורך צפייה של מנהלי צי הרכב. טכנולוגיה זו מאפשרת דיווח בזמן אמת על תקלות או אירועים מכאניים חריגים, לדוגמא: מחסור בשמן, סל"ד גבוה באופן חריג, חום מנוע גבוה, כמות הדלק במיכל, בעיות בלמים ותקלות חשמל. כמו כן, ניתן להתקין בקרה על כל הנורות והשעונים בלוח המחוונים. נתונים נוספים מאפשרים להפיק מידע על צורת הנהיגה בפועל. מידע זה מופק מעיבוד הנתונים הבאים: עוצמת הלחיצה על דוושת ההאצה - איתור נהגים בזבזני דלק וזיהוי דפוס נהיגה מסוכנת.

מד סיבובי מנוע לדקה בשילוב פעילות דוושת ההאצה, הבלמים והמצמד מלמד על

1.1 אודות השקעות תדאה בטרפילוג

בשנת 2010, תדאה השקיעה כ-2 מיליון דולר בטרפילוג (מתוכם 1.5 מיליון דולר מהמרת ההלוואה ההמירה). בתמורה קיבלה תדאה 22,482 מניות רגילות של טרפילוג. בנוסף, בחודש אוגוסט 2011, תדאה העמידה לטרפילוג הלוואה בסך של כ-545 אלפי ש"ח. במסגרת הסכם ההלוואה הקצתה החברה לתדאה 780 כתבי אופציה לרכישת המניות הרגילות של החברה. לפרטים אודות תנאי כתבי האופציה וההלוואה ראו סעיפים 1.2 ו-1.3 למטה, בהתאמה.

1.2 תיאור טרפילוג

חברת טרפילוג התאגדה ביום 19 בינואר 2003. החברה עוסקת בפיתוח מערכות אקו-דרייב, המתמקדות בבטיחות נהיגה וניתוח מיומנות טכנית של הנהג. המוצר העיקרי של החברה הושק בשנת 2006, ועובר למועד ההערכה, הותקן במעל ל-25,000 רכבים. לחברה לקוחות ב-20 מדינות ברחבי העולם, 35 עובדים בארץ ומעל ל-20 מפיצים בעולם. מוצרי טרפילוג מאפשרים ניתוח התנהגות נהג המבוסס על שילוב מדידות המתקבלות מחיישן כוחות ה-G וחיבור ישיר ל-CANBUS, קריאת נתוני CANBUS של כל סוג ודגם רכב, עיבוד נתונים בתוך הרכב וניתוח פרמטרים רב שלבי.

המערכת של טרפילוג מורכבת מיחידת קצה (המותקנת בכלי הרכב) ומערכת מידע מקוונת לניהול, שליטה ובקרה, הפועלת באמצעות תקשורת אינטרנט קבועה בין שרתי החברה לבין מחשבי הלקוח. המערכת מאפשרת קבלת נתונים מכל מקום ובכל שעה - בשל היותה מקוונת אינה דורשת התקנה מקומית אצל הלקוח. בנוסף, המערכת מאפשרת באמצעות התקנת מערכת אחת לקבל את כל השירותים בתחום ניהול צי הרכב. מדובר בראש ובראשונה בשליטה ובקרה על צי הרכב בזמן אמת. המערכת, באמצעות GPS ומודם סלולרי, מאפשרת בקרה רציפה אחר מיקומם של כלי הרכב בזמן אמת. בקרה זו מאפשרת שיפור השירות ללקוחות החברה, חסכון בזמן (עם הספק עבודה גבוה יותר), וכן ניהול משימות וייעול

איכות הנהיגה, מאתר דפוס נהיגה בזבזניים ומאמץ יתר למנוע. משקל הרכב ומשאו מאפשר לדעת בכל רגע נתון את המשקל המועמס, ביצוע פריקה/העמסה ודיווח מידע על משקל עודף. כמו כן ניתן לקבל נתונים על המצאות הרכב בתנועה/עמידה, מעקב אחר משך השהייה אצל לקוחות, משך זמן הפריקה או ההעמסה, בקרה רציפה אחר הטמפרטורה במרכב הקירור של המשאית ועוד.

נתוני טכוגרף - מעקב אחר מהירות הנסיעה וקבלת דיווח בזמן אמת על נהיגה במהירות מופרזת.

עוצמת הלחיצה על הבלם ומצב רפידות הבלם - עוצמת הלחיצה ותדירות השימוש בבלם מעיד על סגנון נהיגה בזבזני/מסוכן. מידע זה מאפשר לקבוע את הצורך בהחלפת רפידות הבלמים.

מערכת ה-RCD משמשת גם לניטור אירועי חירום בטיחותיים ולהצלת חיים. באמצעות התוכנה קיימת אפשרות לזיהוי של מצבי מצוקה, דוגמת התהפכות כלי הרכב, תאונה ו/או הפעלת כרית האוויר. בעת זיהוי של מצב חירום המערכת מדווחת באופן מיידי. תוכן ההודעה יכלול תיאור של מצב החירום (תאונה, התהפכות, פתיחת כרית אוויר) בציון מיקומו המדויק של כלי הרכב ופרטי הנהג. בנוסף לחיגן האוטומטי מותקן ברכב לחצן מצוקה הניתן להפעלה ידנית על ידי הנהג. החיגן האוטומטי / לחצן המצוקה, מקצרים את פרק זמן הגעת רכבי ההצלה בכ- 20%.

1.2.1 מוצרים

לחברה ארבעה מוצרים עיקריים:

TraffiMech - מוצר זה מאפשר זיהוי כשלים מכאניים עוד טרם הפכו לבעיה אמתית. המוצר מספק מידע חיוני בזמן אמת בנוגע להתנהגות המכאנית וניצול צריכת הדלק של כלי הרכב.

במאפיין המוצר נכללים: התממשקות ל- CANBUS/OBD, ניתוח דיאגנוסטיקה בזמן אמת: טמפרטורה/שמן/משקל/בלמים/מצמד/מצב מנוע, התראות אי-דיווחיות בנושאים כגון לחץ אוויר, שמן וכדומה, זיהוי כשלים מראש ותחזוקה מונעת, יכולת קינפוג של החיישנים – שינוי והתאמת ספי ההתראות, התראות אורות אדומים/צהובים, קריאת קודי תקלות ואתר מאובטח המספק כלי ניהול, ניתוח ודיווח בזמן אמת.

יתרונות המתקבלים מהשימוש כוללים בין היתר, הפחתת החלפת חלקים בכ-30%, ניטור מטעני יתר בזמן אמת, זיהוי ומניעת כשלים מכאניים, הפחתת הוצאות תפעול שוטפות של הצי ושקיפות מלאה של המצב התפעולי של הצי.

TraffiSkill - מוצר המאפשר קבלת מידע בנוגע להתנהגות נהג מכאנית בזמן אמת. בעזרת היכולת להתחבר למערכת המחשוב של הרכב, מוצר זה מספק מידע בנוגע להתנהגות נהג מכאנית וטכנית בזמן אמת ובדוחות תקופתיים.

מאפיין המוצר כוללים: התממשקות ל- CANBUS/OBD, שליטה בכלי מניעת גניבת דלק, אימון נהג בזמן אמת, התראות שימוש לא נכון – תיבת הילוכים, מצמד, בלמים, דיפרנציאל, אתר מאובטח המספק כלי ניהול, ניתוח ודיווח בזמן אמת.

כחלק מיתרונות המוצר ניתן להבחין בשיפור משמעותי בכישורי נהיגה, שיפור של עד 70% ב-MTBF, הפחתה בצריכת הדלק, הפחתה בהוצאות תיקונים, הפחתה בהוצאות בלאי, מניעת גניבת דלק, הפחתה בזמן הנייחות והפחתה בהוצאות האדמיניסטרציה.

TraffiSafe - מוצר המאפשר זיהוי התנהגות נהג מסוכנת ואגרסיבית. מוצר זה עוזר בשיפור תרבות הנהיגה בעסק, שיפור רמת בטיחות הצי והפחתת עלויות תפעול שוטפות.

מאפיין ה-TraffiSafe הינם: התממשקות ל- CANBUS/OBD, אימון נהג בזמן אמת על ידי חיווי הניתן בתוך הרכב (DMAS), חיישן המודד את כוחות ה-G המופעלים על הרכב בכל זמן נתון, התראות בטיחות התנהגות נהג - בנוגע לבלימות חירום, פניות חדות, האצות אגרסיביות ומהירות יתר, התראות בטיחות בתוך הרכב - אי חגירת חגורת בטיחות, עובי דסקיות הבלמים ועוד, אתר מאובטח המספק כלי ניהול, ניתוח ודיווח בזמן אמת.

מהמוצר מתקבלים יתרונות רבים, ביניהם שינוי תרבות הנהיגה, הפחתה דרמטית בדפוס נהיגה מסוכנת, הפחתה ממוצעת של 14% בצריכת הדלק, ובהתאם הפחתה בזיהום כתוצאה מפליטת גזים רעילים, הפחתה במספר התאונות – בעיקר תאונות באשמה, הפחתה במידת החומרה של התאונות שמתרחשות וכמו כן, הפחתה בהוצאות התפעול השוטף.

TraffiView - מוצר המאפשר ניתוח ושליטה בצי הרכבים בכל זמן ומכל מקום. המוצר כולל שירותי מיקום מתקדמים (LBS) המשלבים שימוש ב-GPS ובמודם סלולרי ומספקים יכולת ניטור ושליטה בזמן אמת.

ה-TraffiView מאופיין בתכנון וניטור מסלולי נהיגה, השוואה בין מסלולי נהיגה קיימים ופוטנציאליים, הפחתה בזמן נייחות של רכב ונהג, מתן הערכות זמני הגעה/יציאה/משא והרכבה, לחצן מצוקה, תזכורות אדמיניסטרציה שונות (חידוש רישיון וכו'), התראות מוקדמות על הגעה ליעד, Geo fence וירטואליים המראים עצירות, חניות, תחנות, משרדי חברה ועוד, מציאת מיקומים וכתובות, התראות על מיקומים לא מאושרים. יתרונות המוצר הינם שיפור שירות הלקוחות, התקנה ושימוש קלים ומהירים, חיסכון מידי בעלויות, שיפור יעילות הצי, הפחתה בהוצאות דלק, הפחתה בהוצאות תקשורת, הפחתה בבזבז זמן יקר, התראות אירועים חריגים בזמן אמת דרך SMS ודוא"ל, וקריאת קילומטראז' מדויקת.

1.2.2 לקוחות

מוצרי החברה נותנים מענה לשווקים ספציפיים והם: חברות אוטובוסים, תעשיות הרכב והמשאיות, חלוקת והפצת מזון, חברות ליסינג והשכרת רכב, תעשיות המשקאות והבקבוקים למיניהם, פתרונות לצבא ולמשוריינים, חברות ביטוח, מערבלי בטון וכלי ביטחון מיוחדים.

דוח רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מתומצתים של החברה לשנים 2008-2010, טיוטה לשנת 2011, ודוח רווח והפסד ניהולי פנימי מתומצת למחצית הראשונה של שנת 2012 (באלפי ש"ח):

באלפי ש"ח	2008	2009	2010	2011	H1/2012 ²
הכנסות	10,133	18,149	21,918	17,319	13,553
שיעור גידול		79%	21%	-21%	
רווח גולמי	4,070	8,774	11,055	10,051	7,050
% מההכנסות	48%	48%	50%	58%	52%
הוצאות תפעול	7,896	6,384	9,718	9,828	5,859
% מההכנסות	78%	35%	44%	57%	43%
רווח (הפסד) תפעולי	(3,826)	2,390	1,337	223	1,191
% מההכנסות		13%	6%	1%	9%
רווח (הפסד) נקי	(4,820)	1,929	549	74	1,175
% מההכנסות		11%	3%	0%	9%

יש לציין כי התקבלו מהנהלת החברה דוחות רווח והפסד מלאים, אולם על מנת להימנע מחשיפת יתר אשר עשויה לפגוע בפעילות החברה, מוצגים דוחות מתומצתים.

הכנסות – הכנסות טרפילוג מורכבות מהכנסות בגין מכירות מוצרי החברה ומהכנסות בגין דמי מנוי חודשיים. מהטבלה לעיל ניתן לראות כי הכנסות החברה בין השנים 2008-2010 מעידות על מגמת צמיחה מתמדת. סך הכנסות החברה גדלו מסך כולל 10.1 מיליון ש"ח בשנת 2008, ל-21.9 מיליון ש"ח בשנת 2010. בשנת 2009, למרות המשבר העולמי בכלל והמשבר בשוק הרכב בפרט, גדלו הכנסות החברה בכ-79% והסתכמו בכ-18.1 מיליון ש"ח. יצוין כי הגידול בשנת 2009 נובע בעיקרו מחתימה על

² התוצאות המוצגות מתבססות על דוחות ניהוליים שהועברו על ידי הנהלת החברה במונחים דולריים, והומרו בשער חליפין ממוצע לתקופה (3.797).

הסכמים עם מפצים ולקוחות חדשים. הגידול בהכנסות בשנת 2010 נובע בעיקרו מהתרחבות המכירות בטריטוריות הקיימות. בשנת 2011, חלה ירידה בהכנסות החברה בשיעור של כ-21% בהשוואה לשנה הקודמת וזאת, על פי ההנהלה, לאור דחיית מועדי התחלת פרויקטים לשנה הבאה. בנוסף, על פי ההנהלה, הושפעו הכנסות החברה בשנת 2011 מירידה במכירות מוצרי החברה על ידי מפצים באירופה, עקב משבר החוב ביבשת. הכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2012 הסתכמו בכ-13.6 מיליון ש"ח הכוללים גם הכנסות מפרויקטים שהתקבלו בשנה הקודמת.

רווח גולמי – לאורך השנים 2008-2010 חל שיפור ברווח הגולמי של החברה כשיעור מהמחזור. הרווח הגולמי גדל מסך של כ-4 מיליון ש"ח בשנת 2008 (שיעור של כ-40% מההכנסות), לכ-11.1 מיליון ש"ח בשנת 2010 (שיעור של כ-50% מההכנסות). הגידול בשיעור הרווח הגולמי נובע בין היתר מגידול בהכנסות המאפשר יתרון לגודל וכתוצאה מכך ירידה בעלויות, וכן מגידול בהכנסות מדמי מנוי אשר הינן הכנסות עם שיעור רווח גולמי גבוה.

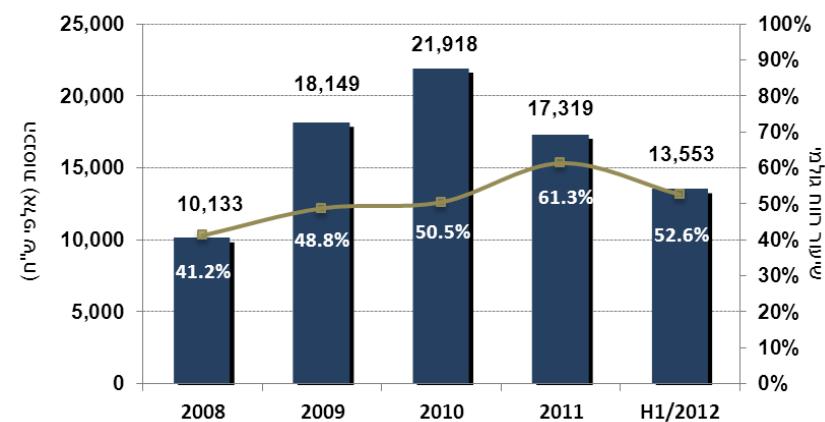
מנתוני הרווח והפסד לשנת 2011 עולה כי אף על פי שחל קיטון של כ-21% בהכנסות החברה בשנת 2011 לעומת השנה הקודמת, הקיטון ברווח הגולמי הסתכם בכ-8% בלבד. השיפור ברווחיות הגולמית בשנת 2011 נבע מחלקה הגבוהה של הכנסות מדמי מנוי מתוך כלל הכנסות החברה. במחצית הראשונה של שנת 2012, היווה הרווח הגולמי שיעור של 52% ממחזור המכירות.

הוצאות תפעול – בשנים 2008-2009 הסתכמו הוצאות התפעול של טרפילוג בכ-7.9 מיליון ש"ח (כ-78% מההכנסות), וב-6.4 מיליון ש"ח (כ-35% מההכנסות), בהתאמה, כאשר כלל ההוצאות הצביעו על מגמת ירידה כשיעור מההכנסות ואילו. בשנת 2010 הסתכמו כלל הוצאות התפעול בכ-9.7 מיליון ש"ח, כאשר שנה זו מאופיינת כשנת ייצוב של החברה והשקעה בתשתיות, דבר אשר בא לידי ביטוי בהחלטה להשקיע שיעורים גבוהים יותר במחקר ופיתוח. גם הוצאות המכירה שיווק והנהלה וכלליות הצביעו על גידול כשיעור מההכנסות בשנה זו. הוצאות התפעול של החברה בשנת 2011 הסתכמו בכ-9.8 מיליון ש"ח, גידול קל בהשוואה להוצאות התפעול בשנה הקודמת. במהלך שנה זו, עקב הירידה בהכנסות נפגעה הרווחיות התפעולית של החברה אשר תוקנה בחלקה על ידי מהלכי התייעלות שנקטה החברה על מנת להתמודד עם הקיטון בפעילות. במחצית הראשונה של שנת 2012 הסתכמו הוצאות התפעול בכ-5.9 מיליון ש"ח,

המהווה כ-43% מהכנסות החברה.

רווח (הפסד) נקי – בשנים 2009-2010 החברה הציגה רווח נקי של כ- 1.9 מיליון ש"ח ושל כ- 0.55 מיליון ש"ח, בהתאמה. בשנת 2011 עמד הרווח הנקי על כ-0.5 מיליון ש"ח, וזאת על אף ההכנסות הנמוכות מן המשוער. שיפור זה נובע בעיקר עקב עלייה ברווח הגולמי והתייעלות תפעולית, כמתואר לעיל. במחצית הראשונה של שנת 2012 הסתכם הרווח הנקי בכ- 1.2 מיליון ש"ח, המהווים שיעור של כ-9% מההכנסות.

להלן גרף המתאר את התפתחות ההכנסות והרווחיות הגולמית לשנים 2008-2011, ולמחצית ראשונה של שנת 2012 (אלפי ש"ח):



3 הערכת שווי טרפילוג

מתודולוגיה

שווי פעילות החברה הוערך על ידי שימוש במודל היוון תזרימי המזומנים. ההערכה באמצעות מודל זה מתבססת על אומדן תזרימי המזומנים הצפויים להתקבל מפעילות החברה, על פני אופק התחזית. בבסיס גישה זו ההנחה כי החברה הינה "עסק חי" אשר תמשיך בפעילותה העסקית לאורך אופק פעילות אינסופי.

השווי הכלכלי של החברה הינו השווי הכלכלי של פעילותה העסקית בתוספת נכסים עודפים ובניכוי התחייבויות פיננסיות.

תחזית רווח והפסד של החברה התבססה על תחזיות פיננסיות ונתונים אחרים שהתקבלו מהנהלת החברה, לרבות תוצאות בפועל של הפעילות העסקית של החברה, ביחד עם נתונים ציבוריים על הענף בו היא פועלת.

לאחרונה נכנסה החברה למספר פרויקטים חדשים בעלי פוטנציאל צמיחה מהותי. עם זאת, פרויקטים אלו הינם בתחילת הדרך והם מאופיינים ברמת אי ודאות גבוה יותר בנוגע לסיכויי והיקפי התממשותן בהשוואה לפעילות השוטפת. לפיכך בהערכת השווי הבחנו בין הערכת הפעילות השוטפת של החברה לבין הערכת השווי של הפרויקטים החדשים אשר הוערכו על ידי שימוש בשיעור היוון גבוה יותר.

הנחות והערכת השווי

כאמור, תחזית תזרימי המזומנים של טרפילוג כוללת את הפעילות השוטפת של החברה, ופעילויות אחרות, ומסתמכת, בין היתר, על תקציב החברה למחצית השניה של שנת 2012 ותחזיות לשנים 2013-2016 כפי שהועברו לנו על ידי הנהלת החברה. לאור העובדה שתקציב החברה ועיקר מכירותיה החזויות הינם במונחים דולריים, התחזיות בהערכת השווי מוצגות בדולרים.

3.1 הערכת שווי הפעילות השוטפת

להלן הנחות היסוד ששימשו אותנו בהערכת תזרימי המזומנים העתידי מהפעילות השוטפת של החברה:

- **הכנסות** - נכון למועד ההערכה, לחברה שני מקורות הכנסה עיקריים: הכנסות מחומרה והכנסות מדמי מנוי חודשיים. ההכנסות מחומרה כוללות תשלום חד פעמי

בגין התקנת מערכת אקו- דרייב של החברה בכלי רכב. ההכנסות מדמי מנוי כוללות תשלום חודשי בגין השימוש במערכות החברה המאפשרות: זיהוי כשלים מכאניים ברכב, מידע וניתוח התנהגות נהג בכביש בזמן אמת, זיהוי הגורמים המובילים להתנהגות מסוכנת של הנהג וניתור ושליטה בצי הרכב בכל זמן ומקום. החברה מוכרת את מוצריה הן בשוק המקומי והן בשוק הבינלאומי. בשוק המקומי המכירות מתבצעות ישירות באמצעות החברה ובאמצעות המפיץ פרטנר. בשוק הבינלאומי המכירות מתבצעות באמצעות מפיצים, עימם לחברה יש הסכמים לא בלעדיים.

תחזית ההכנסות התבססה על תקציב החברה למחצית השניה של שנת 2012 ועל תחזיות ההנהלה לשנים 2013-2016. ע"פ תקציב החברה, ההכנסות במחצית השניה של שנת 2012 צפויות להסתכם בכ- \$6.6 מיליון. ההכנסות הצפויות לשנת 2013, על פי תחזיות החברה, מסתכמות בכ-\$12.7 מיליון.

ע"פ הנהלת החברה, הגורמים לצמיחה בהכנסות השוטפות לאורך השנים הינם בין היתר:

- יכולת מוכחת של הטכנולוגיה של החברה לסייע, הן ליצרני הרכב (אוטובוסים ומשאיות) והן לחברות לניהול צי רכב, בחיסכון בעלויות הדלק, בירידה בכמות התקלות/קריאות הנדרשות במסגרת האחזיות על כלי הרכב וכיוצ"ב.
- חלק לא מבוטל מהכנסות החברה הינו ממפיצים קיימים. במסגרת ההסכמים עימם, מתחייבים המפיצים למכירת כמות מינימאלית של מערכות החברה בכל שנה. כמו כן, הכנסות מדמי מנוי שנתיים גדלים מדי שנה בהתאם לרכישות הללו.
- בשוק המקומי החברה צופה גידול בפעילות מצד סוכנויות הרכבים ומצד היבואנים המפעילים צי משאיות, אשר לאחר שימוש במערכות טרפילוג דיווחו על קיטון של כ- 20% על קריאות תחזוקה ודיווחו על התייעלות בתחזוקה ועל כ- 10%-15% צמצום בהוצאות הנסיעה.
- גידול שנתי בהכנסות מדמי מנוי, המתבסס על מכירות חומרה חדשות ומתווסף להכנסות שנתיים קבועות מדמי מנוי.

יחד עם זאת, לאור העובדה שהחברה לא עמדה ביעדי התקציב לשנת 2011 התבססנו בהערכת השווי על תחזית הכנסות מתונה יותר מתחזיות החברה לשנים הבאות. לפיכך, הונח כי במחצית השניה יסתכמו הכנסות החברה בכ-\$5.3 מיליון,

אשר מגובות על ידי צבר הזמנות, תקבולים מפרויקטים שהחלו במחצית הראשונה של השנה ומהכנסות קבועות מדמי מני.

בשנים 2013 ו-2014 הונח כי סך הכנסות החברה יסתכמו בכ- \$11.2 מיליון וכ- \$14.3 מיליון בהתאמה. הכנסות אלו מתבססות על הערכות החברה בנוגע להכנסות מביצוע פרויקטים חזויים, הכנסות ממפיצים קיימים והכנסות מדמי מני קבועים. בשנים 2015 ואילך הונח קיטון הדרגתי בשיעורי הצמיחה בהכנסות עד לכ- 3% בשנה המייצגת.

• עלות המכר (ללא פחת) – במחצית הראשונה של 2012 הסתכמה עלות המכר בכ- 47% מכלל הכנסות החברה. על פי תקציב החברה למחצית השנייה של השנה, עלות המכר החזויה לכל שנת 2012 צפויה להסתכם אף היא בשיעור דומה. בשנים שלאחר מכן, מעריכה הנהלת החברה כי עלות המכר תרד בהדרגה עד לכ- 41% בשנת 2016 וזאת בשל עליה במשקלם של דמי המנוי המאופיינים בשיעורי רווחיות גבוהים יותר ככל שמתקדמים בשנות התחזית. בהערכת השווי הונח כי שיעור עלות המכר יקטן בהדרגה אולם באופן מתון יותר מהערכת הנהלת החברה. הונח כי בשנת 2012 תסתכם עלות המכר בשיעור של כ- 47% מהמכירות והיא תרד בהדרגה עד לכ- 45% מהמכירות משנת 2014 ואילך.

• **הוצאות תפעול** – במחצית השנייה של שנת 2012 צפויות הוצאות התפעול של החברה להסתכם בכ- \$2.8 מיליון, המהווים כ-38% מההכנסות, בהתבסס על תקציב החברה ועל תוצאות בפועל של מחצית ראשונה של שנה זו. בשנת 2013 ובשנת 2014 צפויות הוצאות התפעול להסתכם בכ- \$4.2 מיליון (כ-38% מההכנסות) ובכ- \$5.2 מיליון (כ-36% מההכנסות), בהתאמה. לשנים 2015 ואילך, הונח כי הוצאות התפעול ירדו בהדרגתיות מסכום כולל של \$6.2 מיליון ל-\$7.3 בשנת 2017, בשנה המייצגת, המהווים כ- 36% מההכנסות. הונח כי הוצאות המחקר ופיתוח וכן הוצאות השיווק ומכירה של החברה לא ירדו משמעותית כשיעור מההכנסות וזאת על מנת שהחברה תוכל לשמר את היתרון הטכנולוגי של מוצריה ועל מנת לתמוך בגידול הצפוי בהכנסות. הוצאות ההנהלה וכלליות אשר הינן בעלות מרכיב קבוע, יגדלו חלקית עם שיעור הגידול בהכנסות ויפחתו כשיעור מההכנסות, לאורך שנות התחזית.

• **מס** - לחברה מעמד של "מפעל מוטב" כאשר שנת הבחירה הינה 2006. הכנסות הנובעות מ"מפעל מוטב" פטורות ממס לתקופה של שנתיים במידה שלא חולקו כדיבדנד וחייבות במס בשיעור מופחת של 10%-25% (בהתאם לשיעור החזקת החוץ בחברה בשנת המס) במשך 5-8 שנים נוספות. על פי הנהלת החברה, לאחר ניצול הטבת הפטור ממס למשך שנתיים כפי שצוין לעיל, צפויה החברה לעבור ליישום התיקון החדש לחוק עידוד השקעות בהון המהיל שיעור מס אחיד על כל ההכנסות המועדפות של החברה. שיעורי המס על פי התיקון לחוק הינם: 2011 ו-2012 15%, בשנים 2013 ו-2014 12.5%, ובשנת 2015 ואילך 12%.

להלן תחזית התוצאות העסקיות הצפויות מהפעילות השוטפות של החברה (באלפי דולר):

באלפי \$	H2/2012	2013	2014	2015	2016	2017
הכנסות	5,338	11,213	14,340	17,338	20,133	20,737
שיעור גידול	26%	28%	21%	16%	3%	
רווח גולמי	2,806	6,055	7,887	9,536	11,073	11,406
% מההכנסות	53%	54%	55%	55%	55%	
הוצאות תפעול	2,049	4,234	5,214	6,194	7,099	7,312
EBITDA	757	1,821	2,673	3,342	3,975	4,094
% מההכנסות	14%	16%	19%	19%	20%	
הוצאות פחת	47	109	143	170	137	207
רווח תפעולי	710	1,712	2,530	3,172	3,837	3,886
% מההכנסות	13%	15%	18%	18%	19%	

• **השקעות ברכוש קבוע** - משיחות עם הנהלת החברה עולה כי בשנת 2012 סך ההשקעה הצפויה ברכוש קבוע תסתכם בכ-75 אלפי דולר, המהווים 0.7% ממחזור ההכנסות. ליתרת תקופת התחזית, הונח כי ההשקעות ידרשו השקעות גבוהות במעט ברכוש הקבוע, בשל הפרויקטים המתוכננים להמשך שנות תחזית. הונח כי בשנת 2013 יסתכמו ההשקעות ברכוש קבוע בכ- \$100 מיליון. בשנת 2014 ואילך יהוו השקעות ברכוש קבוע כ-1% מההכנסות, ויעמדו בגובה הפחת בשנה המייצגת.

- **הון חוזר** - בחישוב ההון החוזר התבססו על ימי לקוחות, מלאי וספקים שהתקבלו מאת הנהלת החברה וכן על בסיס הממוצע ההיסטורי.
- **מחיר הון (WACC)** - 16%. לצורך אמידת מחיר ההון יישמנו את מודל הממוצע המשוקלל של עלות ההון (WACC) על מנת לשקף את הסיכון הגלום בתזרימי המזומנים של החברה (לחישוב ה-WACC ראה נספח מחיר הון).
- **ערך שייר (Residual Value)** - בחישוב הערך השייר של החברה חישבנו את תזרימי המזומנים לשנה מייצגת, 2017. הונח כי תזרימי המזומנים מייצג זה יצמח ב- 3% בשנה.

להלן תחזית תזרימי המזומנים הצפוי מפעילות שוטפת של החברה (אלפי דולר):

באלפי \$	H2/2012	2013	2014	2015	2016	2017
רווח תפעולי	710	1,712	2,530	3,172	3,837	3,886
מס	(133)	(133)	(133)	(450)	(529)	(535)
רווח תפעולי לאחר מסים על הכנסה	710	1,579	2,397	2,791	3,377	3,420
הוצאות פחת חשבונאיות	47	109	143	170	137	207
השקעות בר"ק	(38)	(101)	(143)	(173)	(201)	(207)
קישון (גידול) בהון החוזר	(436)	(409)	(427)	(554)	(517)	(112)
תזרימי מזומנים פנוי	284	1,178	1,969	2,234	2,796	3,308
ערך שייר						26,213
תזרימי מהוון	274	1,016	1,463	1,431	1,544	14,056

שווי הפעילות השוטפת של טרפילוג נאמד בכ-19.8 מיליון דולר (במעוגל).

3.2 הערכת שווי פעילויות אחרות

- במהלך המחצית הראשונה של שנת 2012 עסקה החברה במספר פרויקטים בהיקפים מהותיים לחברה כמפורט:
- פרויקט עם יצרנית משאיות עולמית - בסוף חודש יוני 2012 סיימה החברה פיילוט

נרחב בשיתוף עם ענקית ייצור משאיות. בעקבות הצלחת הפיילוט צפויה החברה לקיים שיתופי פעולה עם היצרנית ומפיצים קשורים ולקבל הזמנות חדשות עד סוף השנה (כ- 400 יחידות מתוכם הוזמנו עד מועד הערכה).

- פיתוח מוצר לשוק הפרטי בארה"ב – החברה מפתחת מוצר המתבסס על הטכנולוגיה הקיימת בטרפילוג בנוגע לדיאגנוסטיקה והתנהגות נהג בשיתוף עם שחקן מוביל בשוק התקשורת בארה"ב. נכון למועד הערכה הסתיים בהצלחה פיילוט ראשוני של המוצר אשר בעקבותיו ממשיכה החברה לשלב ב' של ביצוע התאמות נוספות של המערכת לשוק הפרטי. להערכת הנהלת החברה תחילת מכירות צפויה במהלך שנת 2013 לאחר סיום ביצוע בדיקת שוק על ידי הלקוח. להערכת ההנהלה, היקף המכירות ללקוח זה עשוי להגיע למאות אלפי מערכות בשנה.

- פעילות בסין – נכון למועד הערכת השווי, נמצאת טרפילוג בשלבי הקמה של פעילות בסין בשיתוף עם מפיץ מקומי. במחצית הראשונה של שנת 2012 בוצעו מספר פיילוטים של המערכת שהסתיימו בהצלחה מול לקוחות פוטנציאליים והחברה משקיעה משאבים ניכרים בהקמת חוות שרתים והטמעת מפות סין במערכת הקיימת. כמו כן, להערכת ההנהלה, השוק הסיני בעל פוטנציאל גדול מאוד לשיווק המוצרים, אשר עשוי להגיע להיקף מכירות העומד על עשרות אלפי מערכות בשנה.

- פעילות בצפון אמריקה – בדומה לפעילות בסין, נמצאת החברה בשלבי הקמת חברת הפצה בצפון אמריקה, בשיתוף פעולה עם מפיץ מקומי. כיום מוכרת טרפילוג את מוצריה בצפון אמריקה לחברת אוטובוסים קנדית, ואינה משווקת את מוצריה לחברות נוספות. להערכת ההנהלה, שיתוף הפעולה המתוכנן, יפתח בפניה את השוק האמריקאי בהיקף מכירות של אלפי מערכות בשנה, בשנים הקרובות, ועשרות אלפי מערכות בשנה, בהמשך.

הערכת השווי לפעילויות האחרות של החברה התבצעה לכל פרויקט בנפרד. במסגרת זו, בחנו את תחזיות ההנהלה ושיעור ההתממשות החזוי אותו צופה ההנהלה לכל אחד מהפרויקטים. פרויקטים אשר נמצאים בשלבים מוקדמים יחסית לא נלקחו בחשבון במסגרת הערכת השווי אשר התמקדה אך ורק בהערכת הפרויקטים המרכזיים בהם נכון

למועד הערכה, השקיעה החברה משאבים משמעותיים יחסית בפיתוח ושיווק ואשר בגינם התקבלו לפחות אינדיקציות ראשוניות המעידות על סיכוי התממשות סבירים. הערכת השווי של הפרויקטים מתבססת על תחזית הכנסות ושיעורי רווחיות החזויים של הפרויקטים בהתאם לתקציב החברה, ושיעורי רווחיות האופייניים לתעשייה שבה היא פועלת תוך התייחסות לסבירות התממשותן של תחזיות הנהלת החברה. כמו כן, כל אחת מן הפעילויות הוונה בשיעור היוון ספציפי על פי רמת הסיכון הגלומה בה בהתאם לסטטוס של הפרויקט נכון למועד הערכה. שיעורי ההיוון של הפרויקטים השונים נעים בטווח של 25%-40%. לצרכי הצגה, להלן תחזית תזרים מזומנים אגרגטיבית הצפויה מכלל הפעילות האחרות (אלפי דולר):

באלפי \$	2013	2014	2015	2016	2017
הכנסות	6,937	15,518	27,029	40,256	41,464
רווח תפעולי	377	2,037	4,259	7,049	7,260
מס	0	0	(511)	(846)	(871)
רווח תפעולי לאחר מיסים	377	2,037	3,748	6,203	6,389
על הכנסה	49	109	190	283	291
הוצאות פחת חשבונאיות	(49)	(109)	(190)	(283)	(291)
השקעות ברכוש קבוע	(1,243)	(1,627)	(2,132)	(2,453)	(224)
קישון (גידול) בהון חוזר	(865)	410	1,616	3,750	6,165
תזרים מזומנים פנוי					

שווי הפעילות האחרות של החברה נאמד בכ- 7.8 מיליון דולר (במשועל).

3.3 סיכום שווי פעילות טרפילוג

להלן טבלה המסכמת את שווי כלל פעילות טרפילוג, למועד ההערכה (באלפי דולר):

אלפי \$	
19,784	שווי פעילות שוטפת
7,797	שווי פעילויות אחרות
27,581	שווי פעילות כולל

3.4 נכסים והתחייבויות פיננסיות

לשווי פעילות טרפילוג שהתקבל הוספו נכסים עודפים והפחתת התחייבויות עודפות, שאינם משמשים את הפעילות השוטפת. יצוין כי יתרות אלו הינן יתרות שהתקבלו על ידי הנהלת החברה ואינן מבוססות על יתרות מתוך מאזן סקור. להלן סיכום סך הנכסים וההתחייבויות העודפים (אלפי דולר):³

אלפי \$	סעיף
<u>נכסים עודפים</u>	
660	מזומנים ושווי מזומנים
660	סך נכסים פיננסיים
<u>התחייבויות עודפות</u>	
283	הלוואה לזמן קצר (בנקים)
384 ⁴	הלוואה מצדדים קשורים
361	צדדים קשורים
456	התחייבות בגין יחסי עובד-מעביד
137 ⁵	התחייבות תלויות

³ יתרות פיננסיות למועד ההערכה כפי שהתקבלו על ידי החברה והוערך לפי ש"ח של 3.923 ש"ח לדולר למועד זה.

⁴ יתרת הלוואה שוערה על ידנו ומוצגת בשווי הכלכלי.

⁵ לחברה קיימת התחייבות תלויה בגין הוצאות ניהול לצדדים קשורים בסך 830 אלפי ש"ח ובגין הוצאות פיתוח לצד קשור בסך 278 אלפי ש"ח אשר, להערכת החברה, ישולמו אך ורק בהתקיים גידול משמעותי בהכנסות החברה.

1,667	סך התחייבויות פיננסיות
(1,006)	סך התחייבויות עודפות, נטו

עובר למועד ההערכה, סך ההתחייבויות הלא תפעוליות העודפות של טרפילוג עומד על כ-1\$ מיליון.

3.5 סיכום הערכת שווי טרפילוג

ערכו הנוכחי של תזרים המזומנים שהתקבל הינו כ-27.6\$ מיליון. לערך זה הוספו את הנכסים הפיננסיים של החברה וניכינו את ערך ההתחייבויות.

להלן סיכום הערכת שווי חברת טרפילוג ליום 30 ביוני 2012 (באלפי דולר):

אלפי \$	
27,581	שווי פעילויות החברה
660	בתוספת נכסים עודפים
(1,667)	בניכוי התחייבויות פיננסיות
26,575	שווי הון עצמי לפני דיסקאונט אי-סחירות
(4,175)	דיסקאונט בגין אי סחירות
22,400	שווי הון עצמי (במעוגל)

לפיכך, השווי הכלכלי של טרפילוג נאמד בכ-22.4 מיליון דולר (במעוגל).

3.6 ניתוח רגישות

ערכנו ניתוח רגישות לשווי הכלכלי של טרפילוג, ע"י בדיקת השפעת שני פרמטרים מרכזיים במודל והם: מחיר ההון ושיעור הצמיחה לטווח הארוך.

מחיר ההון						שיעור צמיחה לטווח ארוך
20.00%	19.00%	18.0%	17.00%	16.00%		
18,800	19,800	20,800	22,000	23,500	1.00%	
19,300	20,400	21,600	22,900	24,500	2.00%	
19,900	21,100	22,400	23,900	25,800	3.00%	
20,600	21,900	23,400	25,100	27,300	4.00%	
21,400	22,900	24,600	26,600	29,100	5.00%	

4 הערכת שווי מניות וכתבי אופציות של תדאה בטרפילוג

4.1 אודות השקעות תדאה בטרפילוג

בשנת 2010, תדאה השקיעה כ-2 מיליון דולר בטרפילוג (מתוכם 1.5 מיליון דולר מהמרת ההלוואה ההמירה). בתמורה קיבלה תדאה 22,482 מניות רגילות של טרפילוג. בנוסף, בחודש אוגוסט 2011, תדאה העמידה לטרפילוג הלוואה בסך של כ-545 אלפי ש"ח. במסגרת הסכם ההלוואה הקצתה החברה לתדאה 780 כתבי אופציה לרכישת המניות הרגילות של החברה. לפרטים אודות תנאי כתבי האופציה וההלוואה ראו סעיפים 4.2 ו-4.3 למטה, בהתאמה.

4.2 אודות כתבי האופציות של תדאה.

הטבלה להלן מציגה את התנאים הבסיסיים של כתבי האופציה:

תנאי	פירוט
מספר אופציות	780
מחיר מימוש	101.72 דולר
תקופת המימוש	כל כתב אופציה יהיה ניתן למימוש למניה רגילה של החברה, בכל רגע נתון, במשך תקופה של 5 שנים ממועד חתימת ההסכם.

4.3 מבנה ההון של החברה וזכויות בעלי המניות

4.3.1 מבנה ההון

הטבלה הבאה מסכמת את מבנה ההון של החברה, נכון למועד ההערכה:

סוג מניה	כמות מניות	כמות אופציות
מניות בכורה מסוג A	19,264	
מניות רגילות	123,281	18,071
סה"כ	142,545	18,071

4.3.2 זכויות בעלי המניות בעת חלוקה

בכל אירוע של חיסול, פירוק או פשיטת רגל של החברה, מיזוג או רכישה, בכפוף לחוק החברות, כל הנכסים הזמינים של החברה יחולקו כדלקמן:

- לפני חלוקה לכל בעל מניות אחר, כל בעל מניית בכורה מסוג A זכאי לקבל בעבור כל מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר הקנייה הראשוני של המנייה (\$83.5) בתוספת ריבית של 6% לשנה מיום הנפקתה ועד יום החלוקה. באם סכום החלוקה נמוך מהסכום הכולל המגיע למחזיקי מניות הבכורה, יחולק הסכום באופן יחסי בין מחזיקי מניות בכורה A ע"פ האחזקות שלהם.
 - לאחר שבעלי מניות הבכורה קיבלו את חלקם המלא, יחולק הסכום הנותר בין בעלי מניות הרגילות בלבד באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה.
- בעלי מניות בכורה מסוג A, זכאים להמיר את מניותיהם למניות רגילות של החברה, בכל עת ועל פי שיקולם הבלעדי. בהתאם לזכות זאת, בתרחישים מסוימים יעדיפו בעלי מניות בכורה מסוג להמיר את המניות שברשותם למניות רגילות רגע לפני אירוע החלוקה.

4.3.3 תנאי כתבי האופציה לעובדים

הטבלה להלן מפרטת את תנאי האופציות עובדים:

קבוצה	כמות	מחיר מימוש	מועד פקיעה
1	3,534	\$41.6	
2	4,666	\$83.3	6 שנים ממועד ההענקה
3	4,936	\$101.7	

4.4 שיטת הערכה השווי

לצורך אמידת שווי החזקותיה של תדאה בטרפילוג יישמנו את המודל לתמחור האופציות (OPM). בהתאם להנחיה של AICPA מאוגוסט 2012 לגבי חברות עם מבנה הון מורכב, זהו המודל שמתאים לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים כמו טרפילוג. יישמנו את מודל ה-OPM תוך שימוש בסימולציות מונטה קרלו. השימוש בסימולציה הנו המתאים ביותר במקרה זה שכן לוקח בחשבון את השינויים במבנה ההון ואת העלייה בערך החברה בגובה תוספת המימוש כתוצאה ממימוש כתבי אופציה.

4.4.1 שלבי חישוב

להלן שלבי החישוב של המודל:

- קביעת שווי ההתחלתי לטרפילוג במועד ההערכה השווה לשווי ממודל ה-DCF.
- קביעת מועד למימוש הנכסים הצפוי.
- יצירת תרחישים למועד הצפוי למימוש הנכסים, אשר משקפים שווים עתידיים של החברה (בעזרת סימולציות מונטה קרלו) בהתבסס על ה- Geometric Brownian motion בהנחת מהלך מקרי (Random walk) של מחירי מניות¹⁶.
- חלוקת שווי החברה העתידי בין בעלי המניות בהתייחס לזכויות ההעדפה בחלוקה של בעלי מניות הבכורה ע"פ תקנון החברה.
- קביעת שווי לכל סוג של מניה ע"פ ממוצע פשוט של כל התרחישים.
- בחינת כדאיות המימוש של האופציות תוך לקיחה בחשבון את העלייה בשווי חברה בגובה תוספת המימוש ואת השינוי במבנה ההון כתוצאה ממימוש האופציות.

¹⁶ הנחת בסיס במודל בלק ושולס.

הערכת שווי יחסי מיזוג

- חלוקה מחדש של השווי וקביעת שווי לכל סוג מניה ע"פ ממוצע פשוט של כל התרחישים.

4.5 הנחות המודל

4.5.1 שווי ההון העצמי של טרפילוג

המודל מתבסס על שווי ההון העצמי של טרפילוג כפי שהערכנו במודל היוון תזרמים המזומנים (DCF), כמפורט בפרק 3 לעיל. שווי הכלכלי של ההון העצמי נאמד בכ-\$22.4 מיליון (במעוגל), נכון למועד ההערכה.

4.5.2 זמן למימוש נכסים

לצורך הערכת שווי זאת, ובהתבסס על הערכת הנהלת טרפילוג, הנחנו כי משך הזמן למימוש הנכסים הינו כ-3 שנים. נדגיש כי הערכת ההנהלה נעשתה למטרת הערכת השווי בלבד. החברה בוחנת באופן שוטף את אפשרויות ההנזלה הקיימות בפניה, לרבות המשך פעולה כחברה פרטית וכן מכירה או מיזוג, בהתאם לחברות בענף.

4.5.3 תנודתיות צפויה

טרפילוג הנה חברה פרטית ומניותיה לא נסחרות, ולפיכך אין ציטוטי מחירי מניה עליהם ניתן להתבסס בחישוב התנודתיות של מחיר המניה. לצורך חישוב התנודתיות הצפויה התבססנו על התנודתיות ההיסטורית של חברות דומות. בחרנו מדגם של 3 חברות בענף השירותים והטכנולוגיה בעלות שווי שוק של עד- 100 מיליון דולר. אמדנו את התנודתיות ההיסטורית של החברות הדומות על סמך סטיית התקן הממוצעת של השינוי הלוגריתמי היומי של מחירי מניות החברות הדומות. הטבלה הבאה מציגה את התנודתיות ההיסטורית של חברות הדומות כפי שחושבה במועד ההערכה בהתאם לזמן למימוש נכסים הצפוי:

חברה	תנודתיות
Ituran Location & Control, Ltd	28%
Pointer Telocation, Ltd	66%
LoJack Corporation.	49%
ממוצע	48%

תדאה מולודן

פרמטרים עיקריים:	31 בדצמבר 2011	30 ביוני 2012
שווי טרפילוג (מיליוני דולר)	\$18.2	\$22.4
ריבית חסרת סיכון	0.48%	0.41%
סטיית תקן	59%	63%
מועד הנזלה צפוי	31/07/2015	31/07/2015
סה"כ שווי כתבי אופציה למניות רגילות (אלפי דולר)	\$45	\$60

שווי אחזקות תדאה במניות ובאופציות טרפילוג גדל לעומת הערכת שווי קודמת בעיקר בשל הגידול בנכס הבסיס. הגידול בשווי טרפילוג מיוחס בעיקרו להתחלת פעילויות ופרויקטים חדשים בהיקפים מהותיים לחברה, כדוגמת פרויקט עם חברת טלקום מובילה בארה"ב, שיתוף פעולה עם יצרנית משאיות עולמית והרחבת הפעילות לשווקים נוספים בעולם (לפירוט נוסף, ראו הערכת שווי טרפילוג בסעיף 3, לעיל)

4.8 ניתוח רגישות

להלן תוצאות ניתוח רגישות התוצאות לסטיית התקן וזמן עד להנזלה (סכומים באלפי דולר):

	01/01/2015	31/07/2015	01/01/2016
50%	\$3,262	\$3,236	\$3,218
63%	\$3,223	\$3,195	\$3,178
75%	\$3,192	\$3,166	\$3,150

במסגרת הערכת השווי של פעילות טרפילוג לקחנו בחשבון, בין השאר, פרויקטים חדשים בעלי מאפייני סיכון גבוהים משמעותית מהפרויקטים השוטפים של החברה. על מנת לשקף את הסיכון הנוסף בשווי טרפילוג, העלנו את סטיית התקן הממוצעת שאמדנו ב-15% נוספים. מכאן, סטיית התקן שהשתמשנו במודל הנה 63%. לבחינת ההשפעה של התנודתיות על תוצאות הערכת השווי ראו ניתוח רגישות בסעיף 4.8 להלן.

4.5.4 ריבית חסרת סיכון

מחיר המימוש של האופציות נקוב בדולר, לפיכך, ריבית חסרת הסיכון התבססה על תשואות לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב במועד ההערכה לתקופה של שלוש שנים בהתאם לזמן הצפוי למימוש הנכסים (מקור: *The U.S. Department of the Treasury*). הריבית נאמדה בכ-0.41%.

4.6 תוצאות הערכת השווי

הטבלה הבאה מסכמת את השווי ההוגן של המניות וכתבי האופציה של תדאה בטרפילוג, נכון למועד ההערכה:

סוג	כמות	שווי מכשיר	סה"כ שווי (אלפי דולר)
מניות רגילות	22,482	\$139.5	\$3,136
אופציות למניות רגילות	780	\$76.3	\$60
סה"כ			\$3,195

- הערכת השווי של המניות והאופציות נעשתה במודל לתמחור אופציות (OPM).
- בהתבסס על הניתוח שערכנו, שווין של המניות ואופציות שמחזיקה תדאה בטרפילוג נאמד בכ-3.2 מיליון דולר למועד ההערכה (במעוגל).

4.7 השוואה לעבודה קודמת

ב-31 בדצמבר 2011 ביצענו הערכת השווי של כתבי האופציה של תדאה לדוחות הכספיים בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS39. להלן טבלת השוואה של התוצאות ושל הפרמטרים העיקריים בין העבודה של 31/12/2011 לבין עבודה זו:

נספח א'- תנאים והגבלות

מסמך זה מיועד לצרכיה הפנימיים בלבד של חברת תדאה. אין להשתמש בו, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס יעוץ כלכלי בע"מ. במסמך ההערכה התבססנו על נתונים פיננסיים ואחרים (כולל דוחות כספיים ותחזיות) שהתקבלו מהנהלת תדאה, כולל מידע אודות החברה והענף. יחד עם זאת לא בחנו את אמינות הנתונים שהתקבלו ולא ביצענו בדיקה כלשהי כי מידע זה הינו שלם, מדויק ומעודכן ואנו מניחים כי מידע זה משקף נאמנה את תוצאות פעילות החברה ומצבה הפיננסי. מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים להשפיע, כמובן, על תוצאות ההערכה. כל המידע ששימש את חברת וריאנס בהערכת השווי כולל מסמכים ונתונים שנאספו בתהליך העבודה יישמר במאגר המידע של וריאנס. התחזיות מתייחסות לאירועים עתידיים ומבוססות על הנחות שלא בהכרח תישארנה תקפות במהלך תקופת התחזית הרלבנטית. כתוצאה מכך לא ניתן להסתמך על נתוני התחזיות כאילו היו באותו היקף ותוקף של הדוחות הכספיים המבוקרים.

נציין כי אין לנו כל תלות בחברת תדאה ו/או טרפילוג ואיננו בעלי עניין בחברה או צפויים להפוך לבעלי עניין בעתיד. התשלום עבור שירותינו לא השפיע בכל צורה שהיא על תוצאות הבדיקה שלנו. תוצאות ההערכה שהתקבלו במסמך זה לא כוללות חוות דעת הוגנות.

נספח ב' – מחיר ההון

לצורך קביעת מחיר ההון של טרפילוג חישבנו עפ"י מודל ה-CAPM מחיר הון המשקף את רמת הסיכון של החברה. מאחר והחברה הינה חברה פרטית לגביה חסרים חלק מהנתונים הנדרשים לקביעת מחיר ההון, הסתמכנו על נתוני חברות ציבוריות בענף התקשורת והתשתיות בו פועלת החברה (להלן "מדגם"): Pointer Telocation Ltd., LoJack ,Axxess International, Inc ,Ituran Location & Control Ltd. ,ID Systems INC. ,Corporation.

להלן חישוב מחיר ההון:

$$K_e = R_f + R_p * BETA + S_{sp}$$

הערך	משמעות	החלק
2.38%	²⁴ ריבית חסרת סיכון	R _f
6.62%	פרמיית הסיכון למשקיעים מעבר לשער ריבית חסרת סיכון ²⁵	R _p
0.66	סיכון החברות במדגם ביחס לשוק (ללא מינוף)	BETA
9.81%	פרמיית סיכון לחברות קטנות ²⁶	S _{sp}
16.0%	שיעור התשואה הנדרש להון העצמי	K _e
100%	חלק ההון העצמי במימון הפעילות ²⁷	E / (D + E)

שיעור ההיוון (WACC) לאחר מס המתקבל ע"פ הנתונים הנ"ל הינו 16%.

²⁴ שיעור התשואה לפדיון של אג"ח ארה"ב לתקופה של 20 שנים ליום 29 ביוני 2012.

²⁵ מקור: Ibbotson & Associates 2012 Yearbook.

²⁶ מקור: Ibbotson & Associates 2012 Yearbook.

²⁷ בהתאם ליחס הון עצמי של חברות טכנולוגיה ועפ"י יחס ההון העצמי של החברה.

נספח ג'- שיטות הערכת שווי

להלן מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של חברות:

- שיטת ההשוואה לעסקאות דומות;
- שיטת השווי הנכסי;
- שיטת המכפיל;
- שיטת היוון תזרמי המזומנים (F.C.D method).

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של העסק נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בתוך פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקאות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לעסקאות דומות הנם:

- איתור עסקאות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה;
- מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא ההערכה;
- חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה ע"י שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלויות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקאות שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך

על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק.

החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך כלל, למצוא עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנו. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי העסק. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל".

השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח

לתוצאה נכונה.

שיטת היוון תזרמי המזומנים

שיטת היוון תזרמי המזומנים (Discounted Cash Flow method) מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון תזרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. תזרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

שיטת היוון תזרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי.

יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית.

חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

נספח ד' - פרטי מעריך השווי

כללי

וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ הינה חברה לייעוץ עסקי, כלכלי ופיננסי. החברה, המספקת מגוון רחב של שירותים מקצועיים כוללים בתחום הפיננסי והעסקי. לחברה ניסיון רב בביצוע עבודות כלכליות ובפיתוח אסטרטגיות עסקיות בענפי התעשייה השונים. לחברה מערכת קשרי עבודה מקצועיים עם חברות ייעוץ מתחומים משלימים כגון הנדסה, שמאות מקרקעין, מיחשוב ותעשייה וניהול. החברה שמה לה למטרה להעניק ללקוחותיה שירותים מקצועיים ברמה ובאיכות מקצועית המבוססים על הניסיון הרב של מנהליה.

החברה מתבססת על ניסיון עשיר שנצבר במהלך של 10 השנים האחרונות, בתחומי הייעוץ וליווי עסקי של חברות. בין לקוחותיה של וריאנס, ניתן למנות חברות ציבוריות כמו גם חברות פרטיות מובילות בתחומן.

הצוות המוביל

רם לוי (רו"ח, MBA) – שותף מנהל. רם בעל ניסיון עשיר בליווי ייעוץ לחברות ועסקים במשק הישראלי. ניסיונו של רם כולל ייעוץ עסקי למפעלים, בדיקות כדאיות והתכנות של פרויקטים, הערכות שווי של חברות פרטיות, ציבוריות ומפעלים, בניית מערכות תיקצוב ובקרה, מיסוד תוכניות למטרת מיזוגים ושיתופי פעולה עסקיים ועוד. לפני עבודתו בוריאנס שימש כמנהל בכיר בקסלמן פיננסיים פריס ווטרסאוס קופרס (PwC). כמו כן, כיהן כסמנכ"ל פיתוח עסקי בחברת ספקטרוניקס בע"מ וכיועץ פיננסי בחברות ייעוץ פרטיות. לרם תואר ראשון בחשבונאות מהמכללה למנהל (מסלול אקדמי), כמו כן, תואר ראשון במדעי החיים (בהצטיינות) ותואר שני במנהל עסקים (MBA), התמחות במימון מאוניברסיטת בר-אילן.

אסף סגל (MBA) – אסף הינו בוגר תואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה מאוניברסיטה העברית בירושלים ובעל תואר שני במנהל עסקים (MBA) עם התמחות במימון ובמחשבים ומערכות מידע, של ביה"ס למנהל עסקים של האוניברסיטה העברית בירושלים. אסף הינו השותף האחראי בוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ, על תחום הערכת שווי אופציות ונכסים פיננסיים וליווי עסקאות. הוא מוביל ומבצע מספר רב של הערכות שווי בכלל ושל אופציות ומרכיבי הטבה שונים, בפרט, לפי תקני חשבונאות רלוונטיים. בין השנים 2000 ו- 2003, כיהן אסף כמנהל בתחום מימון עסקים בקסלמן פיננסיים (PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance) במהלך תקופה זאת, ניהל אסף פרויקטים של ייעוץ כלכלי ומימוני לחברות, הערכת שווי חברות, הערכת שווי אופציות לעובדים, הערכת שווי מכשירים פיננסיים מורכבים ופרויקטים של ייעוץ בתחום ניהול הסיכונים הפיננסיים. אסף שימש כסוחר בתיק הנוסטרו של בנק איגוד וכחבר בצוות הליבה של ניהול הסיכונים הפיננסיים של הבנק. במהלך תפקידו, צבר ניסיון רב בתמחור מכשירים פיננסיים לצורך בקרת חדר עסקות ולצורך מסחר בני"ע ומכשירים פיננסיים. כמו כן כיהן אסף כמנהל מחלקת תקציב, בקרה ותכנון עסקי של חטיבת צפון אמריקה בחברת התוכנה אמדוקס וכעוזר מחקר במחלקת המחקר של בנק ישראל.

אמנון אלון (MBA) – שותף, מנהל תחום הערכות שווי. אמנון מביא עימו לתפקידו ניסיון בתחומים פיננסיים נרחבים. ניסיונו כולל בין היתר ייעוץ לחברות פרטיות וציבוריות בתחומים של הערכות שווי, בחינות כדאיות כלכליות, בחינת פרויקטים ובניית מודלים פיננסיים בתחום project financen- ויעוץ במיזוגים ורכישות. לפני הצטרפותו לוריאנס, אמנון עבד בבנק דיסקונט במחלקה לליווי פרויקטים כאנליסט ומנהל פרויקטים בתחום ה-BOT. במסגרת תפקיד זה עסק בפרויקטים רבים בתחום ה- project (BOT/PFI) finance ופרויקטי נדל"ן. לאמנון תואר ראשון בכלכלה מאוניברסיטת מרילנד ותואר שני במימון מאוניברסיטת ג'ונס הופקינס (בהצטיינות).

מולודן בע"מ

**הערכת שווי מניות וכתבי
אופציה של מולודן בגונט
ליום ה-30 ביוני 2012**

אוגוסט 2012

אוגוסט 2012

לכבוד,

אמיר רהב, יו"ר דירקטוריון
מולודן בע"מ

מר רהב הנכבד,

חברת מולודן בע"מ (להלן: "**מולודן**") מחזיקה במניות בכורה, וכתבי אופציה לרכישת מניות בכורה בחברת גונט סיסטמס בע"מ (להלן "**גונט**" או "**החברה**").

בהמשך לבקשת החברה, העריכה וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ (להלן: "**וריאנס**") את שווי ההוגן (ראה הגדרה להלן) של המניות וכתבי האופציות של מולודן בגונט ליום ה-30 ביוני 2012 (להלן: "**מועד ההערכה**").

הטיפול החשבונאי שבו נוקטת החברה הנו בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, לפיו ביצענו את הערכת השווי של ההשקעות מולודן.

ידוע לנו כי תוצאות הערכתנו נועדו לסייע להנהלת מולודן בעריכת דוחותיה הכספיים. מסמך זה מיועד לצרכיה הפנימיים של הנהלת מולודן בלבד ואין להשתמש בו, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס. התחייבותנו מוגבלת לתוצאות הערכה זו בלבד וההנחות בהן השתמשנו לביצוע עבודה זו הנם תחת התנאים והמגבלות המתוארים בפרק 1 להלן. כמו כן, ידוע לנו שעובדה זו תצורף לדוחות הכספיים של מולודן ליום ה-30 ביוני 2012.

הגדרת שווי הוגן

שווי הוגן הינו הסכום שבו ניתן להחליף נכס, או לסלק התחייבות, בין קונה מרצון למוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים.

שיטת הערכת שווי

הערכת השווי של המניות וכתבי האופציות הסתמכה על שיטת ה- Option Pricing

"Method"¹ להערכת שווי סוגי מניות שונים. אנו סבורים שמודל OPM הנו המודל המתאים ביותר מבקרה זה שכן (א) המודל עושה שימוש בציטוטי שוק, ו-(ב) המודל מתאים לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים כמו גונט.

מקורות המידע

העבודה הסתמכה על נתונים ומידע מפורסמים ועל נתונים ומידע שנתקבלו ממולודן ומהחברה. המידע והנתונים שנתקבלו לא נבדקו ו/או אומתו בבדיקה בלתי תלויה כי הנם שלמים, מדויקים ומעודכנים. מסמך זה איננו מהווה אימות לנתונים אלו לשלמותם או למהימנותם.

מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות מסמך זה. מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה.

להלן מקורות המידע העיקריים אשר שימשו אותנו בביצוע ההערכה:

1. הסכם רכישת מניות מיוני 2012;
2. תקנון מעודכן של החברה לסבב גיוס מיוני 2012 (Article of Association - AOA);
3. טבלת הון המניות מעודכנת (Cap table).
4. טבלת אופציות עובדים מעודכנת (ESOP table).
5. שיחות עם הנהלת החברה ועם הנהלת מולודן.

ניסיון מקצועי של וריאנס ושל מעריך השווי

לוריאנס ניסיון רב בעבודות כלכליות בכלל ולצרכים חשבונאים בפרט, הן לחברות פרטיות והן לחברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב, אירופה ובבורסה לני"ע

¹ באוגוסט 2012, פרסם כוח משימה של ארגון העל של רואי החשבון בארצות הברית, AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), מסמך טיוטה להנחיה בנושא הערכת שווי ניירות ערך של חברה פרטית. שיטת ה-OPM היא אחת השיטות להקצאת שווי מניות ע"פ הנחיית AICPA.

בת"א. וריאנס ביצעה מספר רב של הערכות שווי של חברות, הטבות מבוססות מניות (בהתאם לתקן הבינלאומי (IFRS2) והאמריקאי (FAS123R) ושל מכשירים פיננסיים לצרכים חשבונאיים ואחרים (בהתאם לתקני חשבונאות בינלאומיים IAS 32 ו-IAS 39 ותקן אמריקאי FAS133) (ראה פירוט בנספח ב').

את הפרויקט הוביל אסף סגל אשר הנו בעל ניסיון רב. בניהול ובביצוע הערכות שווי בהיקפים דומים לאלה של נושא ההערכה או הגבוהים מאלה, לרבות לחברות ציבוריות. לאסף השכלה מתאימה וניסיון רלוונטי עשיר.

התקשרות ואי תלות

א. עבודה זו בוצעה לבקשת מולודן, על פי ההגדרות והתנאים שנקבעו בהסכם ההתקשרות בין מולודן ולבין וריאנס מאוגוסט 2012. אנו מצהירים בזאת כי אין לנו כל תלות במולודן או גונט, ואיננו בעלי עניין במולודן או צפויים להפוך לבעלי עניין בה בעתיד.

ב. תוצאות העבודה אותה ביצענו אינן תלויות ו/או מושפעות משכר הטרחה אותו קיבלנו עבור ביצועה.

ג. במידה ונחויב בפסק דין חלוט לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר לעבודה ו/או לשירות שיבצעו עבור מולודן במסגרת התקשרות זו, מולודן תשפה אותנו על פי דרישתנו בכתב בגין כל סכום שנחויב בו. למען הסר ספק, חובת השיפוי תחול על החברה אשר קיבלה את דרישתנו כאמור. חובת השיפוי לא תחול אם ייקבע ע"י בית המשפט בפסק דין חלוט כי פעלנו בקשר למתן השירות ו/או העבודה נשוא חוות הדעת ברשלנות רבתית או בזדון או במתכוון. מבלי לגרוע מן האמור בסעיף זה, תקרת אחריותנו, בגין נזקים מכל סוג ומין שהם למעט נזקים שנגרמו עקב פעולתנו ברשלנות רבתית ו/או בזדון מוגבלת לסכום שכר הטרחה המשולם בגין השירות הספציפי במסגרתו אירע הנזק, ולא ישולם על ידינו כל פיצוי שהוא מעבר לכך.

ד. המידע המופיע בעבודה זו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שווי מולודן ושווי גונט ו/או נכסיהן למשקיע

ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם עבור החברה ו/או נכסיה השונים.

ה. עוד חשוב לציין כי מסקנותינו בהערכת שווי זו מסתמכות במידה רבה על מידע צופה פני עתיד המבוסס בעיקרו על אינפורמציה הקיימת במולודן ו/או גונט במועד כתיבת הערכת שווי זו וכולל הערכות, הנחות או כוונות נכון למועד כתיבת הערכת שווי זו העשויות שלא להתממש או להתממש באופן חלקי בלבד. לפיכך, התוצאות בפועל, כולן או חלקן, עשויות להיות שונות באופן מהותי, לחיוב או לשלילה, מן התוצאות המוערכות, הנגזרות או המשתמעות ממידע שקיבלנו מהנהלת מולודן ו/או גונט.

ו. עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due Diligence) ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלול בעבודת בדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של מולודן גונט.

ז. תוצאות הערכת שווי רכיב ההמרה הנן רלוונטיות למועד המצוין בלבד ולמטרה עבורה היא בוצעה. כאמור, אין לעשות בהערכת השווי שימוש כלשהו למעט למטרה זו.

ח. מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה.

ט. הערכת שווי זו מוגבלת לביצוע הערכת שווי של מניות וכתבי האופציה של מולודן בגונט, והיא בוצעה בכפוף לתנאים והגבלות נוספים המתוארים בנספח ב'.

י. כל הזכויות שמורות לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ.

תוכן עניינים

1	כללי	5
2	תיאור ההסכם ההשקעה האחרון בחברה	5
3	מבנה ההון של גונט וזכויות בעלי המניות	5
4	מתודולוגיה	6
5	הנחות המודל	7
6	תוצאות הערכת השווי	7
7	השוואה לעבודה קודמת	8
8	ניתוח רגישות	8
9	נספח א': פרטי מעריך השווי	9
10	נספח ב'- תנאים והגבלות	10

עיקר הממצאים

הטבלה להלן מסכמת את שווי המניות וכתבי האופציה של מולודן בגונט:

סוג מכשיר	סה"כ שווי (אלפי דולר)
מניות	\$1,630
כתבי אופציות	\$39
סה"כ	\$1,669

סך החזקות ההון של מולודן בגונט נכון למועד הערכה נאמד בכ-1.7 מיליון דולר.

אנו שמחים לספק את הערכת שווי המניות וכתבי האופציות של מולודן בגונט למולודן ובכל שאלה ועניין הקשורים לעבודה, אנא פנה לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ בטלפון 03 – 6121551.

בכבוד רב,
Variance Economic Consulting Ltd.
וריאנס ייעוץ כלכלי

1 כללי

1.1 אודות גונט

חברת גונט סיסטמס בע"מ (להלן: "גונט") הוקמה בשנת 2009. החברה עוסקת בפיתוח ומכירה של מערכות תקשורת אלחוטיות Wi-Fi המיועדות לשימוש חצוי באזורים אורבניים, כפריים ומרכזים מסחריים ולספקיות תקשורת אינטרנט וספקי שירות סלולרי, על מנת לספק שירותי אינטרנט וטלפוניה אלחוטיים. גונט פיתחה פתרונות אלחוטיים ניידים להעברת תקשורת בפס רחב, המאפשרים אפליקציות דור שלישי הכוללות קול, וידאו ונתונים. הפתרונות מתבצעים כאמור באמצעות סטנדרטים של תקשורת אלחוטית קצרת טווח (Wi Fi).

1.2 תיאור החזקות ההון של מולדן בגונט

מולדן השתתפה בארבעה סבבי גיוס בגונט במסגרתם השקיעה סך של כ-2.5 מיליון דולר. בתמורה קיבלה מניות בכורה וכתבי אופציות, כמפורט בטבלה להלן.

סוג מניה	כמות מניות	כמות אופציות
מניות בכורה D	324,419	-
מניות בכורה C	169,109	84,513
מניות בכורה B	1,123,217	140,402
מניות בכורה A	3,200,000	-

מטרת העבודה

מטרת עבודה זו הנה הערכת שווי המניות וכתבי האופציות של מולדן בגונט בהתאם ל-IAS 39 למועד ההערכה.

2 תיאור ההסכם ההשקעה האחרון בחברה

ב-28 ביוני 2012² נחתם הסכם בין גונט למשקיעים קיימים וחיצוניים לפיו יושקעו בחברה סך של כ-7.7 מיליון דולר ובתמורה תקצה גונט למשקיעים כ-4.98 מיליון מניות בכורה מסוג D, שגוזר שווי של 1.5425 דולר למניית בכורה D. ע"פ הערכות הנהלת גונט ההסכם ההשקעה נעשה בתנאי שוק ולפיכך שימש אותנו כעוגן כלכלי בהערכת השווי.

3 מבנה ההון של גונט וזכויות בעלי המניות

3.1 מבנה ההון

הטבלה הבאה מסכמת את מבנה ההון של גונט, נכון למועד ההערכה:

סוג מניה	כמות מניות	כמות אופציות
מניות בכורה מסוג D	4,979,031	
מניות בכורה מסוג C	5,044,720	1,317,495
מניות בכורה מסוג B	3,369,651	210,603
מניות בכורה מסוג A	9,200,000	
מניות רגילות	*5,850,000	³ 1,503,250
סה"כ	28,443,402	3,031,348

*כולל כ-370 אלף אופציות עם מחיר מימוש השווה לערך הנקוב של המניה, לפיכך התייחסנו אליהן בהערכת השווי כאל מניות.

3.2 זכויות בעלי המניות בעת חלוקה

הטבלה הבאה מסכמת את סדר חלוקת הנכסים הזמינים של גונט בין בעלי המניות בעת אירוע הנזלה⁴ כפי שהם מוגדרים בתקנון גונט:

² תאריך הסגירה הראשונה, במהלך חודש יולי בוצעו השלמות לסבב. הסכומים המפורטים מתייחסים לכלל הסבב.
³ לא כולל 84,250 אופציות עובדים בפול שטרם הוענקו לעובדים.
⁴ אירוע הנזלה כולל כל אירוע של חיסול, פירוק או פשיטת רגל של החברה, מיזוג או רכישה.

4 מתודולוגיה

4.1 שיטת ההערכה

לצורך הערכת השווי של המניות וכתבי האופציות יישמנו את המודל לתמחור האופציות (OPM) בהתאם להנחיה של AICPA מאוגוסט 2012 לגבי חברות עם מבנה הון מורכב. אנו סבורים שמודל OPM הנו המודל המתאים ביותר מבקרה זה שכן (א) המודל עושה שימוש בציטוטי שוק, ו-(ב) המודל מתאים לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים כמו גונט.

4.2 שלבי חישוב

להלן שלבי החישוב של המודל:

- קביעת שווי חברה התחלתי במועד ההערכה.
- קביעת זמן למימוש הנכסים;
- יצירת תרחישים למועד הצפוי למימוש הנכסים, אשר משקפים שווים עתידיים של גונט (בעזרת סימולציית מונטה קרלו) בהתבסס על ה- Geometric Brownian motion בהנחת מהלך מקרי (Random walk) של מחירי מניות⁵;
- חלוקת שווי החברה העתידי בין בעלי המניות בהתייחס לזכויות ההעדפה בחלוקה של בעלי מניות הבכורה ע"פ תקנון גונט.
- קביעת שווי לכל סוג של מניה ע"פ ממוצע פשוט של כל 5,000 התרחישים.
- בחינת כדאיות המימוש של האופציות תוך לקיחה בחשבון את העלייה בשווי חברה בגובה תוספת המימוש ואת השינוי במבנה ההון כתוצאה ממימוש האופציות.
- חלוקה מחדש של השווי וקביעת שווי לכל סוג מניה ע"פ ממוצע פשוט של כל התרחישים.
- חתירה למטרה – חתירה לשווי חברה שיביא לכך ששווי מניית בכורה D שווה למחירה בהסכם ההשקעה, קרי \$1.5425.

סוג מניה	סדר ההעדפה בהנזלה	זכויות הנזלה פר מניה
מניות בכורה מסוג D	1	\$1.5425 + 8% ריבית שנתית
מניות בכורה מסוג C	2	\$1.3305 + 8% ריבית שנתית
מניות בכורה מסוג B	3	\$0.8903 + 8% ריבית שנתית
מניות בכורה מסוג A	4	\$0.25 + 8% ריבית שנתית

לאחר שבעלי מניות הבכורה קיבלו את חלקם המלא בהתאם למפורט בטבלה, יחולק הסכום הנותר בין בעלי מניות הרגילות ומניות הבכורה ע"פ אחזקתם בחברה.

הגבלת זכויות ההעדפה:

במקרה שכתוצאה של חלוקה ע"פ המתואר לעיל מקבל בעל מניות בכורה מסוג כלשהו סכום שהוא יותר מפי שלוש ממחיר המקורי של אותה מניית בכורה אזי במקרה זה העדפת הזכויות עבור אותה סוג מניית בכורה מתבטלת והסכום שיתקבל בעבור מניה זו הינו שווה לסכום שיקבל לו מניה זו הייתה מניה רגילה.

3.3 תנאים של כתבי האופציה

- להלן התנאים העיקריים של כתבי האופציות למניות בכורה C ו-B:
- מועדי הענקות של כתבי האופציה: כתבי אופציה למניות בכורה C – יולי 2011, כתבי האופציה למניות בכורה B – פברואר 2011.
 - מחיר מימוש: 0.8903 דולר.
 - מועד הפקיעה: המוקדם מבין (א) חמש שנים מיום הענקת כתבי האופציות ו-(ב) אירוע מכירה של נכסי החברה.

⁵ הנחת בסיס במודל בלק ושולס.

5 הנחות המודל

5.1 זמן למימוש נכסים

בהתבסס על הערכת הנהלת גונט זמן למימוש הנכסים הינו כשנתיים. נדגיש כי הערכת ההנהלה נעשתה למטרת הערכת השווי בלבד. גונט בוחנת באופן שוטף את אפשרויות ההנזלה הקיימות בפניה, לרבות המשך פעולה כחברה פרטית וכן מכירה או מיזוג, בהתאם לחברות בענף.

5.2 תנודתיות צפויה

גונט הנה חברה פרטית ומניותיה לא נסחרות, ולפיכך אין ציטוטי מחירי מניה עליהם ניתן להתבסס בחישוב התנודתיות של מחיר המניה. לצורך חישוב התנודתיות הצפויה התבססנו על התנודתיות ההיסטורית של חברות דומות. בחרנו מדגם של חברות באותו ענף בעלות שווי שוק דומה. אמדנו את התנודתיות ההיסטורית של החברות הדומות על סמך סטיית התקן הממוצעת של השינוי הלוגריתמי היומי של מחירי מניות החברות הדומות.

הטבלה הבאה מציגה את התנודתיות ההיסטורית של חברות הדומות כפי שחושבה במועד ההערכה בהתאם לזמן למימוש נכסים הצפוי:

חברה	תנודתיות
Alvarion Ltd	64%
PCTEL Inc.	39%
RELM wireless Inc.	71%
Redline Communications Group Inc.	99%
ממוצע	68%

לפיכך התנודתיות הצפויה נאמדה בכ-68% נכון למועד ההערכה.

5.3 זכויות בהנזלה

הטבלה שלהלן מציגה את זכויות בעלי מניות הבכורה (Liquidation Preference) כפי

שחושבו למועד ההנזלה הצפוי:

סוג	מניות בכורה D	מניות בכורה C	מניות בכורה B	מניות בכורה A
העדפה בהנזלה (אלפי דולר) במועד מימוש הנכסים החזוי	\$8,957	\$8,384	\$3,890	\$3,423

5.4 ריבית חסרת סיכון

מחירי המניות ומימוש כתבי האופציה נקובים בדולר ארה"ב, לפיכך, ריבית חסרת הסיכון התבססה על תשואות לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב במועד ההערכה לתקופה של שנתיים בהתאם לזמן הצפוי למימוש הנכסים (מקור: *The U.S. Department of the Treasury*). הריבית נאמדה בכ-0.33%.

6 תוצאות הערכת השווי

הטבלה הבאה מסכמת את השווי ההוגן של מניות וכתבי האופציה של מולדן בגונט נכון למועד ההערכה:

סוג	כמות	שווי הוגן ליחידה	סה"כ שווי (אלפי דולר)
מניות בכורה D	324,149	\$1.54	\$500
מניות בכורה C	169,109	\$0.77	\$129
מניות בכורה B	1,123,217	\$0.38	\$432
מניות בכורה A	3,200,000	\$0.18	\$569
כתבי אופציה למניות בכורה C	84,513	\$0.26	\$22
כתבי אופציה למניות בכורה B	140,402	\$0.12	\$17
סה"כ	5,041,391		\$1,669

- אמדנו את שווי סוגי המניות וכתבי אופציה השונים של מולדן בגונט בהתבסס על הסכם ההשקעה בגונט מיוני 2012.
- הערכת השווי של סוגי המניות וכתבי אופציה נעשתה במודל לתמחור אופציות (OPM).

- בהתבסס על הניתוח שערךנו, שווין של המניות וכתבי האופציה של מולדן בגונט נאמד בכ-1.7 מיליון דולר למועד ההערכה.

7 השוואה לעבודה קודמת

לצרכים חשבונאים של מולדן, הערכנו את שווי כתבי האופציה למניות הבכורה B ו- C שבבעלות מולדן בגונט ל-31 בדצמבר 2011 בהתאם לתקן חשבונאי בינלאומי IAS39. להלן טבלת השוואה של התוצאות ושל הפרמטרים העיקריים במודל להערכת השווי בין העבודה של 31/12/2012 לבין עבודה זו:

פרמטרים עיקריים:	31 בדצמבר 2011	30 ביוני 2012
שווי גונט (מיליוני דולר)	\$11.0	\$15.8
ריבית חסרת סיכון	0.25%	0.33%
סטיית תקן	67%	68%
מועד הנזלה צפוי	31/12/2013	30/06/2014
סה"כ שווי כתבי אופציה (אלפי דולר)	\$56	\$39

8 ניתוח רגישות

הטבלה שלהלן מציגה את ניתוח רגישות התוצאות שביצענו לשינויים בהנחות מרכזיות: סטיית התקן וזמן עד להנזלה (סכומים באלפי דולר):

	31/12/2013	30/06/2014	31/12/2014
58%	\$1,211	\$1,354	\$1,444
68%	\$1,470	\$1,669	\$1,806
78%	\$1,756	\$1,995	\$2,189

נספח א': פרטי מעריך השווי

וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ הינה חברה לייעוץ עסקי, כלכלי ופיננסי. החברה, המספקת מגוון רחב של שירותים מקצועיים כוללים בתחום הפיננסי והעסקי. לחברה ניסיון רב בביצוע עבודות כלכליות ובפיתוח אסטרטגיות עסקיות בענפי התעשייה השונים. לחברה מערכת קשרי עבודה מקצועיים עם חברות ייעוץ מתחומים משלימים כגון הנדסה, שמאות מקרקעין, מיחשוב ותעשייה וניהול. החברה שמה לה למטרה להעניק ללקוחותיה שירותים מקצועיים ברמה ובאיכות מקצועית המבוססים על הניסיון הרב של מנהליה.

החברה מתבססת על ניסיון עשיר שנצבר במהלך של 10 השנים האחרונות, בתחומי הייעוץ וליווי עסקי של חברות. בין לקוחותיה של וריאנס, ניתן למנות חברות ציבוריות כמו גם חברות פרטיות מובילות בתחומן.

הצוות המוביל

רם לוי (רו"ח, MBA) – שותף מנהל. רם בעל ניסיון עשיר בליווי ייעוץ לחברות ועסקים במשק הישראלי. ניסיונו של רם כולל ייעוץ עסקי למפעלים, בדיקות כדאיות והתכנות של פרויקטים, הערכות שווי של חברות פרטיות, ציבוריות ומפעלים, בניית מערכות תיקצוב ובקרה, מיסוד תוכניות למטרת מיזוגים ושיתופי פעולה עסקיים ועוד. לפני עבודתו בוריאנס שימש כמנהל בכיר בקסלמן פיננסיים פרייס ווטרס האוס קופרס (PwC). כמו כן, כיהן כסמנכ"ל פיתוח עסקי בחברת ספקטרוניקס בע"מ וכיועץ פיננסי בחברות ייעוץ פרטיות. לרם תואר ראשון בחשבונאות מהמכללה למנהל (מסלול אקדמי), כמו כן, תואר ראשון במדעי החיים (בהצטיינות) ותואר שני במנהל עסקים (MBA), התמחות במימון מאוניברסיטת בר-אילן.

אסף סגל (MBA) – אסף הינו בוגר תואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה מהאוניברסיטה העברית בירושלים ובעל תואר שני במנהל עסקים (MBA) עם התמחות במימון ובמחשבים ומערכות מידע, של ביה"ס למנהל עסקים של האוניברסיטה העברית בירושלים. אסף הינו השותף האחראי בוריאנס יעוץ כלכלי בע"מ, על תחום הערכת שווי אופציות ונכסים פיננסיים וליווי עסקאות. הוא מוביל ומבצע מספר רב של הערכת שווי

בכלל ושל אופציות ומרכיבי הטבה שונים, בפרט, לפי תקני חשבונאות רלוונטיים. בין השנים 2000 ו- 2003, כיהן אסף כמנהל בתחום מימון עסקים בקסלמן פיננסיים (PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance) במהלך תקופה זאת, ניהל אסף פרויקטים של ייעוץ כלכלי ומימוני לחברות, הערכת שווי חברות, הערכת שווי אופציות לעובדים, הערכת שווי מכשירים פיננסיים מורכבים ופרויקטים של ייעוץ בתחום ניהול הסיכונים הפיננסיים. אסף שימש כסוחר בתיק הנוסטרו של בנק איגוד וכחבר בצוות הליבה של ניהול הסיכונים הפיננסיים של הבנק. במהלך תפקידו, צבר ניסיון רב בתמחור מכשירים פיננסיים לצורך בקרת חדר עסקות ולצורך מסחר בני"ע ומכשירים פיננסיים. כמו כן כיהן אסף כמנהל מחלקת תקציב, בקרה ותכנון עסקי של חטיבת צפון אמריקה בחברת התוכנה אמדוקס וכעוזר מחקר במחלקת המחקר של בנק ישראל.

אמנון אלון (MBA) – שותף, מנהל תחום הערכות שווי. אמנון מביא עימו לתפקידו ניסיון בתחומים פיננסיים נרחבים. ניסיונו כולל בין היתר ייעוץ לחברות פרטיות וציבוריות בתחומים של הערכות שווי, בחינות כדאיות כלכליות, בחינת פרויקטים ובניית מודלים פיננסיים בתחום project financen- וייעוץ במיזוגים ורכישות. לפני הצטרפותו לוריאנס, אמנון עבד בבנק דיסקונט במחלקה לליווי פרויקטים כאנליסט ומנהל פרויקטים בתחום ה-BOT. במסגרת תפקיד זה עסק בפרויקטים רבים בתחום ה- project (BOT/PFI) finance ופרויקטי נדל"ן. לאמנון תואר ראשון בכלכלה מאוניברסיטת מרילנד ותואר שני במימון מאוניברסיטת ג'ונס הופקינס (בהצטיינות).

נספח ב'- תנאים והגבלות

מסמך זה מיועד לצרכיה הפנימיים בלבד של חברת מולודן. אין להשתמש בו, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס יעוץ כלכלי בע"מ. במסמך ההערכה התבססנו על נתונים פיננסיים ואחרים (כולל דוחות כספיים ותחזיות) שהתקבלו מהנהלת מולודן, כולל מידע אודות החברה והענף. יחד עם זאת לא בחנו את אמינות הנתונים שהתקבלו ולא ביצענו בדיקה כלשהי כי מידע זה הינו שלם, מדויק ומעודכן ואנו מניחים כי מידע זה משקף נאמנה את תוצאות פעילות החברה ומצבה הפיננסי. מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים להשפיע, כמובן, על תוצאות ההערכה. כל המידע ששימש את חברת וריאנס בהערכת השווי כולל מסמכים ונתונים שנאספו בתהליך העבודה יישמר במאגר המידע של וריאנס. התחזיות מתייחסות לאירועים עתידיים ומבוססות על הנחות שלא בהכרח תישארנה תקפות במהלך תקופת התחזית הרלבנטית. כתוצאה מכך לא ניתן להסתמך על נתוני התחזיות כאילו היו באותו היקף ותוקף של הדוחות הכספיים המבוקרים.

נציין כי אין לנו כל תלות בחברת מולודן ו/ או גונט ואיננו בעלי עניין בחברה או צפויים להפוך לבעלי עניין בעתיד. התשלום עבור שירותינו לא השפיע בכל צורה שהיא על תוצאות הבדיקה שלנו. תוצאות ההערכה שהתקבלו במסמך זה לא כוללות חוות דעת הוגנות.

