



9 נובמבר, 2014

**שווי הוגן החזקות בחברת
סאגונה נטוורקס בע"מ
ליום 30 בספטמבר, 2014**

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ



גברת ענת סגל, מנכ"ל
קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

גברת סגל הנכבדה,

חברת דה-קלו בן יהודה ושות' בע"מ (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ (להלן - "קסניה") לאמוד את השווי ההוגן של החזקותיה בחברת סאגונה נטוורקס בע"מ (להלן - "סאגונה"), ליום 30 בספטמבר, 2014 (להלן - "מועד הערכת השווי") תחת הנחות מסוימות ובהתבסס על נתונים פיננסיים, כפי שיפורטו בגוף חוות הדעת.

חוות דעת זו מיועדת לצרכי דיווח על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 "מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה" ותקן חשבונאות בינלאומי IAS 32 "מכשירים פיננסיים: הצגה".

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון את השווי ההוגן (Fair Value) של החזקות קסניה, כאמור לעיל, כפי שעשוי להיקבע בעסקה בין קסניה לבין משקיע רציונאלי, בלתי תלוי, על בסיס שיקולים כלכליים של הטווח הארוך. בבדיקה אין התייחסות לשיקולים העשויים להשפיע על אומדן השווי עבור משקיע ספציפי. מטרת חוות דעת זו הינה לסייע להנהלת קסניה לאמוד את השווי ההוגן של החזקותיה לצורך הדיווח הכספי בספרי החברה ולמטרה זו בלבד. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורינו מראש ובכתב.

ככל הערכת שווי כלכלית, אף הערכה זו התבססה על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת, בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה על מנת לאמתם. שינויים במידע זה, או מידע נוסף, עשויים לשנות את הנחות היסוד ובהתאם את מסקנותינו. לפיכך, אין לראות בחוות דעתנו משום אימות כלשהו לנכונותם, לשלמותם או דיוקם של נתונים אלו, אלא הערכה כלכלית המבוססת על מודלים כלכליים כמפורט במתודולוגיה ובגוף חוות הדעת.

חוות הדעת להלן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים באומדן השווי ההוגן של החזקות קסניה בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהי, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם.



עוד נציין כי חוות דעת זו אמורה לשקף בצורה נאותה שווי הוגן למועד מסוים על בסיס נתונים ופרמטרים ידועים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד.

עוד הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות קסניה ו/או סאגונה, בעלי מניותיה או צדדים קשורים להם, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם כהגדרתם בחוק החברות.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם לאמוד את השווי ההוגן של החזקות קסניה בסאגונה. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.

להלן ריכוז תוצאות עבודתנו (אלפי דולר):

שם החברה	שווי החזקות קסניה
סאגונה	1,603



פרטי המומחים והשכלתם

רו"ח, שי פולברניס - בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.

רו"ח, ערן ברקת - בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.

פרטי ניסיונם המקצועי של מעריכי השווי

מר פולברניס - מנהל המחלקה הכלכלית משנת 2007, בעל ניסיון עשיר בתחום הערכות שווי והייעוץ הכלכלי.

לפני כן, מר פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, בתחום הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PricewaterhouseCoopers), ובמהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.

מר ברקת - מנהל מקצועי ובכיר במחלקה הכלכלית משנת 2007, בעל ניסיון עשיר בתחום הערכות שווי והייעוץ הכלכלי.

לפני כן, מר ברקת עבד מספר שנים בתחום הביקורת במשרד רו"ח, קוסט-פורר גבאי את קסירר (ERNST & YOUNG), במהלכן שימש כמנכ"ר בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות. בין היתר, שימש מר ברקת כמומחה וכיועץ בהיערכות למעבר לדיווח לפי כללי ותקני חשבונאות בינלאומיים IFRS, לרבות מתן יעוץ לחברות בדבר יישומם המוקדם.

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



תוכן עניינים

6	רקע	.1
6	מתודולוגיה	.2
12	הערכת שווי החזקות קסניה בסאגונה	.3
12	שווי סאגונה	.3.1



1. רקע

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ הינה חברה העוסקת בהשקעות במיזמי טכנולוגיה במתכונת חממה טכנולוגית מופרטת, בבדיקה של פרויקטים טכנולוגיים, בביצוע השקעות בחברות טכנולוגיה ובקליטת פרויקטים נבחרים בחממה תוך השקעה בהון המניות של החברות באמצעותן פועלים הפרויקטים. בנוסף, מספקת קסניה סל שירותים לוגיסטיים, ניהוליים ושירותי ייעוץ ופיתוח עסקי לאותן חברות במשך תקופת שהותן בחממה וכן מבצעת השקעות אחרות במיזמים עתירי טכנולוגיה. מטרתה המרכזית של קסניה הינה להקנות לחברות בהן היא משקיעה כלים ומשאבים הדרושים להן על מנת להתפתח ולהפוך לחברות היי טק מצליחות, ולייצר ערך כלכלי באמצעות החזקה בחברות אלה ובמימוש החזקה בהן. הכנסות קסניה נובעות בעיקרן מהכנסות מרווחי הון ממימוש חלקה בחברות הפורטפוליו ומהכנסות הנובעות מתשלום דמי ניהול שמשלמות חברות הפורטפוליו בתקופת החממה בתמורה לסל שירותים שקסניה מספקת להם.



2. מתודולוגיה

חשבונאית

תקן חשבונאות בינלאומי IAS 39, "מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה", קובע את כללי ההכרה והמדידה של נכסים והתחייבויות פיננסיות. הטיפול החשבונאי בהשקעות בנכסים פיננסיים מבוסס על סיווגן לאחת מארבע הקבוצות שלהלן:

- נכס פיננסי או התחייבות פיננסית הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד.
- השקעות המוחזקות לפדיון.
- הלוואות ויתרות חובה.
- נכסים פיננסיים זמינים למכירה.

כאשר ישות משקיעה בישות אחרת ואין לה השפעה מהותית כהגדרתה בתקן בינלאומי, IAS 27, אזי השקעה זו מוגדרת כנכס פיננסי בתחולת IAS 39 אשר יש לסווגו לאחת מארבע הקבוצות שדלעיל.

נכס פיננסי או התחייבות פיננסית הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד (A financial asset or financial liability at fair value through profit or loss) הם נכסים פיננסיים או התחייבויות פיננסיות המקיימים את אחד מהתנאים הבאים.

▪ מסווג כמוחזק למסחר. נכס פיננסי או התחייבות פיננסית מסווגים כמוחזקים למסחר אם הם:

- נרכשו או התהוו בעיקר במטרה למכור או לרכוש חזרה בטווח קצר.
- חלק מתיק של מכשירים פיננסיים מזוהים שמנוהלים יחד ולגביהם קיימת ראייה לדפוס פעילות שבוצע לאחרונה (recent actual pattern) ליצירת רווחים בטווח קצר.
- נגזר (פרט לנגזר שהוא חוזה ערבות פיננסית או מכשיר מגדר מיועד ואפקטיבי).
- בעת ההכרה לראשונה הוא מיועד על ידי הישות כשווי הוגן דרך רווח או הפסד. ישות יכולה להשתמש בייעוד זה רק כאשר הוא מותר לפי סעיף 11א, או כאשר תוצאת פעולה זו תהיה מידע רלוונטי יותר, משום ש:
 - הייעוד מבטל או מקטין משמעותית חוסר עקביות במדידה או בהכרה (לעיתים מצב זה מכונה 'חוסר הקבלה חשבונאית') שהיה נוצר אילולא כן ממדידת נכסים או התחייבויות או מהכרה ברווחים ובהפסדים בגינם לפי בסיסים שונים.
- קבוצה של נכסים פיננסיים, התחייבויות פיננסיות או שניהם מנוהל וביצועיה מוערכים על בסיס שווי הוגן, בהתאם לאסטרטגיה מתועדת של ניהול סיכונים או השקעה, ומידע לגבי הקבוצה מסופק פנימית לפי אותו הבסיס לאנשי מפתח ניהוליים של הישות (כהגדרתם בתקן



חשבונאות בינלאומי 24 גילויים בהקשר לצד קשור (כפי שעודכן בשנת 2003), לדוגמה דירקטוריון ומנהל עסקים ראשי של הישות.

תקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 קובע כי הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן הינה מחירים מצוטטים בשוק פעיל. אם השוק של מכשיר פיננסי אינו פעיל, ישות קובעת שווי הוגן על ידי שימוש בטכניקת הערכה. מטרת השימוש בטכניקת הערכה היא לקבוע מה היה יכול להיות מחיר העסקה במועד המדידה בהחלפה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין צדדים הפועלים משיקולים עסקיים רגילים. טכניקות הערכה כוללות שימוש בעסקאות שוק עדכניות בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון הפועלים בצורה מושכלת, שאינן מושפעות מיחסים מיוחדים בין הצדדים, אם קיימות עסקאות כאלה, התייחסות לשווי ההוגן השוטף של מכשיר אחר שהוא באופן מהותי זהה, ניתוח תזרים מזומנים מהוון ומודלים להמחרת כתבי האופציה. אם קיימת טכניקת הערכה שמקובלת בקרב המשתתפים בשוק על מנת לתמחר את המכשיר והוכח כי טכניקה זו מספקת אומדנים מהימנים של מחירים שהתקבלו בעסקאות שוק שבפועל בוצעו, הישות תשתמש בטכניקה זו.

כלכלית

שיטות וטכניקות הערכה

ישנן מספר שיטות מקובלות בהערכת שווי חברות, בעבודתנו התבססנו על שיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים.

שיטת העסקאות הדומות

שווי החברה בשיטה זו מתבסס על המחיר בפועל של עסקאות דומות שבוצעו בשוק, בין קונה מרצון ומוכר מרצון, ואשר בוצעו בסמיכות למועד הערכת השווי. על מנת שניתן יהיה להשתמש בשיטה זו, יש למצוא עסקאות דומות שבוצעו בחברות בעלות מאפיינים דומים לחברה, נשואת עבודתנו.

OPM - Option Pricing Model

במידה שנערך גיוס חיצוני בסמיכות למועד השווי, או במידה שבוצעה עסקת רכישה (בין קונה מרצון ומוכר מרצון), שווי העסקה מספק אינדיקציה חזקה לגבי שווייה. שווי החברה בשיטה זאת מחושב באמצעות שימוש במודל מתמטי העושה שימוש מרבי בנתוני השוק (Market Input) ומבוססת מעט ככל שניתן על נתונים ספציפיים לישות. שיטת ה- **OPM - Option Pricing Model** הינה השיטה המועדפת ביותר כאשר מתקיימים שני תנאים במצטבר:

1. היה גיוס הון סמוך למועד הערכת השווי;



2. הון החברה הטרואגני, דהיינו, הון החברה בנוי מריבוי שכבות של מניות מועדפות, (מניות בכורה), כשלכל סוג של מניות ישנן זכויות שונות, לרבות, בארועי הנזלה. מודל מתמטי זה נחשב למדויק יותר ממודלים מקובלים אחרים, היות שהוא מבוסס בעיקר על חישובים אריתמטיים וממעט בהנחות ואומדנים. ההשקעה במניות בכורה דומה במהותה, (בעיקר באירוע הנזלה), להשקעה באופציות רכש, כאשר נכס הבסיס הינו שווי החברה.

שיטת שווי שוק

במידה והחברה נסחרת ובעלת סחירות מספקת, שווי השוק שלה, כפי שמשקף בבורסה (עסקאות רבות בין קונים מרצון למוכרים מרצון) יכול לספק אינדיקציה חזקה לגבי שווייה.

שיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים

שווי החברה המחושב באמצעות שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים מבוסס על יכולתה להפיק מזומנים בעתיד. לצורך שימוש בשיטה זו, בחברות "הזנק", יש לבנות מודל פיננסי בעל שלשה תרחישים (פסימי, סביר ואופטימי), אשר יחזה את תזרימי המזומנים הצפוי של החברה (בכל אחד מהתרחישים) וזאת על ידי חיזוי הרווח התפעולי, שיעורי המס והתאמות תפעוליות והוניות, וזאת על מנת לעבור מהרווח החשבונאי לתזרימי מזומנים. לכל תרחיש יש לאמוד את ההסתברות למימוש וזאת על ידי ההנחות הסבירות ביותר הנכונות לאותו יום ובהתבסס על הנחות הנהלת החברה. לשם היוון תזרימי המזומנים העתידי להיום יש לקבוע את מחיר ההון הממוצע של החברה **Weighted Average Cost Of Capital (WACC)**, דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון של החברה אשר נקבע להלן:

$$WACC = K_e * E/V + K_d * (1-T) * D/V$$

כאשר:

E- הינו ההון העצמי במונחי שווי שוק, אשר נקבע באופן איטרטיבי.

D- הינו שווי השוק של החוב הפנקסני.

K_e - הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה.

K_d - הינו מחיר החוב, הנקבע על ידי ממוצע משוקלל של מקורות החוב הפיננסיים של החברה.

T- שיעור המס הסטאטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.

חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

R_f - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון. כאומדן לריבית חסרת סיכון ריאלית השתמשנו בתשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות בארה"ב.

$\alpha\beta$

β - מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. הביטא הינה המדד לסיכון "הסיסטמטי" של החברה. כאשר מקדם זה גדול מ-1, לעסק רגישות גבוהה לשינויים במצב השוק (קרי, במקרה של מיתון יושפע הענף לרעה יותר מענפים אחרים, ובמקרה של שגשוג יושפע הענף לטובה יותר מענפים אחרים), וכפועל יוצא, שווי העסק רגיש יותר מהממוצע לשינויים במצב השוק. $(R_m - R_f)$ - הינה פרמיית הסיכון הממוצעת. פרמיה זו נקבעת כהפרש בין תשואת השוק לבין הריבית הריאלית חסרת הסיכון.

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך שווי החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי או כלכלי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר הרלבנטי מכונה "מכפיל".

הערכת שווי החזקות

במקרים רבים במצבת הון מניות של חברות "הזנק" ניתן למצוא הטרוגניות רבה בין הסוגים השונים של המכשירים ההוניים, קרי, ההון העצמי עשוי להיות מורכב ממניות בכורה, מניות רגילות, כתבי אופציה למשקיעים ולעובדים ומכשירים הוניים אחרים. לכל סוג של מכשיר הוני זכויות שונות, לרבות, זכויות במקרים של חלוקת דיבידנד או אירועי "הנזלה" כגון: הנפקה ראשונית לציבור, מכירה/מיזוג או פירוק החברה.

ישנן שלוש שיטות מקובלות להקצאת שווי החברה בין סוגי המניות השונים. להלן שלוש השיטות:

1. **שיטת תוחלת התשואה (Probability - Weighed Expected Return Method) - על פי שיטה זו, יש "לפרק" את שווי החברה המוחזקת לכמה סוגים של תרחישים: הנפקה ראשונית לציבור, מכירה או מיזוג, תזרימי מזומנים מהפעילות השוטפת ופשיטת רגל. לכל תרחיש תינתן הסתברות, ותחושבנה זכויותיה הפיננסיות של החברה בהתאם לסוג ולכמות המניות אשר בבעלותה. שווי החזקה של החברה הינו ממוצע משוקלל של זכויותיה הפיננסיות בכל תרחיש למועד הערכת השווי.**
2. **שיטת תמחור כתבי האופציה (OPM - Option Pricing Model) - על פי שיטה זו, בחברה בעלת הון מניות הטרוגני, השקעה בכל סוג של מניות דומה במהותה, בעת אירוע הנזלה, להשקעה באופציות רכש, כאשר נכס הבסיס הינו שווי החברה, ומחיר המימוש,**



בכל סוג של מניות, הינו סכום ה- Liquidation preference של המניות בעלות קדימות בקבלת מזומן בעת אירוע הנזלה.

3. **שיטת הערך הנוכחי (Current Value Method)** - על פי שיטה זו, יש להקצות את

השווי לכל שכבה של מניות בכורה לפי הגבוה מבין ה- Liquidation preference של השכבה או שוויה, בהנחת המרה למניות רגילות. יתרת השווי, במקרה שקיים, תוקצה למניות הרגילות. השימוש בשיטה זו מתאים בשני מקרים: האחד, כאשר החברה עומדת לפני התרחשותו של אירוע הנזלה (הנפקה, רכישה/מיזוג או פירוק החברה), והשני כאשר החברה נמצאת בשלב מוקדם וטרם התגבש ערך משמעותי למניות הרגילות בהשוואה למניות הבכורה.



3. הערכת שווי החזקות קסניה בסאגונה

3.1 שווי סאגונה

תיאור פעילות סאגונה

סאגונה פיתחה מערכות אשר משפרות, מייעלות ומוזילות באופן משמעותי העברת תוכן עשיר (וידיאו, מוזיקה ומשחקים) על גבי רשתות סלולאריות. המערכות החדשניות של סאגונה, מאפשרות למפעילים סלולריים לספק תוכן עשיר לקהל רחב במודל עסקי רווחי. מוצרי סאגונה מיועדים לאינטגרציה בתוך רשת תקשורת סלולריות מסוג דור שלישי ואילך.

שווי החזקות קסניה

הערכת שווי סאגונה

במהלך חודש אוגוסט, 2014, התקשרה סאגונה עם בעלי מניות קיימים ומשקיעים חדשים לגיוס הון בסך כולל של כ- 2 מיליון דולר.

על מנת לאמוד את שווי סאגונה יישמנו את מודל ה- OPM (Option Pricing Model) המתבסס על נתוני הסכם ההשקעה, על הזכויות המוקנות לסוגי המניות השונים ועל פרמטרים נוספים כפי שיוצגו להלן. כמו כן הערכת השווי בוצעה תחת ההנחה כי לא חל שינוי מהותי בשווי סאגונה בתקופה שחלפה ממועד השלמת הסכם ההשקעה ועד למועד הערכת השווי.

פרטי הסכם ההשקעה

ביום 28 באוגוסט, 2014, השלימה סאגונה את גיוס ההון, כאמור, בסך כולל של כ- 2 מיליון דולר בתמורה ל- 588,315 מניות בכורה C4 (3.3995 דולר למניה).

ביום השלמת גיוס ההון, כאמור, בוצעה המרת הלוואה בסכום של כ- 2.7 מיליון דולר ל- 990,989 מניות בכורה C3 (2.7196 דולר למניה).



טבלת הון המניות

סוג מכשיר	דילול מלא	אירוע הנזלה	שיעור מסך המניות באירוע הנזלה
מניות רגילות	1,179,376	1,179,376	13.60%
כתבי אופציה לעובדים:			
כתבי אופציה שהוענקו	710,408	710,408	8.19%
סה"כ מניות רגילות	1,889,784	1,889,784	21.79%
מניות בכורה C-4	588,315	588,315	6.78%
מניות בכורה C-3	990,989	990,989	11.43%
מניות בכורה C-2	1,267,980	1,267,980	14.62%
מניות בכורה C-1	1,046,345	1,046,345	12.07%
מניות בכורה B	1,481,961	1,481,961	17.09%
מניות בכורה A סבב 1	1,000,000	1,000,000	11.53%
מניות בכורה A סבב 2	406,714	406,714	4.69%
סה"כ מניות בכורה	6,782,304	6,782,304	78.21%
סה"כ מניות	8,672,088	8,672,088	100.00%

סדר קדימות חלוקת התמורה באירוע הנזלה

1. בעלי מניות בכורה C1, C2, C3, C4 זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 7% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
 2. בעלי מניות בכורה B זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 7% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
 3. בעלי מניות בכורה A זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 7% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
 4. יתרת התמורה תחולק בין כל בעלי המניות לפי שיעור החזקתם (פרו רטה).
- מגבלה:** היה וכתוצאה מחלוקת התמורה יקבלו בעלי מניות הבכורה יותר מפי 7 על השקעתם, תומרנה מניותיהם למניות רגילות.



ריכוז סכומי הזכויות העדיפות באירוע הנזלה (אלפי דולר):

זכויות עדיפות באירוע הנזלה	סכום השקעה	מחיר הנפקה מקורי	מספר מניות	תאריך הנפקה	סוג מכשיר
2,622,050	1,999,978	\$3.40	588,315	28/08/2014	מניות בכורה C-4
3,533,375	2,695,095	\$2.72	990,989	28/08/2014	מניות בכורה C-3
2,610,499	1,761,224	\$1.39	1,267,980	04/11/2012	מניות בכורה C-2
1,766,289	1,191,661	\$1.14	1,046,345	04/11/2012	מניות בכורה C-1
2,407,295	1,490,000	\$1.01	1,481,961	28/07/2011	מניות בכורה B
1,961,436	983,146	\$0.98	1,000,000	15/06/2008	מניות בכורה A סבב *1
696,780	399,860	\$0.98	406,714	15/06/2010	מניות בכורה A סבב *2
15,597,724	10,520,964		6,782,304		סה"כ

*מחיר ההנפקה המקורי הינו 3.5 ש"ח. סכום ההשקעה לצבירת הריבית מחושב על ידי המרה לשער הדולר לפי שע"ח של 3.56 נכון ליום 28 באוגוסט, 2014.

פרמטרים לחישוב שווי מכשיריה ההוניים של סאגונה

- **מועד החישוב - מועד החישוב הינו 28 באוגוסט, 2014.**
- **תוספת המימוש -** תוספת המימוש של כל שכבת מניות הינה זכויות ההנזלה העדיפות עליה.
- **ריבית חסרת סיכון -** חושבה בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב של ממשלת ארה"ב בעלות מח"מ (משך חיים ממוצע) השווה בקירוב לפרק הזמן החזוי עד לאירוע ההנזלה. הריבית ששימשה אותנו בחישובינו הינה **1.41%**.
- **סטיית תקן -** על פי רוב, התנודתיות ההיסטורית של חברה משמשת כנקודת התחלה בקביעת התנודתיות הצפויה. היות שסאגונה אינה נסחרת, קבענו את התנודתיות ההיסטורית בהתבסס על ניסיונו כמעריכי שווי ובהיוועץ עם הנהלת קסניה. סטיית התקן ששימשה אותנו בחישובינו הינה **70%**.
- **אורך החיים -** הינו משך הזמן המוערך עד להתרחשות אירוע מיזוג או רכישה של סאגונה. בעבודתנו הנחנו כי אורך החיים הינו **4 שנים**.



- **נכס הבסיס - הינו שווי סאגונה אשר נאמד באמצעות חישוב איטרטיבי על ידי המשוואה הבאה (אלפי דולר):**

$$2,000 = \{C(0)-C(10,532)\}x 24.90\% + \{C(15,598)-C(58,892)\}x 6.78\% + \\ \{C(58,892)-C(61,952)\}x 8.10\% + \{C(61,952)-C(66,987)\}x 10.17\% + \{C(66,987)- \\ C(70,798)\}x 12.42\% + \{C(70,798)-C(71,737)\}x 9.58\% + \{C(71,737)- \\ C(77,762)\}x 7.71\% + \{C(77,762)-C(78,955)\}x 6.78\% + \{C(78,955)-C(89,820)\}x \\ 7.95\% + \{C(89,820)-C(142,283)\}x 6.78\% + \{C(142,283)-C(167,810)\}x 7.66\% + \\ \{C(167,810)-C(175,826)\}x 6.78\% + C(206,701) x 6.78\%$$

חישוב שווי כלל מכשיריה ההונים של סאגונה בוצע על ידי יישום מודל ה- OPM בהתאם לזכויות המוקנות לכל מכשיר.

הטבלה שלהלן מפרטת את אחוז ההשתתפות של כל בעל מניות בחלוקת התמורה אשר תתקבל בעת אירוע הנזלה, בכל אחד מהמקטעים:

סה"כ	מניות רגילות	בעלי מניות בכורה C-4	בעלי מניות בכורה C-3	בעלי מניות בכורה C-2	בעלי מניות בכורה C-1	בעלי מניות בכורה B	בעלי מניות בכורה A סבב 2	בעלי מניות בכורה A סבב 1	התמורה שתתקבל באירוע הנזלה
100.00%	-	24.90%	33.55%	24.79%	16.77%	-	-	-	{C(0) - C(10,532)}
100.00%	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	{C(10,532) - C(12,940)}
100.00%	-	-	-	-	-	-	26.21%	73.79%	{C(12,940) - C(15,598)}
100.00%	21.79%	6.78%	11.43%	14.62%	12.07%	17.09%	4.69%	11.53%	{C(15,598) - C(58,892)}
100.00%	26.01%	8.10%	13.64%	17.45%	14.40%	20.40%	-	-	{C(58,892) - C(61,952)}
100.00%	32.68%	10.17%	17.14%	21.92%	18.09%	-	-	-	{C(61,952) - C(66,987)}
100.00%	39.89%	12.42%	20.92%	26.77%	-	-	-	-	{C(66,987) - C(70,798)}
100.00%	30.76%	9.58%	16.13%	20.64%	-	-	6.62%	16.28%	{C(70,798) - C(71,737)}
100.00%	24.78%	7.71%	13.00%	16.63%	-	19.43%	5.33%	13.11%	{C(71,737) - C(77,762)}
100.00%	21.79%	6.78%	11.43%	14.62%	12.07%	17.09%	4.69%	11.53%	{C(77,762) - C(78,955)}
100.00%	25.52%	7.95%	13.38%	-	14.13%	20.02%	5.49%	13.51%	{C(78,955) - C(89,820)}
100.00%	21.79%	6.78%	11.43%	14.62%	12.07%	17.09%	4.69%	11.53%	{C(89,820) - C(142,283)}
100.00%	24.60%	7.66%	-	16.51%	13.62%	19.29%	5.30%	13.02%	{C(142,283) - C(167,810)}
100.00%	21.79%	6.78%	11.43%	14.62%	12.07%	17.09%	4.69%	11.53%	{C(167,810) - C(175,826)}
100.00%	23.38%	-	12.26%	15.69%	12.94%	18.33%	5.03%	12.37%	{C(175,826) - C(206,701)}
100.00%	21.79%	6.78%	11.43%	14.62%	12.07%	17.09%	4.69%	11.53%	{C(206,701) - C(ואילך)}

שווי המניות חושב בהתבסס על נוסחאות של אופציות רכש, הכוללות אחוזי ההשתתפות של כל סוג מניות בכל מקטע, כפי שמתואר לעיל.



ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את שווי החזקות קסניה בסאגונה (אלפי דולר):

סוג מכשיר	שווי למכשיר	כמות	סה"כ
מניות בכורה C-1	\$1.83	263,403	482
מניות בכורה A סבב 1	\$1.37	770,000	1,053
מניות בכורה A סבב 2	\$1.30	52,143	68
סה"כ			1,603

ניתוח רגישות

אורך החיים				סטיית התקן
5	4	3		
1,486	1,416	1,340	60%	
1,704	1,603	1,494	70%	
1,925	1,794	1,651	80%	

$\alpha\beta$

שווי הוגן הלוואת מדען בחברת

סאגונה נטוורקס בע"מ

ליום 30 בספטמבר, 2014

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ



גברת ענת סגל, מנכ"ל
קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

גברת סגל הנכבדה,

חברת דה-קלו בן יהודה ושות' בע"מ (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ (להלן - "קסניה") לאמוד את השווי ההוגן של הלוואת המדען הראשי ליום 30 בספטמבר, 2014, אשר התקבלה עבור חברת סאגונה נטוורקס בע"מ (להלן - "סאגונה").

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לאמוד את השווי ההוגן של הלוואת המדען, כאמור לעיל. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורינו מראש ובכתב. ידוע למעריך השווי כי חוות דעת זו עשויה להיות מצורפת לדוחות הכספיים או לדוחות פומביים אחרים שתפרסם קסניה לציבור, לפי שיקול דעתה של קסניה והדינים החלים עליה, וכי ציבור מחזיקי ניירות הערך של קסניה עשוי להסתמך על חוות דעת זו.

חוות דעתנו, כללה, בין היתר, בחינת הפרקטיקה אותה מיישמות חברות חממה נוספות בארץ, דיונים נרחבים עם נושאי משרה באשר לשיעורי ההיוון הנהוגים, בחינת אופי הפעילות לכל חברת פרויקט, לרבות בחינת השלב העסקי בהתפתחותה ובחינת שווי הבטוחה בהלוואה.

חוות הדעת להלן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים באמידת השווי ההוגן בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהי, לרבות המלצת השקעה במכשיר פיננסי כלשהו.

נציין כי חוות דעת זו אמורה לשקף בצורה נאותה שווי הוגן למועד מסוים על בסיס נתונים ופרמטרים ידועים לאותו מועד, והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד.

מוסכם בין מעריך השווי לקסניה כי למעט במקרים בהם ייקבע על ידי בית המשפט שמעריך השווי פעל ברשלנות רבתי או בזדון, לא יישא מעריך השווי בכל אחריות כלפי קסניה או לחילופין כלפי צד שלישי. קסניה מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי בו יהיה חייב כלפי צד שלישי בקשר עם חוות הדעת, לרבות, בכל ההוצאות שתידרשנה עבור ייצוג משפטי לרבות יעוץ וחוות דעת מומחים. הוצאות אלו תועברנה למעריך השווי תוך 30 יום מהרגע שהודיע עליהן מעריך השווי לקסניה.



הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות קסניה ו/או סאגונה, בעלי מניותיהם או צדדים קשורים להן, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם כהגדרתם בחוק החברות.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם באמידת השווי ההוגן של הלוואת המדען שהוענקה לחברת סאגונה. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, נשמח להרחיבה.

להלן ריכוז תוצאות עבודתנו (אלפי ש"ח):

שווי הוגן	הלוואה (קרן + ריבית) ערך עתידי *	הלוואה (קרן + ריבית) ליום 30/9/2014
786	2,056	1,984

* הערך העתידי של ההלוואה קודם בהתאם לחוק פסיקת ריבית והצמדה ליום 30 בספטמבר, 2014 (1%), בהתאם למועד הפירעון של ההלוואה.



פרטי המומחים והשכלתם

רו"ח, שי פולברניס - בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.

רו"ח, ערן ברקת - בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.

פרטי ניסיונם המקצועי של מעריכי השווי

מר פולברניס - מנהל המחלקה הכלכלית משנת 2007, בעל ניסיון עשיר בתחום הערכות שווי והייעוץ הכלכלי.

לפני כן, מר פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, בתחום הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן ([PricewaterhouseCoopers](#)), ובמהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.

מר ברקת - מנהל מקצועי ובכיר במחלקה הכלכלית משנת 2007, בעל ניסיון עשיר בתחום הערכות שווי והייעוץ הכלכלי.

לפני כן, מר ברקת עבד מספר שנים בתחום הביקורת במשרד רו"ח, קוסט-פורר גבאי את קסירר (ERNST & YOUNG), במהלכן שימש כמנ"ר בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות.

בין היתר, שימש מר ברקת כמומחה וכיועץ בהיערכות למעבר לדיווח לפי כללי ותקני חשבונאות בינלאומיים IFRS, לרבות מתן יעוץ לחברות בדבר יישומם המוקדם.

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



תוכן עניינים

22	1. רקע
23	2. מתודולוגיה
24	3. השווי ההוגן של הלוואת המדען
24	3.1 נתוני הלוואת המדען
24	3.2 אמידת השווי ההוגן של הלוואת המדען
26	3.3 ריכוז ממצאים
27	4. נספח א' - שווי הבטוחה בהלוואת המדען



1. רקע

1.1 כללי

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ הינה חברה העוסקת בהשקעות במיזמי טכנולוגיה במתכונת חממה טכנולוגית מופרטת, בבדיקה של פרויקטים טכנולוגיים, בביצוע השקעות בחברות טכנולוגיה ובקליטת פרויקטים נבחרים בחממה תוך השקעה בהון המניות של החברות באמצעות פועלים הפרויקטים (להלן - "חברות הפרויקט").

בנוסף, מספקת קסניה סל שירותים לוגיסטיים, ניהוליים ושירותי ייעוץ ופיתוח עסקי לאותן חברות במשך תקופת שהותן בחממה וכן מבצעת השקעות אחרות במיזמים עתירי טכנולוגיה. מטרתה המרכזית של קסניה הינה להקנות לחברות בהן היא משקיעה כלים ומשאבים הדרושים להן על מנת להתפתח ולהפוך לחברות היי טק מצליחות, ולייצר ערך כלכלי באמצעות החזקה בחברות אלה ובמימוש ההחזקה בהן.

הכנסות קסניה נובעות בעיקרן מהכנסות מרווחי הון ממימוש חלקה בחברות הפורטפוליו ומהכנסות הנובעות מתשלום דמי ניהול שמשלמות חברות הפורטפוליו בתקופת החממה בתמורה לסל שירותים שקסניה מספקת להם.

1.2 הלוואות מדען

לצורך ביצוע פרויקט מחקר ופיתוח מקבלת קסניה הלוואה מהמדינה בשיעור של עד 85% מתקציב שאישר המדען הראשי לחברת הפרויקט (במרבית המקרים הסכום לא עולה על 1.68 מיליון ש"ח). בהתאם להוראה 8.3 ההלוואה נושאת ריבית (צמודה) בהתאם לחוק פסיקת ריבית והצמדה.

מועד פירעון ההלוואות הינו בתום ארבע שנים ממועד סיום תקופת הביצוע של חברת הפרויקט. עבור כל חברת פרויקט שהגיע מועד פירעון ההלוואה, יתאפשר לחברה לקבל דחייה נוספת במועד פירעון ההלוואה, זאת עד למועד המאוחר מבין השניים:

- בתאריך 31 בדצמבר, 2014;
- שמונה שנים מתום תקופת הביצוע האחרונה של חברת הפרויקט.



2. מתודולוגיה

תקן חשבונאות בינלאומי 20, קובע את כללי הטיפול החשבונאי במענקים ממשלתיים ובגילוי בגינם, וכן בגילוי לצורות אחרות של סיוע ממשלתי.

הלוואות הניתנות למחילה (Forgivable loans) כפי שמוגדרות בתקן הינן הלוואות שהמלווה מקבל על עצמו לוותר על החזרן בהתקיים תנאים מסוימים שנקבעו (כדוגמת הלוואות מדען). הלוואה הניתנת למחילה שהתקבלה מהממשלה מטופלת כמענק ממשלתי כאשר קיים ביטחון סביר שהישות תקיים את התנאים למחילה של ההלוואה.

ההטבה מהלוואת ממשלה בשיעור ריבית נמוך מריבית השוק, מטופלת כמענק ממשלתי. ההלוואה תוכר ותימדד בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 39 מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה בכל מועד חתך.

ההטבה של שיעור הריבית הנמוך מריבית השוק תימדד כהפרש שבין הערך בספרים הראשוני של ההלוואה כפי שנקבע בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 39 לבין התמורה שהתקבלה.



3. השווי ההוגן של הלוואת המדען

3.1. נתוני הלוואת המדען

הטבלה שלהלן מציגה את פרטי ההלוואה שהתקבלה מהמדען הראשי לסאגונה נכון ליום 30 בספטמבר, 2014 (אלפי ש"ח):

מועד כניסה לחממה	מועד פירעון הלוואה	הלוואה (קרן + ריבית) ליום 30/9/2014	כמות מניות משועבדות למדען
01/12/2008	30/05/2018	1,984	672,000

3.2. אמידת השווי ההוגן של הלוואת המדען

השווי ההוגן של הלוואת המדען הינו הערך הנוכחי של תשלומי הקרן והריבית המהוונים בריבית בה הייתה מחויבת כל חברת פרויקט לו נטלה הלוואה מצד שלישי, בעלת תנאים דומים (לרבות תקופת הפירעון, רמת הסיכון ורמת הביטחונות) לתנאי הלוואה שהתקבלה מהמדען הראשי (להלן - "ריבית השוק").

מכיוון שבחברות הפרויקט לא קיימות הלוואות שהוענקו על ידי צדדים שלישיים (למעט הלוואות המירות שהוענקו על ידי בעלי מניות) וקיים קושי לאתר הלוואות שהוענקו, אם בכלל, לחברות בעלות מאפיינים דומים, הרי שקיים קושי לקבוע את ריבית השוק להלוואות המדען.

לאור האמור ועל מנת לקבוע את ריבית השוק, בחנו את הפרקטיקה המקובלת בחממות נסחרות נוספות בארץ על ידי סקירת הדוחות הכספיים שלהן ובאמצעות שיחות עם נושאי משרה באשר לשיעורי ההיוון הנהוגים.

בנוסף, בחנו שני קריטריונים אשר להערכתנו מהווים מרכיב חשוב בקביעת רמת הסיכון הגלומה בהלוואה:

א. השלב ההתפתחותי של חברת הפרויקט;

בחינת השלב ההתפתחותי מלמדת על רמת הסיכון של החברה ועל התנודתיות האפשרית של שווייה. כך לדוגמא, בחברה אשר נמצאת בשלבים מוקדמים של פיתוח מוצר, סביר כי רמת הסיכון ואי הודאות באשר להמשך קיומה יהיו גדולים מאשר חברה אשר נמצאת בשלב המכירות.

לצורך בחינת קריטריון זה סקרנו והתייעצנו עם הנהלת קסניה באשר לשלבי ההתפתחות של סאגונה תוך התייחסות לפעילויות הצפויות בטווח הקרוב.

ב. היחס בין שווי הבטוחה בגין הלוואת המדען (מניות בכורה A) לבין סך הלוואה (קרן + ריבית) ליום 30 בספטמבר, 2014.



שווי הבטוחה בהלוואה הינו השווי ההוגן של המניות המשועבדות למדען בחברת סאגונה כפי שנאמד בחוות דעתנו בנושא הערכת שווי החזקות קסניה ליום 30 בספטמבר, 2014. ככל שהיחס בין שווי הבטוחה לסך החוב (קרן + ריבית) גבוה יותר, כך "מרווח הביטחון" שיש למלווה גבוה יותר.

הטבלה שלהלן מציגה את היחס בין שווי הבטוחה לבין ערך ההלוואה בחברת סאגונה (אלפי ש"ח, מלבד שווי בטוחה למכשיר):

שווי בטוחה (למכשיר)	שווי בטוחה	ערך הלוואה (קרן + ריבית) 30/6/2014	יחס - שווי בטוחה/ ערך הלוואה
\$1.37	3,396	1,984	171%

שיעור ההיוון

בהיוועץ עם הנהלת קסניה, קבענו את שיעור הריבית להיוון בהתאם לשני קריטריונים: יחס שווי הבטוחה להלוואה ושלב ההתפתחות, כמתואר בטבלה שלהלן:

יחס שווי בטוחה / הלוואה	שיעור ההיוון עבור שלבי מכירות	שיעור ההיוון עבור שלבי פיתוח/ ניסויים קליניים
$X \geq 200\%$	25%	40%
$100\% < X < 200\%$	30%	45%
$75\% < X < 100\%$	40%	50%
$50\% < X < 75\%$	45%	55%
$0\% < X < 50\%$	50%	60%

הטבלה שלהלן מציגה את הריבית אשר שימשה אותנו להיוון הלוואות המדען לחברת סאגונה:

שלב מכירות	יחס שווי בטוחה/ ערך הלוואה	ריבית להיוון
	171%	30%



3.3. ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את החוב ואת השווי ההוגן של ההלוואה (קרן + ריבית) לחברת סאגונה נכון ליום 30 בספטמבר, 2014 (אלפי ש"ח):

שווי הוגן	הלוואה (קרן + ריבית) ערך עתידי *	הלוואה (קרן + ריבית) ליום 30/9/2014
786	2,056	1,984

* הערך העתידי של ההלוואה קודם בהתאם לחוק פסיקת ריבית והצמדה ליום 30 בספטמבר, 2014 (1%), בהתאם למועד הפירעון של ההלוואה.



4. נספח א' - שווי הבטוחה בהלוואות המדען

שווי הבטוחה, קרי השווי ההוגן של המניות המשועבדות למדען (מניות בכורה A סבב ראשון) חושב במסגרת הערכת שווי החזקות קסניה בחברת סאגונה ליום 30 בספטמבר, 2014. הטבלה שלהלן מציגה את שווי הבטוחה בחברת סאגונה:

מכשיר	שווי למכשיר	מספר מניות משועבדות למדען	סה"כ אלפי דולר	סה"כ אלפי ש"ח
מניית בכורה A (סבב ראשון)	\$1.37	672,000	919	3,396