



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

**שווי הוגן החזקות בחברת
פוליפייד בע"מ
ליום 19 בדצמבר, 2017**

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

Pulvernis Bareket Ben-Yehuda Ltd.

Eran Hadar House, Bezalel 3 Ramat-Gan | Phone: 972-3-752-9000 | Fax: 972-3-752-9002 | www.pbb.co.il



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

26 מרץ 2018

מר אבישי נועם, מנכ"ל
קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

מר נועם הנכבד,

חברת פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ, לשעבר: 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 הפורטפוליו פוליפיד בע"מ (להלן - "פוליפיד") ליום 19 בדצמבר, 2017 (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 החברה 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 בספריה ולמטרה זו בלבד. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו 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 כלשהוא 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 בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, 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.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מעריך השווי לא יהיה אחראי בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה, אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד קסניה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור. קסניה מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה ששולם על ידי קסניה למעריך השווי בגין חוות הדעת, בו יהיה חייב מעריך השווי כלפי צד שלישי ו/או קסניה 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.

עוד הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות קסניה, 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 מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל כחלק מהדוח הכספי של קסניה, לרבות לצרכי תשקיף וכן בדיווחיה לרשות לניירות ערך, אם תידרש לכך.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם לאמוד את השווי ההוגן של החזקותיכם בחברות הפורטפוליו. 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):

שוי החזקות	תאריך
3,657	19 בדצמבר, 2017



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מידע אודות המומחים

פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ (לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ) מתמחה במתן שרותי ייעוץ כלכלי והערכות שווי בלתי תלויות לחברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים וכשירים פיננסיים. חוות הדעת הכלכליות מבוצעות ע"י צוות מומחים הכולל רואי חשבון וככלכלנים.

מאז הקמתה (בשנת 1998), ביצעה החברה מגוון רחב של עבודות בלתי-תלויות עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות הנסחרות בארץ, בארה"ב ובאירופה, לצד מאות חברות פרטיות ולקוחות פרטיים.

ניסיונו הרב כולל עריכת חוות דעת כלכליות למטרות מגוונות, ביניהן: צרכים חשבונאיים (דיווחים כספיים בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והאמריקאית), צרכי מס, חוות דעת משפטיות וכן חוות דעת כלכליות הנדרשות בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, בדיקות נאותות, בדיקות כדאיות, גיוס הון, הנפקה לציבור ועוד.

פולברניס ברקת בן-יהודה שמה דגש על מקצועיות, מהימנות ותודעת שירות גבוהה.

רו"ח שי פולברניס - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח פולברניס מנהל משנת 2007 את פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח פולברניס נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PWC), במהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח ברקת מכהן משנת 2007 כמנהל בכיר בפולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח ברקת נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח ברקת עבד מספר שנים בפירמת החשבונאות הבינלאומית E&Y Ernest & Young כמנהל בתחום ביקורת, במהלכן שימש כמנג'ר בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע, בין היתר, בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות.

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תוכן עניינים

7	קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ	.1
8	מתודולוגיה	.2
13	פוליפיד בע"מ	.3
13	הערכת שווי החזקות קסניה	.4
13	תרחיש א' - שווי החזקות הנגזר מהסכם גיוס הון	.4.1
19	תרחיש ב' - שווי החזקות הנגזר מהצעה להנפקה ראשונה לציבור	.4.2
19	ריכוז ממצאים	.5
19	ניתוח רגישות	.5.1



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

1. קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

קסניה משקיעה ומחזיקה במישרין בפורטפוליו של חברות עתירות ידע בתחומי הטכנולוגיה (ICT) המכשור הרפואי והפארמה, בהן השקיעה לאורך שנות פעילותה, השקעות ראשונות בשלבים מוקדמים (סיז) והשקעות המשך (להלן - "חברות הפורטפוליו"), בניהן פוליפיד. מטרתה המרכזית של קסניה, הינה להביא למימוש מוצלח של השקעותיה אם באמצעות ביצוע אקזיט (מכירה או הנפקה לציבור) או באמצעות פיתוח וגידול של עסקי חברת הפורטפוליו והשבחת ערכה, וכן לבצע השקעות חדשות בעצמה ובאמצעות השותפות בחברות בעלות פוטנציאל בתחומים עתירי ידע, לפתח אותן ולהביא אותן לכדי מימוש מוצלח. לצורך כך, בנוסף למשאבים פיננסיים, מעניקה קסניה לחברות הפורטפוליו שבאחזקתה כלים ומשאבים הדרושים להן על מנת להתפתח ולהפוך לחברות היי-טק מצליחות. בין השאר מעניקה קסניה כלים ומשאבים ניהוליים, שירותי פיתוח עסקי, ניהול כספים ועוד.



2. מתודולוגיה

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:

- א. נרכשו או התהוו בעיקר במטרה למכור או לרכוש חזרה בטווח קצר.
 - ב. חלק מתיק של מכשירים פיננסיים מזוהים שמנוהלים יחד ולגביהם קיימת ראייה לדפוס פעילות שבוצע לאחרונה (recent actual patten) ליצירת רווחים בטווח קצר.
 - ג. 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 ביעוד זה רק כאשר הוא מותר לפי סעיף 11א, או כאשר תוצאת פעולה זו תהיה מידע רלוונטי יותר, משום ש:

- ד. 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.

- ה. 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



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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.

מתודולוגיה כלכלית

שיטות וטכניקות הערכה

ישנן מספר שיטות מקובלות בהערכת שווי חברות, בעבודתנו התבססנו על שיטת העסקאות הדומות, ושיטת המכפיל.

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. 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 הינן:

1. איתור עסקאות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה.
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא ההערכה.
3. חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה על ידי שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים מרצון ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות 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 יהיה לגזור את שווי העסק המוערך.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שיטת שווי שוק

במידה שהחברה נסחרת ובעלת סחירות מספקת, שווי השוק שלה, כפי שמשתקף בבורסה (עסקאות רבות בין קונים מרצון למוכרים מרצון) יכול לספק אינדיקציה מהימנה לגבי שוויה.

שיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים

שווי החברה המחושב באמצעות שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים מבוסס על יכולתה של החברה להפיק מזומנים בעתיד. לצורך שימוש בשיטה זו "בחברות הזנק" יש לבנות מודל פיננסי בעל שלשה תרחישים (פסימי, סביר ואופטימי), אשר יחזה את תזרים המזומנים הצפוי של החברה, (בכל אחד מהתרחישים), על ידי חיזוי הרווח התפעולי, שיעורי המס והתאמות תפעוליות והוניות, וזאת על מנת לעבור מהרווח החשבונאי לתזרים מזומנים. עבור כל תרחיש יש לאמוד את ההסתברות למימושו באמצעות ההנחות הסבירות ביותר הנכונות לאותו יום ובהתבסס על הנחות הנהלת החברה.

לשם היוון תזרים 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:

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

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:

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

R_f - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון.

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.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך שווי החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת 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".

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, במונחים של שווי שוק. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן. הגישה מתאימה גם להערכת "עסק בפירוק", 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 בספרי החברה.



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 מניות 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:

א. 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 אשר בו תחושבנה זכויותיה הפיננסיות של החברה. שווי ההחזקה של החברה הינו ממוצע משוקלל של שווי זכויותיה, כאמור, בכל אחד מהתרחישים מהוון ליום החישוב.

ב. שיטת תמחור כתבי האופציה (OPM - Option Pricing Method) - 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.

ג. 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.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3. פוליפייד בע"מ

פוליפייד הוקמה כחברה פרטית בישראל ביום 24 בפברואר, 2008 והחלה את פעילותה במסגרת חממת קסניה בחודש אפריל, 2008.

פוליפייד מפתחת פלטפורמה ייחודית להובלת תרופות בתחום התרופות והמיכשור הרפואי, בשני המקרים הטכנולוגיה מאפשרת שחרור מקומי ונשלט על קצב ומשך של מיגוון תרופות רחב.

מוצר הדגל של פוליפייד הינו D-PLEX™ המיועד בין השאר למנוע זיהומים בעצם החזה לאחר ניתוחי לב. המוצר, העומד עתה לפני ניסויים בשלב מתקדם, מהווה מאגר אנטיביוטי מאובטח בגוף, המספק אמצעי אנטי בקטריאלי יעיל ובטוח למניעה וסילוק של מחוללי הזיהום באזור המטרה. המוצר מיועד לטיפול בתחום המכשור הרפואי. מוצר הדגל של פוליפייד הוא BonyPid-1000™ המיועד לתמיכה בגידול עצם לתחום האורתופדי.

המוצר - BonyPid-1000™ מבוסס על חומר מילוי עצם סינטטי המצופה בתרופה אנטיביוטית רחבת פעולה.

בתחום התרופות, הטכנולוגיה מאפשרת שחרור מבוקר ואפקטיבי של תרופה למשך מספר חודשים. החברה הוכיחה היתכנות בתרופות המבוססות על מולקולות קטנות, פפטידים, חלבונים וחומצות גרעין, במגוון רב של ניסויים. החברה מתמקדת כרגע בזיהומים ובפיתוח מוצר לשחרור מבוקר של אנטיביוטיקה לזיהומים לאחר ניתוח (SSI - Surgical Site Infection).

4. הערכת שווי החזקות קסניה

4.1 תרחיש א' - שווי החזקות הנגזר מהסכם גיוס הון

הערכת שווי פוליפייד

ביום 10 באוגוסט, 2017, חתמה פוליפייד על הסכם גיוס הון בסך של כ- 14,700 אלפי דולר ממשקיעים חדשים בתמורה להנפקת 9,248,191 מניות בכורה E (1.5895 דולר למניה). כמו כן, עסקת הגיוס הושלמה ביום 19 בדצמבר, 2017.

על מנת לאמוד את שווי פוליפייד, 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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

טבלת הון המניות¹

שיעור מסך המניות באירוע הנזלה	אירוע הנזלה	דילול מלא	סוג מכשיר
4.13%	4,665,660	4,665,660	מניות רגילות*
			כתבי אופציה לעובדים:
10.27%	11,595,720	11,595,720	כתבי אופציה שהוענקו
-	-	76,715	כתבי אופציה שטרם הוענקו
-	-	90,622	כתבי אופציה שטרם הוענקו
14.41%	16,261,380	16,428,717	סה"כ מניות רגילות
8.19%	9,248,191	9,248,191	מניות בכורה E (אוגוסט, 2017)
4.28%	4,827,975	4,827,975	מניות בכורה D-3 (ספטמבר, 2016)
17.62%	19,887,076	19,887,076	מניות בכורה D-1 (פברואר, 2016)
3.04%	3,432,570	3,432,570	מניות בכורה C-2 (יוני, 2015)
4.79%	5,405,210	5,405,210	מניות בכורה C-1 (יוני, 2015)
6.57%	7,419,087	7,419,087	מניות בכורה B-1 (מאי, 2014)
2.70%	3,053,166	3,053,166	מניות בכורה B-1 (דצמבר, 2013)
0.37%	421,475	421,475	מניות בכורה B-1 (יוני, 2013)
3.33%	3,761,558	3,761,558	מניות בכורה B-1 (ינואר, 2013)
1.82%	2,056,363	2,056,363	מניות בכורה B (דצמבר, 2011)
2.38%	2,683,267	2,683,267	מניות בכורה B (נובמבר, 2012)
1.69%	1,910,220	1,910,220	מניות בכורה A-1 סבב 3
2.12%	2,387,775	2,387,775	מניות בכורה A-1 סבב 2
2.12%	2,387,775	2,387,775	מניות בכורה A-1 סבב 1
3.59%	4,050,000	4,050,000	מניות בכורה A
0.40%	450,000	450,000	מניות תפעול A
65.00%	73,381,707	73,381,707	סה"כ מניות בכורה
0.14%	163,109	163,109	כתבי אופציה למניות בכורה D-1*
20.43%	23,057,712	23,057,712	כתבי אופציה למניות בכורה D-2*
0.02%	22,655	22,655	כתבי אופציה למניות בכורה C-2*
100%	112,886,563	113,053,900	סה"כ

* להלן תנאי כתבי האופציות:

מכשיר	מחיר מימוש	מועד בקיעה	הערות
כתבי אופציה למניות בכורה D-1*	\$1.1036	02/02/2018	המוקדם מבין אירוע מיזוג / רכישה לבין שנתיים ממועד השלמת העסקה.
כתבי אופציה למניות בכורה D-2*	\$1.1036	09/08/2020	המוקדם מבין (1) חוזי - 4 שנים (במידה ומתרחש QPO פקיעה לאחר 5 שנים) (2) אירוע מיזוג / רכישה.
כתבי אופציה למניות בכורה C-2*	\$1.1035	02/09/2017	המוקדם מבין 2 בספטמבר, 2017 או אירוע מיזוג / רכישה.

¹ בסוגי המניות B-1 ו-B אוחדו מספר סבבים אשר התרחשו בסמוך, לתאריך אחד.



סדר קדימות חלוקת התמורה באירוע הנזלה

1. בעלי מניות בכורה E זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
2. בעלי מניות בכורה D זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם, בנוסף יהיו זכאים ל- 30% על השקעתם המקורית. החלוקה בין בעלי המניות המחזיקים במניות D-1, D-2 ו-D-3 תחולק בהתאם לפרופורציית הסכום אשר נצבר עד למועד אירוע הנזלה.
3. בעלי מניות בכורה C זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם. החלוקה בין בעלי המניות המחזיקים במניות C-1 ו-C-2 תחולק בהתאם לפרופורציית הסכום (השקעה וריבית) אשר נצבר עד למועד אירוע הנזלה.
4. בעלי מניות בכורה B-1 זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם. החלוקה בין בעלי המניות המחזיקים במניות B-1 מתאריכים שונים תחולק בהתאם לפרופורציית הסכום (השקעה וריבית) אשר נצבר עד למועד אירוע הנזלה.
5. בעלי מניות בכורה B זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
6. בעלי מניות בכורה A-1 זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
7. בעלי מניות בכורה A זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 6% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם.
8. יתרת התמורה תחולק בין כל בעלי המניות לפי שיעור החזקתם (פרו רטה).

הגבלה

היה וכתוצאה מחלוקת התמורה באירוע הנזלה, בעלי מניות בכורה D-1, D-2 ו/או D-3 (כאשר מתייחסים לכל סוג מניה בנפרד) יקבלו יותר מפי 3 על השקעתם המקורית, אזי הם יהיו זכאים רק להשקעתם בתוספת הריבית שנצברה ללא תוספת של 30% על השקעתם כפי שצויינה בסעיף 2.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ריכוז סכומי הזכויות העדיפות באירוע הנזלה (אלפי דולר):

זכויות עדיפות באירוע הנזלה	תוספת 30%	ריבית	סכום השקעה	מחיר הנפקה מקורי	מספר מניות	תאריך הנפקה	סוג מכשיר
16,517		1,817	14,700	\$1.5895	9,248,191	19/12/2017	מניות בכורה E (אוגוסט, 2017)
8,026	1,598	1,099	5,328	\$1.1036	4,827,975	30/09/2016	מניות בכורה D-3 (ספטמבר, 2016)
34,097	6,584	5,566	21,946	\$1.1036	19,887,076	02/02/2016	מניות בכורה D-1 (פברואר, 2016)
7,634	7,634	-	-	\$1.1036	23,057,712		כתבי אופציה למניות בכורה D-2
4,931	-	1,143	3,788	\$1.1035	3,432,570	11/06/2015	מניות בכורה C-2 (יוני, 2015)
5,823	-	1,350	4,473	\$0.8276	5,405,210	11/06/2015	מניות בכורה C-1 (יוני, 2015)
6,214	-	1,721	4,493	\$0.6056	7,419,087	27/05/2014	מניות בכורה B-1 (מאי, 2014)
2,629	-	780	1,849	\$0.6056	3,053,166	05/12/2013	מניות בכורה B-1 (דצמבר, 2013)
374	-	118	255	\$0.6056	421,475	05/06/2013	מניות בכורה B-1 (יוני, 2013)
3,410	-	1,132	2,278	\$0.6056	3,761,558	17/01/2013	מניות בכורה B-1 ינואר, 2013)
1,406	-	523	883	\$0.4295	2,056,363	29/12/2011	מניות בכורה B (דצמבר, 2011)
1,745	-	593	1,152	\$0.4295	2,683,267	05/11/2012	מניות בכורה B (נובמבר, 2012)
652	-	252	400	\$0.2094	1,910,220	01/08/2011	מניות בכורה A-1 סבב 3
831	-	331	500	\$0.2094	2,387,775	01/04/2011	מניות בכורה A-1 סבב 2
854	-	354	500	\$0.2094	2,387,775	12/10/2010	מניות בכורה A-1 סבב 1
1,447	-	718	729	\$0.1800	4,050,000	16/03/2008	מניות בכורה A
81	-	-	81	\$0.1800	450,000	16/03/2008	מניות תפעול A
96,671	15,816	17,497	63,355		96,439,419		סה"כ

פרמטרים לחישוב שווי פוליפידי

- **מועד החישוב** - מועד החישוב הינו מועד השלמת גיוס ההון, דהיינו, **19 בדצמבר, 2017**.
- **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 הנזלה. הריבית ששימשה אותנו בחישובינו הינה **1.87%**.
- **סטיית תקן** - על פי רוב התנודתיות ההיסטורית של חברה משמשת כנקודת התחלה בקביעת התנודתיות הצפויה. היות שפוליפידי אינה נסחרת, קבענו את התנודתיות ההיסטורית בהתבסס על האתר ²Damodaran Online, בהתאם לענף פעילות פוליפידי. סטיית התקן נאמדה בהתבסס על מדגם של כ- 254 חברות הפועלות בענף Healthcare Products. סטיית התקן ששימשה אותנו בחישובינו הינה **56.59%**.
- **אורך החיים** - הינו משך הזמן המוערך עד להתרחשות אירוע מיזוג או רכישה של פוליפידי. בעבודתנו הנחנו כי אורך החיים הינו **2 שנים**.

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

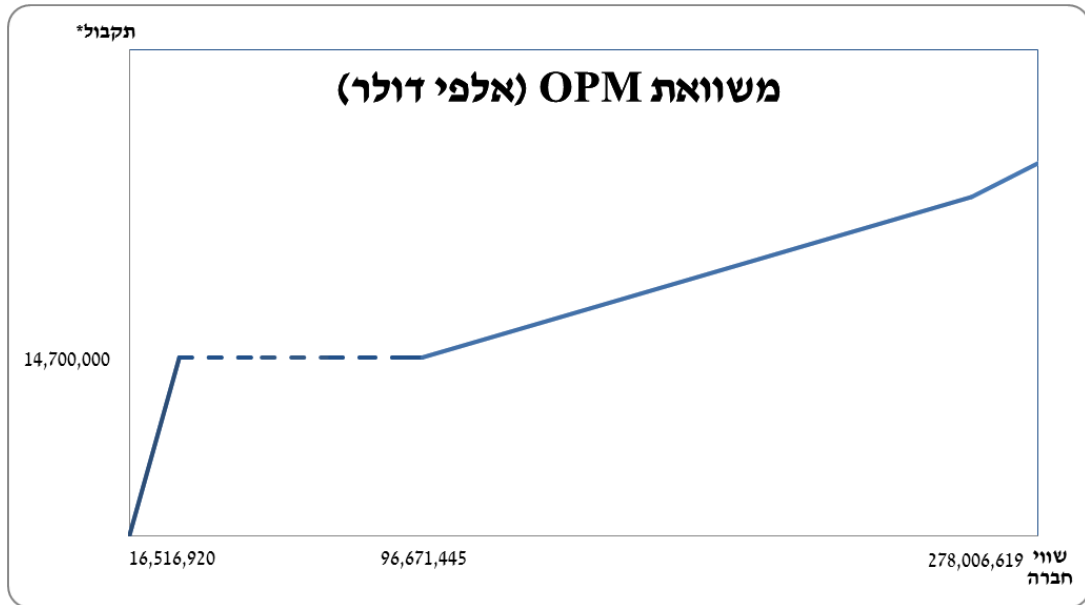


Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

• **נכס הבסיס - הינו שווי פוליפיד אשר נאמד באמצעות חישוב איטרטיבי.**
 כאמור לעיל, שווי פוליפיד נאמד על בסיס עסקה עם משקיעים חדשים וקיימים בהון המניות, לפיה בתמורה להשקעה בסך 14.7 מיליון דולר תנפיק פוליפיד 9,248,191 מניות בכורה E. להלן המשוואה על בסיסה נאמד שווי פוליפיד (אלפי דולר):

$$14,700 = \{C(0) - C(16,517)\} \times 100\% + C(96,671) - C(278,007) \times 8.19\% + C(278,007) - C(307,197) \times 14.24\% + C(307,197) \times 8.19\%$$

הגרף להלן מתאר את המשוואה שממנה נגזר שווי פוליפיד:



**"תקבול" מתייחס לזכויות ההנזלה של המשקיעים החדשים, בעלי מניות בכורה E.

חישוב שווי כלל מכשיריה ההוניים של פוליפיד 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 (אלפי דולר):

שיעור המניות בחלוקת התמורה באירוע הנזלה											התמורה שתתקבל באירוע הנזלה	
רגילות	A	A-1	B	B-1	C-1	C-2	D-1	D-3	אופציות D-2	E		
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100%	{C(0) - C(16,517)}	{C(16,517) - C(43,792)}
-	-	-	-	-	-	-	80.46%	19.54%	-	-	{C(43,792) - C(66,274)}	{C(66,274) - C(77,028)}
-	-	-	-	-	54.15%	45.85%	-	-	33.96%	-	{C(77,028) - C(89,654)}	{C(89,654) - C(92,806)}
-	-	-	100%	-	-	-	-	-	-	-	{C(92,806) - C(95,143)}	{C(95,143) - C(96,671)}
14.57%	3.99%	5.92%	4.20%	12.98%	4.79%	3.04%	17.62%	4.28%	20.43%	8.19%	{C(96,671) - C(278,007)}	{C(278,007) - C(307,197)}
25.07%	6.93%	10.29%	7.30%	22.56%	8.32%	5.28%	-	-	-	14.24%	{C(307,197) - C(307,197)}	
14.57%	3.99%	5.92%	4.20%	12.98%	4.79%	3.04%	17.62%	4.28%	20.43%	8.19%	{C(307,197) - C(307,197)}	



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4.2. תרחיש ב' - שווי החזקות הנגזר מהצעה להנפקה ראשונה לציבור

בהתאם למידע שנמסר מהנהלת קסניה, הנהלת פוליפיד פועלת להוצאה אל הפועל של הנפקת מניות פוליפיד לציבור בנאסד"ק. נכון למועד הערכת השווי, מעריכה הנהלת קסניה את ההסתברות להצלחת ההנפקה בשיעור של 35%. שווי פוליפיד בתרחיש זה נאמד בהתאם לשווי למניית בכורה E אשר נקבע בגיוס ההון נשוא תרחיש א' בחוות דעת זו (שווי של 1.5895 דולר למניה).

בהתרחש הנפקה ראשונה לציבור, תומרנה מניות הבכורה למניות רגילות ביחס של 1:1 ובעליהן יהיו זכאים לאותן הזכויות של בעלי המניות הרגילות.

הטבלה שלהלן מציגה את שווי החזקות קסניה בתרחיש הנפקה לציבור (אלפי דולר):

שווי החזקות בתרחיש הנפקה לציבור	
שווי למניה רגילה	1.5895
מספר מניות קסניה	6,187,682
שווי החזקות	9,835

ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את שווי החזקות קסניה בהתאם לתרחישים א' ו- ב', בהתבסס על ההסתברויות להתרחשותם כפי שנמסרו על ידי הנהלת קסניה (אלפי דולר):

שווי החזקות	הסתברות	שווי החזקות משוקלל
תרחיש א'	65%	330
תרחיש ב'	35%	9,835
סה"כ		3,657

4.3. ניתוח רגישות

הטבלה שלהלן מציגה את רגישות שווי החזקות קסניה לשינויים בהסתברויות התרחישים, כמפורט להלן (אלפי דולר):

שווי החזקות משוקלל					
10%	20%	35%	40%	45%	הסתברות תרחיש ב
1,281	2,231	3,657	4,132	4,607	שווי החזקות משוקלל



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

18 יוני 2017

**שווי הוגן החזקות בביופרוטקט
ליום 8 במאי, 2017**

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ

בית ערן הדר, רחוב בצלאל 3, רמת גן 5252103 | טלפון: 03-7529000 | פקס: 03-7529002 | www.pbb.co.il



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מר אבישי נעם, מנכ"ל
קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

מר נעם הנכבד,

ברת פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ, לשעבר: 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 ביופרוטקט בע"מ (להלן - "ביופרוטקט") ליום 8 במאי, 2017 (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 בביופרוטקט, כאמור לעיל, כפי שעשוי להיקבע בעסקה בין החברה 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 בספריה 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 כלשהוא 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 בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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

מעריך השווי לא יהיה אחראי בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה, אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד קסניה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור. קסניה מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה ששולם ע"י קסניה למעריך השווי בגין חוות הדעת, בו יהיה חייב מעריך השווי כלפי צד שלישי ו/או החברה 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.

עוד הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות קסניה, 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 מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל כחלק מהדוח הכספי של קסניה, לרבות לצרכי תשקיף וכן בדיווחיה לרשות לניירות ערך, אם תידרש לכך.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם לאמוד את השווי ההוגן של החזקותיכם בביופרוטקט. 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):

שווי החזקות בביופרוטקט	
1,639	8/5/2017



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מידע אודות המומחים

פולברניס ברקת בן יהודה בע"מ:

פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ (לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ) מתמחה במתן שרותי ייעוץ כלכלי והערכות שווי בלתי תלויות לחברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים וכשירים פיננסיים. חוות הדעת הכלכליות מבוצעות ע"י צוות מומחים הכולל רואי חשבון וכלכלנים.

מאז הקמתה (בשנת 1998), ביצעה החברה מגוון רחב של עבודות בלתי-תלויות עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות הנסחרות בארץ, בארה"ב ובאירופה, לצד מאות חברות פרטיות ולקוחות פרטיים.

ניסיונו הרב כולל עריכת חוות דעת כלכליות למטרות מגוונות, ביניהן: צרכים חשבונאיים (דיווחים כספיים בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והאמריקאית), צרכי מס, חוות דעת משפטיות וכן חוות דעת כלכליות הנדרשות בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, בדיקות נאותות, בדיקות כדאיות, גיוס הון, הנפקה לציבור ועוד.

פולברניס ברקת בן-יהודה שמה דגש על מקצועיות, מהימנות ותודעת שירות גבוהה.

רו"ח שי פולברניס - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח פולברניס מנהל משנת 2007 את פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח פולברניס נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PWC), במהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח ברקת מכהן משנת 2007 כמנהל בכיר בפולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח ברקת נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח ברקת עבד מספר שנים בפירמת החשבונאות הבינלאומית E&Y Ernest & Young כמנהל בתחום ביקורת, במהלכן שימש כמנ"ר בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע, בין היתר, בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות.

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תוכן עניינים

7	קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ	.1
8	מתודולוגיה	.2
13	ביופרוטקט בע"מ	.3
13	תיאור פעילות החברה	.3.1
13	הערכת שווי החזקות קסניה	.3.2



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

1. קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ

קסניה ונצ'ר קפיטל בע"מ משקיעה ומחזיקה במישרין בפורטפוליו של חברות עתירות ידע בתחומי הטכנולוגיה (ICT) המכשור הרפואי והפארמה, בהן השקיעה לאורך שנות פעילותה, השקעות ראשונות בשלבים מוקדמים (סיד) והשקעות המשך (להלן - "חברות הפורטפוליו"). מטרתה המרכזית של קסניה, הינה להביא למימוש מוצלח של השקעותיה אם באמצעות ביצוע אקזיט (מכירה או הנפקה לציבור) או באמצעות פיתוח וגידול של עסקי חברת הפורטפוליו והשבחת ערכה, וכן לבצע השקעות חדשות בעצמה ובאמצעות השותפות בחברות בעלות פוטנציאל בתחומים עתירי ידע, לפתח אותן ולהביא אותן לכדי מימוש מוצלח. לצורך כך, בנוסף למשאבים פיננסיים, מעניקה קסניה לחברות הפורטפוליו שבאחזקתה כלים ומשאבים הדרושים להן על מנת להתפתח ולהפוך לחברות היי-טק מצליחות. בין השאר מעניקה קסניה כלים ומשאבים ניהוליים, שירותי פיתוח עסקי, ניהול כספים ועוד.



2. מתודולוגיה

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 ביעוד 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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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)), לדוגמא 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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מתודולוגיה כלכלית

שיטות וטכניקות הערכה

ישנן מספר שיטות מקובלות בהערכת שווי חברות, בעבודתנו התבססנו על שיטת העסקאות הדומות, ושיטת המכפיל.

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. 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 הינן:

1. איתור עסקאות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה.
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא ההערכה.
3. חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה על ידי שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים מרצון ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העולות 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 יהיה לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת שווי שוק

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

שיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים

שווי החברה המחושב באמצעות שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים מבוסס על יכולתה של החברה להפיק מזומנים בעתיד. לצורך שימוש בשיטה זו "בחברות הזנק" יש לבנות מודל פיננסי בעל שלשה תרחישים (פסימי, סביר ואופטימי), אשר יחזה את תזרים המזומנים הצפוי של החברה, (בכל אחד מהתרחישים), על ידי חיזוי הרווח התפעולי, שיעורי המס והתאמות תפעוליות והוניות, וזאת על מנת לעבור מהרווח החשבונאי לתזרים מזומנים. עבור כל תרחיש



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

יש לאמוד את ההסתברות למימושו באמצעות ההנחות הסבירות ביותר הנכונות לאותו יום ובהתבסס על הנחות הנהלת החברה.

לשם היוון תזרים 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 הסטטוטורי 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.

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 נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל".



שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, במונחים של שווי שוק. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן. הגישה מתאימה גם להערכת "עסק בפירוק", 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 בספרי החברה.

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 מניות 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:

א. 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 אשר בו תחושבנה זכויותיה הפיננסיות של החברה. שווי ההחזקה של החברה הינו ממוצע משוקלל של שווי זכויותיה, כאמור, בכל אחד מהתרחישים מהוון ליום החישוב.

ב. שיטת תמחור כתבי האופציה (OPM - Option Pricing Method) - 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.

ג. 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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

החברה נמצאת בשלב מוקדם וטרם התגבש ערך משמעותי למניות הרגילות בהשוואה למניות הבכורה.

3. ביופרוטקט בע"מ

3.1. תיאור פעילות החברה

ביופרוטקט פעלה במסגרת חממת קסניה החל מחודש ספטמבר, 2004 ועד לחודש דצמבר, 2006. ביופרוטקט פיתחה טכנולוגיות לייצור בלון עשוי מחומר מתכלה הניתן להחדרה לתוך הגוף בהליך זעיר פולשני, לצורך הפרדה בין רקמות. יתרונות השימוש בבלון הן: הקרנה בטוחה יותר של המטופל, הפחתת תופעות הלוואי וטיפול אפקטיבי במטופל במינון קרינתי גבוה יותר.

אחרי מספר ניסויים מוצלחים בחיות ובבני אדם, ביופרוטקט התחילה ניסויים קליניים בינלאומיים ב- 8 אתרים שונים בארה"ב, גרמניה, איטליה וישראל. בנוסף לאפליקציה האונקולוגית, הפלטפורמה הטכנולוגית של הבלון המתכלה יכולה לשמש לפיתוח אפליקציות נוספות הפונות לשווקים גדולים אחרים.

נכון למועד הערכת השווי, קיבלה ביופרוטקט את אישור משרד הבריאות לשיווק המוצר בישראל, וכן ואישור CE לשיווק המוצר באירופה. במהלך שנת 2011 החלה ביופרוטקט בשיווק הבלון שלה באירופה, חתמה על הסכמי הפצה עם חברות הפצה אירופאיות ומוכרת את המוצר שלה במדינות מובילות - ביניהן גרמניה, איטליה ואוסטריה. נכון למועד הערכת השווי מתמקדת ביופרוטקט בשימוש בבלון בעת ביצוע טיפולי הקרנה בחולי סרטן הערמונית.

3.2. הערכת שווי החזקות קסניה

הערכת שווי ביופרוטקט

בחודש ינואר, 2017 חתמה ביופרוטקט הסכם השקעה עם משקיעים חדשים (להלן - "המשקיעים"). בהתאם להסכם ההשקעה ביופרוטקט תקצה למשקיע מניות בכורה C בתמורה להשקעה של 3,500 אלפי דולר (13.785 דולר למניה). כמו כן, במסגרת מסמך תנאים (Term Sheet) שקדם להסכם ההשקעה מחודש ינואר, 2017, העבירו המשקיעים לביופרוטקט 300 אלפי דולר בתמורה להקצאת מניות בכורה C (13.785 דולר למניה).

על מנת לאמוד את שווי ביופרוטקט, 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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

טבלת הון המניות:

שיעור מסך המניות באירוע הנזלה	אירוע הנזלה	דילול מלא	סוג מכשיר
7.94%	135,729	135,729	מניות רגילות *
7.94%	135,729	135,729	סה"כ מניות רגילות
16.12%	275,664	275,664	מניות בכורה C
0.85%	14,485	14,485	מניות בכורה C (הלוואה המירה) **
73.80%	1,261,953	1,261,953	מניות בכורה B
0.16%	2,674	2,674	מניות בכורה A-4
0.56%	9,510	9,510	מניות בכורה A-3
0.15%	2,515	2,515	מניות בכורה A-2
0.17%	2,829	2,829	מניות בכורה A-1
0.24%	4,050	4,050	מניות בכורה A
0.03%	450	450	מניות תפעול
92.06%	1,574,130	1,574,130	סה"כ מניות בכורה
100.00%	1,709,858	1,709,858	סה"כ מכשירים הוניים

* המניות הרגילות כוללות 113,851 כתבי אופציה לעובדים שהוענקו במחיר מימוש 0.01 דולר ו- 17,743 כתבי אופציה למניות בכורה C (הלוואה המירה) אשר הוענקו במחיר מימוש השווה למחיר ההנפקה המקורי של מניות בכורה C (הלוואה המירה). להערכתנו, כתבי האופציה דומים במהותם הכלכלית למניות רגילות.

** הלוואה המירה בסך כולל של כ- 120 אלפי דולר. בהתאם להנהלת קסניה, ההלוואה המירה תומר למניות בכורה C במחיר המרה של 8.27 דולר למניה.

סדר קדימות חלוקת התמורה באירוע הנזלה

1. בעלי מניות בכורה C זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 8% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם (החלוקה בין בעלי מניות הבכורה תתבצע בהתאם ליחס שבין סכום הזכויות העדיפות השייכות לסוג מניית בכורה, לבין סך הזכויות העדיפות).
2. בעלי מניות בכורה B זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 8% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם (החלוקה בין בעלי מניות הבכורה תתבצע בהתאם ליחס שבין סכום הזכויות העדיפות השייכות לסוג מניית בכורה, לבין סך הזכויות העדיפות).
3. בעלי מניות בכורה A זכאים לקבל סכום השווה להשקעתם המקורית בתוספת 8% ריבית, מחושבת שנתית, הנצברת מיום השקעתם (החלוקה בין בעלי מניות הבכורה



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תתבצע בהתאם ליחס שבין סכום הזכויות העדיפות השייכות לסוג מניית בכורה, לבין סך הזכויות העדיפות).

4. יתרת התמורה תחולק בין בעלי המניות הרגילות לפי שיעור החזקתם (פרו רטה).
5. לבעלי המניות הבכורה זכות להמיר בכל עת את מניותיהם למניות רגילות לפי יחס המרה של 1:1.

ריכוז סכומי הזכויות העדיפות באירוע הנזלה (אלפי דולר):

סוג מכשיר	תאריך הנפקה	מספר מניות	מחיר הנפקה מקורי	סכום השקעה	ריבית	זכויות עדיפות באירוע הנזלה
מניות בכורה C	8/5/2017	275,664	\$13.78	3,800	987	4,787
מניות בכורה C (הלוואה המירה)	31/12/2016	14,485	\$8.27	120	35	155
מניות בכורה B	31/8/2015	1,261,953	\$0.39	491	213	704
מניות בכורה A-4 סבב 3	30/9/2013	1,775	\$398.53	707	469	1,176
מניות בכורה A-4 סבב 2	31/3/2013	695	\$398.53	277	202	479
מניות בכורה A-4 סבב 1	31/12/2012	204	\$398.53	81	62	143
מניות בכורה A-3	31/12/2012	9,510	\$300.00	2,853	2,171	5,024
מניות בכורה A-2 סבב 2	15/6/2009	561	\$356.66	200	263	463
מניות בכורה A-2 סבב 1	15/3/2008	1,954	\$356.66	697	1,079	1,776
מניות בכורה A-1 סבב 2	15/1/2007	1,971	\$233.33	460	822	1,282
מניות בכורה A-1 סבב 1	20/4/2006	858	\$233.33	200	390	591
מניות בכורה A *	20/9/2004	4,050	₪ 325.33	366	853	1,218
מניות תפעול *		450	₪ 325.33	-	-	41
סה"כ		1,574,130		10,252	7,545	17,838

*זכויות ההנזלה למניות בכורה A ולמניות התפעול הומרו לדולר ע"פ שער החליפין ליום החישוב, 3.845 ש"ח.

פרמטרים לחישוב שווי ביופרוטקט

חישוב שווי כלל מכשיריה ההוניים של ביופרוטקט בוצע על ידי יישום מודל ה- OPM בהתאם לזכויות המוקנות לכל מכשיר ובהתאם לפרמטרים המוצגים להלן:

- **מועד החישוב** - מועד החישוב הינו 8 במאי, 2017.
- **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 1.53%.
- **סטיית תקן** - על פי רוב, התנודתיות ההיסטורית של חברה משמשת כנקודת התחלה בקביעת התנודתיות הצפויה. היות שביופרוטקט אינה נסחרת, קבענו את התנודתיות



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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 ביופרוטקט. בעבודתנו הנחנו כי אורך החיים הינו **3 שנים**.
- **נכס הבסיס** - הינו שווי ביופרוטקט אשר נאמד באמצעות חישוב איטרטיבי על ידי המשוואה הבאה (אלפי דולר):

$$3,800 = \{C(0)-C(4,942)\}x 96.86\% + \{C(41,501)-C(164,551)\}x 16.33\% + \\ \{C(164,551)-C(519,932)\}x 16.33\% + \{C(519,932)-C(905,032)\}x 16.29\% + \\ \{C(905,032)-C(1,112,585)\}x 16.20\% + \{C(1,112,585)-C(1,133,545)\}x 16.18\% + \\ \{C(1,133,545)-C(1,177,537)\}x 16.16\% + \{C(1,177,537)-C(1,178,003)\}x 16.15\% \\ + \{C(1,178,003)-C(1,200,526)\}x 16.148\% + \{C(1,200,526)-C(1,411,333)\}x \\ 16.146\% + \{C(1,411,333)-C(1,553,916)\}x 16.14\% + C(1,553,916)x 16.12\%$$

חישוב שווי כלל מכשיריה ההוניים של ביופרוטקט 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 ממקטעי התמורה שתתקבל באירוע הנזלה (אלפי דולר):

מניית רגילות	מניית תפועול A	Preferred A	-Preferred A R1 1	-Preferred A R2 1	Preferred A2 - Round 1	- Preferred A2 Round 2	Preferred A-3	-Preferred A Round 1 4	Preferred A-4 Round 2	Preferred A-4 Round 3	Preferred B	Preferred C CLA	Preferred C	התמורה שתתקבל באירוע הנזלה
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.14%	96.86%	{C(0) - C(4,942)}
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	{C(4,942) - C(5,646)}
-	0.33%	9.99%	4.84%	10.51%	14.57%	3.80%	41.21%	1.17%	3.93%	9.65%	-	-	-	{C(5,646) - C(17,838)}
100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	{C(17,838) - C(17,914)}
9.71%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	90.29%	-	-	{C(17,914) - C(32,095)}
9.61%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	89.36%	1.03%	-	{C(32,095) - C(41,501)}
8.04%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	74.77%	0.86%	16.33%	{C(41,501) - C(164,551)}
8.04%	0.03%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	74.75%	0.86%	16.33%	{C(164,551) - C(519,932)}
8.02%	0.03%	0.24%	-	-	-	-	-	-	-	-	74.57%	0.86%	16.29%	{C(519,932) - C(905,032)}
7.98%	0.03%	0.24%	-	-	-	-	0.56%	-	-	-	74.15%	0.85%	16.20%	{C(905,032) - C(1,112,585)}
7.97%	0.03%	0.24%	-	0.12%	-	-	0.56%	-	-	-	74.07%	0.85%	16.18%	{C(1,112,585) - C(1,133,545)}
7.96%	0.03%	0.24%	-	0.12%	-	-	0.56%	-	-	0.10%	73.99%	0.85%	16.16%	{C(1,133,545) - C(1,177,537)}
7.95%	0.03%	0.24%	0.05%	0.12%	-	-	0.56%	-	-	0.10%	73.95%	0.85%	16.15%	{C(1,177,537) - C(1,178,003)}
7.95%	0.03%	0.24%	0.05%	0.12%	-	-	0.56%	0.04%	0.10%	0.10%	73.92%	0.85%	16.148%	{C(1,178,003) - C(1,200,526)}
7.95%	0.03%	0.24%	0.05%	0.12%	-	-	0.56%	0.01%	0.10%	0.10%	73.91%	0.85%	16.146%	{C(1,200,526) - C(1,411,333)}
7.95%	0.03%	0.24%	0.05%	0.12%	-	0.03%	0.56%	0.04%	0.10%	0.10%	73.89%	0.85%	16.14%	{C(1,411,333) - C(1,553,916)}
7.94%	0.03%	0.24%	0.05%	0.12%	0.11%	0.03%	0.56%	0.01%	0.04%	0.10%	73.80%	0.85%	16.12%	{C(1,553,916)}

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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ריכוז ממצאים

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

סוג מכשיר	שווי למכשיר	מספר מכשירים	סה"כ
מניות בכורה A-4	\$197.78	204	40
מניות בכורה A-3	\$148.88	751	112
מניות בכורה A	\$84.77	4,050	343
מניות תפעול A	\$25.58	511	13
מניות בכורה B	\$2.86	377,970	1,079
מניות בכורה C (הלוואה המירה)	\$9.30	5,432	51
סה"כ		388,918	1,639

ניתוח רגישות

הטבלה שלהלן מציגה את רגישות שווי החזקות קסניה בהתאם לשינויים בסטיית התקן ובאורך החיים (אלפי דולר):

אורך החיים			סטיית התקן
4	3	2	
1,400	1,248	1,048	60%
1,829	1,639	1,399	70%
2,218	1,989	1,710	80%