



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שווי הוגן החזקות בחברות הפורטפוליו 30 ביוני, 2020

טכנופליס ונצ'רס 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

18 אוגוסט, 2020

תומר חפץ, מנכ"ל
טכנופלס ונצ'רס בע"מ

מר חפץ הנכבד,
חברת פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ, לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ, (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי טכנופלס ונצ'רס בע"מ (להלן - "טכנופלס" או "החברה") לאמוד את השווי ההוגן של החזקותיה בחברות הפורטפוליו ליום 30 ביוני, 2020 (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 IFRS 9 "מכשירים פיננסיים", תקן חשבונאות בינלאומי IAS 32 "מכשירים פיננסיים: הצגה" ותקן חשבונאות בינלאומי IFRS 13 "מדידת שווי הוגן".

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון את השווי ההוגן (Fair Value) של החזקות טכנופלס, כאמור לעיל, כפי שעשוי להיקבע בעסקה בין טכנופלס 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 טכנופלס 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 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 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.

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 טכנופלס ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור. טכנופלס מתחייבת לשפות



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה ששולם ע"י טכנופלס למעריך השווי בגין חוות הדעת, בו יהיה חייב מעריך השווי כלפי צד שלישי ו/או טכנופלס 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 לטכנופלס.

עוד הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות טכנופלס, 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.

ידוע לנו כי ממצאינו ישמשו את הנהלת טכנופלס לשם הדיווח הפיננסי הנדרש במסגרת העקרונות החשבונאיים המקובלים בישראל. אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל כחלק מהדוח הכספי של טכנופלס וכן בדיווחיה לרשות לניירות ערך ולבורסה, 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):

חברה	שווי החזקות
Compulab Ltd.	6,459
Tav-Tech Ltd.	1,846
Sagarmatha Ltd.	1,020
Latent Image Technology Ltd.	34
סה"כ	9,359



Pulvernis 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 ומכשירים 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.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רו"ח ערוך 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 ובח"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 Ernst & 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	טכנופלס ונצ'רס בע"מ	.1
8	מתודולוגיה	.2
12	הערכות שווי חברות הפורטפוליו	.3
12	Compulab Ltd.	.3.1
25	Tav Tech Ltd.	.3.2
27	Sagarmatha Ltd.	.3.3
29	Latent Image Technology Ltd.	.3.4
30	ריכוז ממצאים	.4
30	נספח א'	.5



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

1. טכנופולס ונצ'רס בע"מ

תיאור פעילות

לתיאור הפעילות של החברה ראה סעיף 2 לפרק א' לדו"ח התקופתי של טכנופולס לשנת 2019.

החזקות טכנופולס בחברות הפורטפוליו

הטבלה שלהלן מציגה את שיעור ההחזקות של טכנופולס, ליום 30 ביוני, 2020, נשוא הערכת שווי ז':

חברה	שיעור החזקה	שיעור החזקה בדילול מלא
Compulab Ltd.	14.62%	14.62%
Tav-Tech Ltd.	10.71%	7.93%
Sagarmatha Ltd.	3.23%	2.89%
Latent Image Technology Ltd.	1.13%	1.13%



2. מתודולוגיה

מתודולוגיה חשבונאית

תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 9 "מכשירים פיננסיים", עוסק בסיווג, מדידה והכרה של נכסים פיננסיים והתחייבויות פיננסיות. תקן זה מחליף את ההנחיות הקיימות כיום בתקן חשבונאות בינלאומי IAS 39 "מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה".

IFRS 9 מותיר על כנו את מודל המדידה באשר לסיווג ומדידת מכשירים פיננסיים המעורב למדידת נכסים פיננסיים אך מפשט אותו וקובע שתי קטגוריות להכרה במכשירים הוניים:

- שווי הוגן דרך רווח או הפסד.
- שווי הוגן דרך רווח כולל אחר.

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 מנוהלים וביצועיהם מוערכים על בסיס שווי הוגן, בהתאם לאסטרטגיית 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 IFRS 9 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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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 וטכניקת הערכה

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



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הונויות, 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:

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

כאשר:

E - הינו ההון העצמי במונחי שווי שוק.

D - הינו שווי השוק של החוב.

$(D+E) = V$ - שווי השוק של כלל מקורות המימון של החברה.

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:

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

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 הממד 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.

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות וגודל.

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,



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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 טרונגניות 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:

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

2. שיטת תמחור כתבי האופציה (OPM - Option Pricing Method) - על פי שיטה זו,

בחברה בעלת הון מניות הטרונגני, 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 התרחשות 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. הערכות שווי חברות הפורטפוליו

3.1 Compulab Ltd.

תיאור פעילות החברה

לתיאור פעילות Compulab Ltd. (להלן - "קומפיולאב"), ראה סעיף 16.3 לפרק א' לדו"ח התקופתי לשנת 2019 של טכנופלס.

שווי קומפיולאב

הערכת שווי קומפיולאב מבוססת על תחזית הכנסות והוצאות תפעוליות עתידיות ועל ההתאמות הדרושות על מנת להסב אותן לתזרים מזומנים תפעולי. תזרים המזומנים של קומפיולאב מבוסס, בין היתר, על הנחות הנהלתה באשר להכנסותיה ולהוצאותיה בשנים הבאות והתאמות שנעשו על ידינו, בהתבסס על ניסיונונו כמעריכי שווי. הנתונים הכספיים למחצית הראשונה לשנת 2020, הכלולים בהערכת השווי, התקבלו מהנהלת קומפיולאב ומבוססים על טיוטת דוח כספי (לא מבוקר) לתקופה זו.

להלן תזרים המזומנים של קומפיולאב למחצית הראשונה לשנת 2020 ולשנות התחזית (אלפי דולר):

T.V	2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	
3.0%	8.0%	15.0%	20.0%	10.1%	*-13.8%		שיעור צמיחה כולל
	21,734	20,124	17,499	14,582	4,466	9,973	מכירת COM
	22,560	20,889	18,164	15,137	4,838	7,724	מכירת Mini-PC
	44,294	41,013	35,663	29,720	9,303	17,697	סה"כ מכירות
	(28,348)	(26,248)	(22,825)	(19,021)	(7,160)	(10,255)	עלות המכר
	15,946	14,765	12,839	10,699	2,143	7,442	רווח גולמי
	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	23.0%	42.1%	שיעור רווח גולמי
	(5,375)	(5,119)	(4,875)	(4,643)	(2,210)	(2,210)	הוצאות מוי"פ
	(2,616)	(2,477)	(2,242)	(1,966)	(918)	(918)	הוצאות מכירה ושיווק
	(1,858)	(1,804)	(1,751)	(1,700)	(851)	(851)	הוצאות הנהלה וכלליות
	6,281	6,098	5,365	3,971	(1,837)	3,462	רווח תפעולי לפני מס
13.8%	13.8%	13.1%	11.1%	8.0%	-19.7%	19.6%	שיעור רווח תפעולי לפני מס
	(471)	(457)	(402)	(42)	-		הוצאות מס
	5,810	5,641	4,963	3,673	(1,837)		רווח תפעולי אחרי מס
	(317)	(782)	(1,275)	(1,417)	4,088		שינויים בחון חוזר
	300	350	400	500	325		התאמות בגין פחת
	(300)	(300)	(300)	(300)	(125)		השקעות לשימור רכש קבוע
	53,409	4,908	3,788	2,456	705	2,452	תזרים מזומנים תפעולי
	32,429	2,980	2,605	1,914	622	2,376	תזרים תפעולי מהון
					42,926		שווי תפעולי
					1,253		נכסים עודפים, נטו
					44,179		שווי קומפיולאב

* שיעור הצמיחה מבטא את הצמיחה בשנת 2020 בהשוואה לשנת 2019.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הנחות עבודה עיקריות

מכירות

מכירות קומפיולאב נובעות ממכירת מוצרים המשתייכים לשני קווי מוצרים :
- מחשבים על גבי כרטיס (Computer on Module) (להלן - "COM");
- מחשבים זעירים (להלן - "Mini PC").

הטבלה שלהלן מציגה את פילוח המכירות בשני קווי המוצרים בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ובשנות התחזית (אלפי דולר):

מכירות	2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015
מכירות COM	21,734	20,124	17,499	14,582	4,466	9,973	15,034	12,637	8,054	8,620	11,333
%	8%	15%	20%	* 1%	* -4%		19%	57%	-7%	-24%	4%
מכירות Mini-PC	22,560	20,889	18,164	15,137	4,838	7,724	16,287	13,702	12,371	13,336	16,448
%	8%	15%	20%	* 21%	* -23%		19%	11%	-7%	-19%	32%
סה"כ מכירות שיעור צמיחה	44,294	41,013	35,663	29,720	9,303	17,697	31,321	26,339	20,425	21,956	27,781
	8%	15%	20%	* 10%	* -14%		19%	29%	-7%	-21%	19%

* שיעורי הצמיחה הינם ביחס לכל שנת 2020.

שנת 2019 ומחצית ראשונה לשנת 2020

כפי שניתן לראות בטבלה דלעיל, בשנת 2019 משתקפת צמיחת הכנסות מהותית ביחס לשנה שקדמה לה. כמו כן, קומפיולאב עקפה את תחזית ההכנסות לשנת 2019, אשר נאמדה בכ- 29,459 אלפי דולר¹. משיחות שערכנו עם הנהלת החברה והנהלת קומפיולאב עולה כי הסיבות העיקריות לצמיחה בהכנסות הינן:

- השקת מוצרים חדשים בתחום ה-COM שהחברה מאמינה כי הינם מותאמים יותר לצרכי הלקוחות;
- הורדת מחירי המכירה של מוצרי ה-COM בשנים קודמות. הנהלת קומפיולאב מסרה כי השווקים בהם פועלת קומפיולאב מאופיינים בביקוש גמיש ביחס למחיר ולפיכך הורדת מחיר המכירה של מוצריה הביאה לגידול בהכנסות;
- גידול בשוק המחשבים זעירים, בו פועלת קומפיולאב. הנהלת החברה מסרה כי בעקבות הטכנולוגיזציה חברות רבות נדרשות לשימוש במחשבים, מה שהביא, בין היתר, לגידול רוחבי בשוק המחשבים הזעירים.

כמו כן, ניתן לראות בטבלה דלעיל כי במחצית הראשונה לשנת 2020 חל גידול במכירות קומפיולאב בהשוואה לשנת 2019 (בנרמול לשנה מלאה) אשר נבע בעיקר מגידול במכירות ה-COM לצד ירידה במכירות ה-Mini PC. ממידע שנמסר מהנהלת קומפיולאב, תחזית המכירות למחצית הראשונה לשנת 2020 נאמדה בכ- 16.5 מיליון דולר. בפועל הסתכמו המכירות בכ- 17.7 מיליון דולר וזאת בעיקר הודות להזמנות חד-פעמיות בסך של כ- 3.5 מיליון דולר של כ- 15 אלף כרטיסי COM עבור מכשירים רפואיים הנדרשים בעקבות מגיפת הקורונה, כאשר בנטרול הזמנות אלו, המכירות היו מסתכמות ב- 90% מהתחזית המקורית.

¹ כפי שנאמדה במסגרת הערכת שווי שבוצעה על ידנו ליום 31 בדצמבר, 2018, עבור החברה.



הכנסות בשנות התחזית

על פי תחזית הנהלת קומפיולאב, המכירות במחצית השנייה לשנת 2020 צפויות להישחק בצורה מהותית, כך שסך המכירות בשנת 2020 צפויות להסתכם לכ- 27 מיליון דולר, שחיקה של כ- 13.8% בהשוואה לשנת 2019. מהנהלת קומפיולאב נמסר כי, כתוצאה מהשפעות משבר הקורונה ומהירידה בביקוש העולמי חלה ירידה משמעותית בהזמנות מהלקוחות בחודשים שקדמו למועד הערכת השווי, וכן, ישנה אי וודאות גבוהה באשר למכירות המחצית השנייה לשנת 2020, לכן אמדה את מכירותיה בהתאם למקדמי שמרנות ולקחה בחשבון הזמנות ברמת סבירות גבוהה בסך של כ- 1.5 מיליון דולר בחודש בלבד.

בנוסף, יש לציין כי על פי מידע שנמסר מהנהלת קומפיולאב, במסגרת ההתמודדות העולמית עם משבר הקורונה, התקשרה ממשלה מסוימת בעולם עם לקוח של קומפיולאב לפיתוח של כ- 60 אלף מכשירים לזיהוי מהיר של נגיף הקורונה, כאשר נכון למועד הערכת השווי, הלקוח עובד ביחד עם קומפיולאב על אינטגרציה של מוצר Mini PC קיים של קומפיולאב (fitlet 2) לתוך המכשיר. שווי הזמנה של כ- 60 אלף מוצרי fitlet 2 עבור המכשירים כאמור שבפיתוח, מוערך על פי הנהלת קומפיולאב בכ- 9 מיליון דולר. עם זאת, עקב אי הוודאות הגבוהה ואי היכולת של הנהלת קומפיולאב לאמוד את ההסתברות להתממשות ההזמנה כאמור, ההזמנה לא נלקחה בחשבון בתחזית למחצית השנייה לשנת 2020.

כמו כן, הנהלת קומפיולאב מסרה כי בשנת 2021 היא צופה צמיחה מתונה במכירות לסך של כ- 29.7 מיליון דולר, שיעור גידול של כ- 10% בהשוואה לשנת 2020, עקב צפי להתאוששות הדרגתית ממשבר הקורונה (כ- 95% מהיקפי המכירות של שנת 2019). בשנים 2022-2024 אמדה הנהלת קומפיולאב את הצמיחה במכירות בשיעורים של 20%, 25%, 15%, בהתאמה.

משיחות שניהלנו עם הנהלת קומפיולאב עולה כי הצמיחה בשנות התחזית, כפי שנמסרה על ידם, מתבססת בעיקר על הגורמים כדלקמן:

- גידול השוק - כאמור לעיל, הנהלת קומפיולאב מסרה כי בעקבות הטכנולוגיזציה חברות רבות נדרשות לשימוש במחשבים, מה שהביא, בין היתר, לגידול רוחבי בשוק המחשבים הזעירים. הנהלת קומפיולאב חוזה המשך גידול בשוק המחשבים הזעירים, בו פועלת קומפיולאב, התומך בצמיחת ההכנסות לשנות התחזית.
- מחירים אטרקטיביים - כאמור לעיל, השווקים בהם פועלת קומפיולאב מאופיינים בביקוש גמיש ביחס למחיר, ולפיכך הורדת מחירי המכירה של מוצריה בשנים קודמות וכן השקת מוצרים נוספים המותאמים להערכת הנהלת קומפיולאב לצרכי השוק, צפויות להערכתה להביא לגידול בהכנסותיה.

בחוות דעתנו נאמדו המכירות במחצית השנייה לשנת 2020 ובשנת 2021 בהתאם לתחזית הנהלת קומפיולאב. משנת 2022 ואילך נאמדו המכירות בהתבסס על תחזית הנהלת קומפיולאב אך בהתאם לשיעורי צמיחה מתונים יותר (כפי שניתן לראות בטבלה דלעיל) אשר הולכים ופוחתים בהדרגה, עד להתייצבות על שיעור גידול קבוע של 3% בשנה המייצגת.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

להלן פילוח הכנסות קומפיולאב לפי שני קווי מוצריה :

Computer on Module ■

בקו מוצרים זה עוסקת קומפיולאב בפיתוח וייצור מחשבים על גבי כרטיס אשר מוטמעים במכשירים ובמערכות שונות בתחומי התעופה והחלל, רפואה, תקשורת, תעשיות ביטחוניות ועוד. מכירת המוצרים בקו זה מתאפיינת, לרוב, על ידי מכירת מוצר ראשוני הכולל שירותי אפיון ועיצוב ללקוח (להלן - "Design Wins") ובמידה וקיימת היתכנות והתאמה ראשונית של הכרטיס לצרכי הלקוח, מתבצע תהליך אפיון ועיצוב המוצר ובסיומו (במידה והלקוח הביע דרישה) מתבצעת הזמנה רב היקפית. בהתאם לשיחות שקיימנו עם הנהלת קומפיולאב, אורך הזמן הצפוי לביצוע הזמנה רב היקפית של מוצר מתחילת אפיון ה- Design Wins, הינו כשנתיים עד שלוש בממוצע. נציין בהקשר זה כי במידה שאכן מתבצעת הזמנה רב היקפית של המוצר המותאם ללקוח (כרטיסי מחשב המותאמים למוצרים שונים), נוצרת תלות של הלקוח בקומפיולאב, שעל פי הערכות הנהלת קומפיולאב, צפויה להימשך לתקופה של מספר שנים (לעיתים עד 10 שנים כתלות בסוג המוצר ושימוש).

הטבלה שלהלן מציגה את המכירות בפועל בקו מוצרי ה- COM בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ואת המכירות בשנות התחזית (אלפי דולר) :

מכירות	2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015
מכירות COM	21,734	20,124	17,499	14,582	4,466	9,973	15,034	12,637	8,054	8,620	11,333
%	8%	15%	20%	* 1%	* -4%		19%	57%	-7%	-24%	4%

* שיעורי הצמיחה הינם ביחס לכל שנת 2020.

תחזית למחצית השנייה לשנת 2020

כאמור לעיל, הזמנות חד-פעמיות בסך של כ- 3.5 מיליון דולר של כ- 15 אלף כרטיסי COM עבור מכשירים רפואיים הנדרשים בעקבות מגיפת הקורונה, הובילו לגידול מהותי במכירות ה- COM במחצית הראשונה לשנת 2020. עם זאת, במחצית השנייה לשנת 2020 צופה הנהלת קומפיולאב כי מכירותיה בקו מוצרי ה- COM ירדו כתוצאה ממשבר הקורונה בישראל ובעולם ויסתכמו בכ- 4.5 מיליון בלבד (שחיקה של כ- 4% במכירות שנת 2020 בהשוואה לשנת 2019).

תחזית לשנת 2021 ואילך

תחזית ההכנסות למוצרי ה- COM לשנת 2021 משקפת צמיחה בשיעור של כ- 1%, בהתאם להערכות הנהלת קומפיולאב, כאשר משנת 2022 ואילך התחזית משקפת שיעורי צמיחה גבוהים יותר. לדברי הנהלת קומפיולאב, בשנת 2021 צפויה צמיחה מתונה במכירות מוצרי ה- COM עקב צפי להתאוששות הדרגתית ממשבר הקורונה והכנסות חד פעמיות של 3.5 מיליון דולר, כאמור לעיל, שקיבלו ביטוי בהכנסות המחצית הראשונה לשנת 2020 (כ- 97% מהיקפי המכירות של שנת 2019). כמו כן, תחזית ההכנסות למוצרי ה- COM לשנים 2021 ואילך מבוססת, בין היתר, על הגורמים הבאים :



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

א. Design Wins - כאמור לעיל, ה- Design Wins משקף את מספר ערכות ההערכה (Evaluation Kits) שנרכשו על ידי הלקוחות כאשר במידה וקיימת התאמה ראשונית של הכרטיס לצרכי הלקוח ופיתוח המכשיר אצל הלקוח מתקדם לשלב ייצור, מתבצעת הזמנה רב היקפית. מהנהלת קומפיולאב נמסר כי אורך הזמן הצפוי לביצוע הזמנה רב היקפית של מוצר מתחילת אפיון ה- Design Wins, הינו כשנתיים עד שלוש במוצע.

הטבלה שלהלן מציגה את כמות ה- Design Wins שנמכרה בשנים 2015-2019 ובמחצית הראשונה לשנת 2020:

H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015	
199	411	361	300	285	271	מספר ה- Design Wins
-	14%	20%	5%	5%	-18%	גידול

עלייה במספר ה- Design Wins בשנה מסוימת, משמעה צמיחה פוטנציאלית בהיקפי המכירות במהלך השנים העוקבות לשנה שבה נרשמה העלייה במספר ה- Design Wins בשל הפוטנציאל הקיים בהזמנה רב היקפית מצד הלקוח (לרוב, הצמיחה במכירות תתבטא כשנתיים עד שלוש (במוצע) לאחר השנה שבה נרשמה הרכישה).

ניתן לראות כי השנים 2017-2019 וכן, המחצית הראשונה לשנת 2020 מאופיינות במספר רב של Design Wins, כאשר בשנת 2019 משתקף שיא במספר ה- Design Wins. לפיכך, מעריכה הנהלת קומפיולאב כי בשנים הקרובות תחול צמיחה בקו מוצרים זה הודות למספר ה- Design Wins שנמכרו בשנים האחרונות.

ב. השקת מוצרים - הנהלת קומפיולאב מסרה כי היא צופה המשך חדירה לשוק של מוצרי COM חדשים אשר להערכתה תביא לצמיחת הכנסות במהלך שנות התחזית, בין היתר לאור השקתם במחירי מכירה אטרקטיביים, זאת במקביל להתיישנות מוצרים מדור קודם. עוד מסרה כי היא ממשיכה להשקיע בפיתוח מוצרים חדשים בקו מוצרי ה- COM ולפנות לשווקים חדשים בתחום זה.

בשנת 2022 הנחנו בחוות דעתנו צמיחה בהכנסות מוצרי ה- COM בשיעור של 20% אשר תלך ותפתח ותתייצבנה בשנה המייצגת על צמיחה בשיעור פרמננטי של 3% בשנה.

Mini PC ■

בקו מוצרים זה עוסקת קומפיולאב בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירת מחשבים זעירים וחסכוניים אשר בניגוד למרבית המחשבים הקיימים בשוק, פועלים ללא מאוורר ובעלי צריכת חשמל נמוכה.

בשנת 2012 השיקה קומפיולאב את מוצר הדגל שלה, ה- Intense PC (להלן - "IPC"), מחשב זעיר, בגודל של טלפון משרדי, המשמש כתחנת עבודה רב תכליתית, בעל פעולה שקטה, נטול מאוורר ונטול חלקים נעים; בשנת 2013 השיקה קומפיולאב שני מוצרים נוספים בקו זה: ה- Utilite וה- Usvr; בשנת 2014 השיקה קומפיולאב את המוצר IPC2 המציע ביצועים גבוהים יותר מהדור הקודם, וכן את ה- fit-PC4; בשנת 2015 השיקה קומפיולאב, בין היתר, את קו מוצרי ה-



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

fitlet מחשבים זעירים למגוון שימושים ובשנת 2017 השיקה את המוצרים: fitlet 2 (גרסה מתקדמת מתוך קו מוצרי ה-fitlet), IPC3 (דור ההמשך של ה-IPC2) ו-IoT Gate (המיועד לשליטה ובקרה בתחום ה-IoT התעשייתי).

נכון למועד הערכת השווי ממשיכה קומפיולאב ומפתחת מוצרים נוספים בקו ה-Mini PC, אשר צפויים להגיע לשוק במהלך השנים הקרובות.

בשנים האחרונות גוברת התחרות בתחום זה, עם כניסתן של חברות מחשבים גלובליות. מהנהלת קומפיולאב נמסר כי כניסתן של חברות המחשבים הגלובליות לשוק הגדילה את התחרות מצד אחד, אך מנגד, העלתה את מודעות הציבור ליתרונות מכשירי ה-Mini PC ובכך הרחיבה את גודל השוק אליו פונה המוצר.

הטבלה שלהלן מציגה את המכירות בפועל בקו מוצרי ה-Mini PC בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ואת המכירות בשנות התחזית (אלפי דולר):

מכירות	2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015	
מכירות Mini-PC	22,560	20,889	18,164	15,137	4,838	7,724	16,287	13,702	12,371	13,336	16,448	Mini-PC
%	8%	15%	20%	* 21%	* -23%		19%	11%	-7%	-19%	32%	%

* שיעורי הצמיחה הינם ביחס לכל שנת 2020.

תחזית למחצית השנייה לשנת 2020

כאמור לעיל, כתוצאה ממשבר הקורונה בישראל ובעולם חלה ירידה במכירות מוצרי ה-Mini PC של קומפיולאב במחצית הראשונה לשנת 2020, וכן, על פי תחזית הנהלת קומפיולאב, במחצית השנייה לשנת 2020 צפויות להסתכם מכירות מוצרי ה-Mini PC בכ- 4.8 מיליון בלבד (שחיקה של כ- 23% במכירות שנת 2020 בהשוואה לשנת 2019).

יש לציין כי בהתאם לאמור לעיל, הזמנה פוטנציאלית של כ- 60 אלף מוצרי Mini PC (fitlet 2), בשווי של כ- 9 מיליון דולר, לא נלקחה בחשבון בתחזית למחצית השנייה לשנת 2020 עקב אי הוודאות הגבוהה השוררת ואי היכולת של הנהלת קומפיולאב לאמוד את ההסתברות להתממשות ההזמנה.

תחזית לשנת 2021 ואילך

תחזית ההכנסות למוצרי ה-Mini PC לשנת 2021 משקפת צמיחה בשיעור של כ- 21%, בהתאם להערכות הנהלת קומפיולאב. לדברי הנהלת קומפיולאב, שיעור הצמיחה הגבוה המשתקף מתחזית מכירות ה-Mini PC לשנת 2021 הינו ביחס למכירות שנת 2020 אשר הינן נמוכות ואינן מייצגות עבור היקפי המכירות של קומפיולאב בשנים האחרונות, ולמעשה מכירות שנת 2021 ישקפו התאוששות הדרגתית ממשבר הקורונה, כאמור לעיל (כ- 93% מהיקפי המכירות של שנת 2019).

כמו כן, הנהלת קומפיולאב מסרה כי הצפי לצמיחה בהכנסות קו מוצרי ה-Mini PC בשנות התחזית המבוססת, בין היתר, על הגורמים הבאים:



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

א. חדירת fitlet 2 - בשנת 2017 הושק המוצר (דור שני למוצר fitlet), מוצר בין הקטנים בקטגוריה עם קירור פסיבי ייחודי ותמהיל אטרקטיבי של תכונות ביחס למחיר, אשר צפוי על פי הנהלת קומפיולאב להניב הכנסות בסך של כ- 3 מיליון דולר במחצית השנייה לשנת 2020 בהשוואה למכירות בסך של כ- 2.6 מיליון דולר במחצית הראשונה לשנת 2020. להערכת הנהלת קומפיולאב, fitlet 2 הינו מוצר אטרקטיבי שטרם מימש את פוטנציאל השוק שלו ולכן צופה כי מכירותיו יגדלו לאורך השנים הבאות.

ב. השקת מוצרים - הנהלת קומפיולאב מסרה כי היא ממשיכה להשקיע בפיתוח מוצרים חדשים בקו מוצרי ה- Mini PC ולפנות לשווקים חדשים בתחום זה, וכן, בכוונתה להשיק גרסאות חדשות למוצרים פופולריים ומוצרים חדשים.

בשנת 2022 הנחנו בחוות דעתנו צמיחה בהכנסות מוצרי ה- Mini PC בשיעור של 20% אשר תלך ותפחת ותתייצבנה בשנה המייצגת על צמיחה בשיעור פרמננטי של 3% בשנה.

עלות המכר ורווח גולמי

עלות המכר מורכבת בעיקר מצריכת חומרים, יתר המרכיבים הינם עלות עבודה והוצאות תפעול (אחזקת רכב, פחת ומיסים ואגרות). הטבלה שלהלן מציגה את שיעור הרווח הגולמי של קומפיולאב בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ובשנות התחזית:

2024	2023	2022	2021	2020	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015
36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	35.5%	23.0%	42.1%	35.3%	35.6%	35.4%	37.5%	36.1%

הנהלת קומפיולאב מסרה כי שוק פעילות קומפיולאב מאופיין בביקוש גמיש ביחס למחיר, ולפיכך החלה להשיק בשנים האחרונות מוצרים במחירי מכירה אטרקטיביים המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים יותר ממוצרים דור קודם (כאמור בפרק הכנסות). כפי שניתן לראות בטבלה דלעיל, חרף מגמת הורדת המחירים, נרשמה יציבות יחסית בשיעור הרווח הגולמי לאורך השנים 2017-2019, זאת הודות לצמיחה מהותית בהכנסות בשנים אלו יחד עם תקורות בעלות המכר.

כמו כן, ניתן לראות כי במחצית הראשונה לשנת 2020 חל גידול בשיעור הרווח הגולמי לכ- 42.1% בהשוואה לכ- 35.3% בשנת 2019. מהנהלת קומפיולאב נמסר כי העלייה בשיעור הרווח הגולמי במחצית הראשונה לשנת 2020 נבעה בעיקר מכמה סיבות:

- 1- דמי פיצויים שקיבלה קומפיולאב בגובה של כ- 300 אלפי דולר בעקבות ביטול של רישיון ייצור לכרטיסי מכונות הנשמה ללא עלויות מהותיות נוספות מצידה של קומפיולאב.
- 2- קיטון בעלות הפחתת נכס מו"פ בעלות המכר במחצית הראשונה לשנת 2020 לכ- 99 אלפי דולר בהשוואה לכ- 375 אלפי דולר בשנת 2019.
- 3- מכירות גבוהות של מוצרים בעלי שיעור רווחיות גבוה, בין היתר כתוצאה ממכירות מזדמנות הקשורות למשבר הקורונה.
- 4- גידול מהותי במכירות יחד עם תקורות בעלות המכר.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

במחצית השנייה לשנת 2020 נאמד שיעור הרווח הגולמי בחוות דעתנו בהתאם לתחזית הנהלת קומפיוולאב. כפי שניתן לראות בטבלה דלעיל, צופה הנהלת קומפיוולאב ירידה בשיעור הרווח הגולמי במחצית השנייה לשנת 2020 לכ- 23% וזאת בעיקר עקב הצפי לשחיקה המהותית במכירות בתקופה זו (כ- 9.3 מיליון דולר במחצית השנייה לשנת 2020 לעומת 17.7 מיליון דולר במחצית הראשונה לשנת 2020).

שיעור הרווח הגולמי אשר נאמד בחוות דעתנו משנת 2021 ואילך מתבסס על נתוני העבר ועל תחזית הנהלת קומפיוולאב באשר לגידול הצפוי בשיעור הרווחיות. על פי הנהלת קומפיוולאב, חרף השקת מוצרים במחירים תחרותיים, שיעור הרווח הגולמי צפוי לגדול לאורך שנות התחזית מהסיבות שלהלן:

- 1- גידול מהותי במכירות יחד עם תקורות בעלות המכר.
 - 2- הגידול המהותי הצפוי במכירות לאורך שנות התחזית צפוי להוביל להסכמי סחר טובים יותר עם ספקי חומרי הגלם.
 - 3- בשנת 2019 השקיעה קומפיוולאב סך של כ- 1.6 מיליון דולר בשדרוג תשתיות והקמת קו ייצור נוסף אשר צפוי להוביל להתייעלות בתהליכי הייצור וכפועל יוצא, לשיפור בשיעור הרווח הגולמי בשנים הבאות.
 - 4- עלות הפחתת נכס מו"פ בגין מוצרים מהדור קודם אשר נכללה בעלות המכר והסתיימה נכון למועד הערכת השווי, לא צפויה להירשם החל מהמחצית השנייה לשנת 2020 ואילך.
- על פי תחזית הנהלת קומפיוולאב, צפוי גידול בשיעור הרווח הגולמי לאורך שנות התחזית מכ- 36% בשנת 2021 לכ- 37% בשנת 2024. עם זאת, מטעמי שמרנות ואי וודאות, בחוות דעתנו נאמד שיעור הרווח הגולמי משנת 2021 ואילך בכ- 36% מההכנסות בכל שנה.

הוצאות תפעוליות

הוצאות מחקר ופיתוח

הוצאות מחקר ופיתוח כוללות הוצאות שכר ונלוות, תקורות ורכיבים. הטבלה שלהלן מציגה את הוצאות המחקר והפיתוח כשיעור מההכנסות בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ובשנות התחזית (אלפי דולר):

2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015	
5,375	5,119	4,875	4,643	2,210	2,210	4,074	3,655	3,151	2,977	4,290	הוצאות ומחקר ופיתוח
12.1%	12.5%	13.7%	15.6%	23.8%	12.5%	13.0%	13.9%	15.4%	13.6%	15.4%	שיעור מהכנסות

הוצאות מחקר ופיתוח במחצית השנייה לשנת 2020 ובשנת 2021 נאמדו בהתאם לתחזית הנהלת קומפיוולאב. בשנים 2022-2024 נאמדו הוצאות מחקר ופיתוח בהתאם לשיעור צמיחה של 5% בכל שנה. משנת 2024 ואילך, הוצאות מחקר ופיתוח צפויות להתייצב על שיעור של כ- 12.1% מסך ההכנסות.

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות מכירה ושיווק כוללות בעיקר הוצאות שכר ונלוות, עמלות מפיצים, הוצאות שיווק, הובלות ומשלוחים.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הטבלה שלהלן מציגה את הוצאות המכירה והשיווק כשיעור מההכנסות בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ובשנות התחזית (אלפי דולר):

2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015	
2,616	2,477	2,242	1,966	918	918	1,888	1,919	1,663	1,606	1,777	הוצאות מכירה ושיווק
5.9%	6.0%	6.3%	6.6%	9.9%	5.2%	6.0%	7.3%	8.1%	7.3%	6.4%	שיעור מהכנסות

הוצאות מכירה ושיווק למחצית השנייה לשנת 2020 נאמדו בהתאם להערכת הנהלת קומפיולאב. משנת 2021 ואילך, נאמדו הוצאות מכירה ושיווק בהתאם לשיעור גמישות של 70% ביחס לצמיחת ההכנסות בכל שנה. משנת 2024 ואילך, הוצאות מכירה ושיווק צפויות להתייבב על שיעור של כ- 5.9% מסך ההכנסות.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות כוללות בעיקר הוצאות שכר ונלוות, שירותים מקצועיים, כיבודים, מתנות ותרומות, אחזקת משרד ואחרות.

הטבלה שלהלן מציגה את הוצאות הנהלה וכלליות כשיעור מההכנסות בשנים 2015-2019, במחצית הראשונה לשנת 2020 ובשנות התחזית (אלפי דולר):

2024	2023	2022	2021	H2/2020	H1/2020	2019	2018	2017	2016	2015	
1,858	1,804	1,751	1,700	851	851	1,685	1,585	1,206	1,352	1,904	הוצאות הנהלה וכלליות
4.2%	4.4%	4.9%	5.7%	9.1%	4.8%	5.4%	6.0%	5.9%	6.2%	6.9%	שיעור מהכנסות

הוצאות הנהלה וכלליות למחצית השנייה לשנת 2020 ולשנת 2021 נאמדו בהתאם להערכת הנהלת קומפיולאב. משנת 2022 ואילך, נאמדו הוצאות הנהלה וכלליות בהתאם לשיעור צמיחה פרמננטית של 3% בכל שנה. משנת 2024 ואילך, הוצאות הנהלה וכלליות צפויות להתייבב על שיעור של כ- 4.2% מסך ההכנסות.

רווח תפעולי

הרווח התפעולי לפני מס ולאחר נטרול פחת והפחתות (EBITDA) של קומפיולאב, המשתקף בשנה המייצגת (2025) הינו כ- 14.42%. על פי נתוני האתר הכלכלי Damodaran, שיעור הרווח התפעולי לפני מס ולאחר נטרול פחת והפחתות (EBITDA) המייצג לענף המחשבים והציוד ההיקפי הינו 20.54%.

שינויים בהון חוזר

לקוחות - יתרות הלקוחות לאורך שנות התחזית חושבו בהתאם למדיניות אשראי הלקוחות כפי שהשתקפה מתוצאות השנים 2018-2019 והמחצית הראשונה לשנת 2020. ימי הלקוחות נאמדו ב- 44 ימים בשנה.

ספקים - יתרות הספקים לאורך שנות התחזית חושבו בהתאם למדיניות אשראי הספקים כפי שמשקפת מתוצאות השנים 2018-2019 והמחצית הראשונה לשנת 2020. ימי הספקים נאמדו ב- 50 ימים בשנה.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מלאי - יתרות המלאי לאורך שנות התחזית חושבו בהתאם למדיניות המלאי הממוצעת כפי שהשתקפה מתוצאות השנים 2018-2019 והמחצית הראשונה לשנת 2020. ימי המלאי נאמדו ב- **172 ימים בשנה**.

מקדמות מלקוחות - המקדמות מלקוחות נאמדו בהתאם לשיעור מההכנסות, כפי שמשקף מתוצאות השנים 2018-2019 והמחצית הראשונה לשנת 2020. המקדמות מלקוחות נאמדו בהתאם לשיעור של **9.6%** מההכנסות.

שיעור הצמיחה לזמן ארוך

לצורך חישוב ערך השייר נלקח שיעור צמיחה פרמננטי של **3%**.

השקעות הוניות

השקעות הוניות כוללות השקעות במכונות וציוד, רכבים ושיפורים במושכר. במחצית השנייה לשנת 2020 ובשנת 2021 נאמדו ההשקעות ההוניות ברכוש קבוע בהתאם לתחזית שמסרה הנהלת החברה בסך של **125 אלפי דולר ו-400 אלפי דולר**, בהתאמה. משנת 2022 ואילך אמדנו את ההשקעה השנתית השוטפת הנדרשת לשמירה על הקיים בסך של כ- **300 אלפי דולר** בממוצע בשנה. הפחת צפוי להתייבב לרמת ההשקעות ההוניות בשנת 2025.

הוצאות מס

במסגרת החוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959 ("החוק") חברה מועדפת אשר בבעלותה מפעל מועדף תהיה זכאית להטבות מס כמפורט בחוק. התנאים העיקריים, האצורים בחוק, לקבלת הטבות המס האמורות לעיל, מפורטים להלן:

1. על החברה להיות מאוגדת בישראל והשליטה והניהול על עסקיה מופעלים בישראל. קומפיולאב התאגדה בישראל והשליטה בה וניהולה מתבצעים בישראל.
2. מפעל מועדף הוא מפעל תעשייתי העומד בתנאי מפעל בר תחרות, הבחינה מתבצעת מדי שנה לגבי מחזור המפעל באותה שנת מס. מפעל תעשייתי מוגדר בחוק כמפעל בישראל שעיקר פעילותו בשנת המס היא פעילות ייצורית. קומפיולאב, נכון להיום, מפתחת, מייצרת ומשווקת שני קווי מוצר עיקריים: (1) מחשבים זעירים הפועלים באופן עצמאי (Mini PCs); ו- (2) מחשבים על כרטיס (Computer On Module) המוטמעים במוצרים ומערכות של לקוחות החברה. מפעל בר תחרות מוגדר כמפעל המייצא לפחות 25% מכלל המכירות שלו בשנת המס - קומפיולאב מייצאת למעלה מ- 90% ממכירותיה.

לאור האמור לעיל, קומפיולאב רשאית לתבוע הטבות מס תחת מסלול של "מפעל מועדף". למרות זאת, בשל היותה חברת צמיחה ובהתאם להחלטת הנהלתה, נכון להיום קומפיולאב תובעת הטבות מס כ"מפעל מוטב" ולא כ"מפעל מועדף".

יצוין כי בהתאם לתנאים הקבועים כיום בחוק, הנהלת קומפיולאב סבורה כי קומפיולאב תוכל להמשיך ולהיחשב כ"מפעל מועדף" לצרכי הטבות המס גם בעתיד הנראה לעין.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

עד שנת 2013 היו לקומפיולאב הטבות מס תחת מסלול של "מפעל מוטב", ובהתאם קיבלה קומפיולאב פטור ממס על ההכנסה החייבת המיוחסת ל"מפעל מוטב". בהתאם להוראות החוק, במידה שחברה מחלקת דיבידנד מתוך רווחיה הפטורים כאמור, היא תהיה מחויבת בתשלום מס חברות מלא בגין רווחים אלה. קומפיולאב הגישה במסגרת דוח המס לשנת 2012 הודעה על "שנת בחירה" בגין שנת 2012. המשמעות הינה שקומפיולאב תמשיך ליהנות מהטבת מס משנת 2012 ועד לשנת 2021 הכוללת פטור ממס בגין ההכנסה החייבת המיוחסת ל"מפעל מוטב".

יצוין כי גם בגין הרחבה זו, ככל שקומפיולאב תבחר לחלק דיבידנדים, היא תהיה מחויבת בתשלום מס חברות מלא בגין הרווחים המחולקים השייכים ל"מפעל מוטב".

לקומפיולאב קיימת אפשרות לבחור מבין שתי אלטרנטיבות לתשלום מס:

1. הישארות במסלול "מפעל מוטב" הקיים כאמור לעיל; או
2. מסלול "מפעל מועדף" באזור עדיפות לאומית א' לפי שיעור מס של 7.5% המאפשר משיכת רווחים ללא תשלום מס נוסף.

על פי מידע שנמסר על ידי הנהלת טכנופלס, בחרה קומפיולאב להשאר במסלול מפעל מוטב כאמור לעיל. הואיל וקומפיולאב יכולה לשנות את המסלול והואיל ומודל הערכת השווי הינו DCF המניח, בין היתר, חלוקה של הרווחים לבעלי המניות, אמדנו את שיעור המס בהתאם למסלול "מפעל מועדף", קרי, 7.5%.

מחיר ההון

מחיר ההון נקבע בהתאם למודל ה- Weighted Average Cost Of Capital (WACC), דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון, כמפורט בטבלה שלהלן²:

פרמטר	הסבר
WACC	ממוצע משוקלל של מקורות המימון, נקבע על פי הנוסחה: $WACC = K_e \times E/V + K_d \times (1-T) \times D/V$
K_e	שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה, נקבע על פי הנוסחה: $K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + P$
R_f	אמדנו את שיעור הריבית חסרת הסיכון בהתבסס על התשואה לפידיון של אגרות חוב של ממשלת ארה"ב לטווח ארוך.
β	גורנו את ה- β בהתאם לענף המחשבים וציוד היקפי כפי שפורסם באתר Damodaran Online.
$(R_m - R_f)$	פרמיית הסיכון נאמדה בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי, כפי שפורסמה באתר Damodaran Online.
P	שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר גודל.
E/V	$EV = 1 - D/V$
K_d	מחיר החוב הנומינלי.
T	שיעור המס בישראל החל על קומפיולאב.
D/V	שיעור המינוף מחושב על ידי יחס החוב לכלל מקורות המימון $(V = D + E)$.

² יש לציין כי לא נמצאו דומות לקומפיולאב ולכן ה- β נאמדה בהתאם לנתוני הענף כולו כפי שפורסמה באתר Damodarn Online.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בהתאם לפרמטרים אלו, שיעור ההיוון הינו 13.28% כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטר / מקור מימון	שיעור שילוק בחוות הדעת	פירוט / הסבר
β	1.75	בהתבסס על מדגם ענף מחשבים וציוד היקפי כפי שפורסם באתר Damodaran Online
Rf	0.66%	שיעור הריבית חסרת הסיכון בהתבסס על התשואה לפידיון של אגרות חוב של ממשלת ארה"ב לטווח ארוך
(Rm-Rf)	6.26%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי
P	3.16%	בהסתמך על ניסיונו כמעריכי שווי ועל מחקרם של Duff & Phelps
Ke	14.77%	
Kd	4.00%	מחיר החוב של קומפיולאב
D/V	13.41%	בהתבסס על מדגם ענף מחשבים וציוד היקפי כפי שפורסם באתר Damodaran Online
E/V	86.59%	
T	7.50%	שיעור המס שחל על קומפיולאב לטווח הארוך
WACC	13.28%	

נכסים עודפים, נטו

הטבלה שלהלן מציגה את הנכסים העודפים, נטו של קומפיולאב במועד הערכת השווי (אלפי דולר):

נכסים עודפים, נטו	
2,114	מזומנים ושווי מזומנים
(491)	אשראי מתאגידים בנקאיים
(368)	התחייבות בשל הטבות לעובדים
(3)	התחייבות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו
1,253	סה"כ

ניתוח רגישות

הטבלה שלהלן מציגה את שווי קומפיולאב בהתאם לשינויים בשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמננטי (אלפי דולר):

שיעור צמיחה פרמננטי					
2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
51,126	53,159	55,437	58,007	60,931	11.28%
45,876	47,450	49,194	51,136	53,312	12.28%
41,570	42,814	44,179	45,683	47,350	13.28%
37,983	38,983	40,071	41,260	42,565	14.28%
34,948	35,763	36,644	37,600	38,640	15.28%

מחיר ההון



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שווי החזקות טכנופולס

הון המניות בקומפיוולאב הינו הומוגני ומורכב ממניות רגילות בלבד. נכון למועד הערכת השווי מחזיקה טכנופולס ב- 14.62% מהון מניות קומפיוולאב. הטבלה להלן מציגה את השווי ההוגן של החזקותיה של טכנופולס בקומפיוולאב ליום 30 ביוני, 2020 (אלפי דולר):

שווי הוגן החזקות	שיעור החזקה	שווי קומפיוולאב
6,459	14.62%	44,179



Tav Tech Ltd. 3.2

תיאור פעילות החברה

לתיאור פעילות Tav Tech Ltd. (להלן - "טב טק"), ראה סעיף 16.2 לפרק א' לדו"ח התקופתי לשנת 2019 של טכנופלס.

שווי החזקות טכנופלס

שווי טב טק נאמד באמצעות שיטת מכפיל המכירות. על מנת לאמוד את שווי טב טק, השתמשנו במכפיל מכירות האופייני לחברות הפועלות בענף המכשור הרפואי (Healthcare products) כפי שפורסם באתר הכלכלי Damodaran. הענף כולל מדגם של 242 חברות שונות כאשר מכפיל המכירות הינו 5.94. מכפיל המכירות אשר שימש אותנו בחישובינו הינו 5.05 (לאחר הנחת אי סחירות בשיעור של 15%).

מכירות טב טק למחצית הראשונה לשנת 2020 הסתכמו בכ- 1,945 אלפי דולר מתוכם כ- 739.6 אלפי דולר ברבעון השני. בשל אי הוודאות כתוצאה מהשפעת מגפת הקורונה על ענף האסתטיקה, העריכה הנהלת טכנופלס כי תוצאות הרבעון השני אשר הושפע לרעה בצורה מהותית מייצגות את המכירות החזויות למחצית השנייה של 2020, דהיינו, המכירות במחצית השנייה לשנת 2020 תסתכמנה בכ- 1,479 אלפי דולר, בהתאם למכירות טב טק בפועל ברבעון השני לשנת 2020.

בהסתמך על תוצאותיה בפועל של טב טק במחצית הראשונה לשנת 2020 ותחזית מכירותיה למחצית השנייה, בסך כולל של 3,424 אלפי דולר, תוך התחשבות בנכסיה העודפים, נטו, נאמד שווי טב טק בכ- 19.87 מיליון דולר.

שווי טב טק פוצל למספר תרחישים, כשבכל תרחיש חושב שווי החזקותיה של טכנופלס בהתבסס על הזכויות שמוקנות לה בהקשר עם סוגי המניות שבידה. לכל תרחיש ניתנה הסתברות. שני התרחישים העתידיים (הנפקה ראשונית לציבור ומכירה או מיזוג) הונו על ידי מחיר ההון של טב טק.

הטבלה שלהלן מציגה את שווי החזקותיה של טכנופלס בטב טק באמצעות ממוצע משוקלל של התרחישים המהוונים (מיליון דולר):

הנפקה	מכירה / מיזוג	תזרימי מזומנים מפעילות	פשיטת רגל	ממוצע משוקלל
הסתברות לתרחיש שווי חברה עתידי	4%	85%	10%	100%
שווי חברה נוכחי	40	21.48	1.00	19.87
חלק החברה באחוזים	9.32%	9.32%	10.71%	
שווי החזקות	2.30	2.00	0.11	
שווי החזקות משוקלל	0.09	1.70	0.01	1.846



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מחיר ההון - מחיר ההון נקבע בהתאם למודל ה - Capital Asset Pricing Model, שהוא המודל המקובל לאמידת מחיר ההון של חברות או פעילויות. על פי מודל זה, הנוסחה לקביעת מחיר ההון

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + P$$

הינה כאשר:

Rf - נאמד בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב בעלות משך חיים ממוצע של עשר שנים. שיעור הריבית אשר שימש אותנו בחישובינו הינו **0.66%**.

β - נאמדה בהתאם למדגם כולל של 242 חברות הפועלות בענף הציוד הרפואי (Healthcare Products) כפי שפורסם באתר הכלכלי Damodaran.

ה- β אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה **0.95**.

Rm-Rf - נאמדה בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי. פרמיית הסיכון אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה **6.26%**.

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות וגודל. פרמיית הסיכון שנלקחה בעבודתנו הינה **10.91%**³.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון שנקבע הינו **17.51%** כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטרים	
0.95	ביטא (β)
0.66%	ריבית חסרת סיכון לטווח ארוך
6.26%	פרמיית סיכון ישראל
10.91%	פרמיית אי גודל
17.51%	מחיר ההון

ריכוז ממצאים (אלפי דולר):

שווי החזקות ט כנופס	שווי ט ב טק
1,846	19,869

³ בהתאם למחקרם של Duff & Phelps



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

Sagarmatha Ltd. 3.3

תיאור פעילות החברה

לתיאור פעילות Sagarmatha Ltd. (להלן - "סגרמטה"), ראה סעיף 16.1 לפרק א' לדו"ח התקופתי לשנת 2019 של טכנופלס.

שווי החזקות טכנופלס

שווי סגרמטה נאמד באמצעות שיטת מכפיל המכירות. על מנת לאמוד את שווי סגרמטה, השתמשנו במכפיל מכירות האופייני לחברות הפועלות בענף התוכנה (Software Systems & Applications) כפי שפורסם באתר הכלכלי Damodaran. הענף כולל מדגם של 363 חברות שונות כאשר מכפיל המכירות הינו 8.77. מכפיל המכירות אשר שימש אותנו בחישובינו הינו 7.45 (לאחר הנחת אי סחירות בשיעור של 15%).

על פי מידע שהתקבל מהנהלת סגרמטה, שיעור גבוה מהכנסותיה הצפויות של סגרמטה מבוססות על לקוח אחד מהותי (להלן - "לקוח מהותי"). בהיוועץ עם הנהלת טכנופלס החלטנו לקחת מקדם שמרנות של 50% על תחזית ההכנסות מהלקוח המהותי וזאת עקב הסיכון הגלום בהכנסות הצפויות ממנו בעתיד.

כמו כן, בשל אי הוודאות כתוצאה מהשפעת מגפת הקורונה, החליטה הנהלת טכנופלס להתייחס לתחזית המכירות לשנת 2020 שקיבלה מהנהלת סגרמטה, ככזו שתהיה מייצגת עבור שנת 2021.

בהסתמך על תחזית מכירותיה של סגרמטה לשנת 2021, לאחר לקיחת מקדם שמרנות של 50% על ההכנסות החזויות מהלקוח המהותי כאמור, תוך התחשבות בנכסיה העודפים, נטו, נאמד שווי סגרמטה בכ- 33.33 מיליון דולר.

מחיר ההון - מחיר ההון נקבע בהתאם למודל ה-Capital Asset Pricing Model, שהוא המודל המקובל לאמידת מחיר ההון של חברות או פעילויות. על פי מודל זה, הנוסחה לקביעת מחיר ההון הינה $Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + P$ כאשר:

Rf - נאמד בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב בעלות משך חיים ממוצע של עשר שנים. שיעור הריבית אשר שימש אותנו בחישובינו הינו 0.66%.

β - נאמדה בהתאם למדגם כולל של 363 חברות הפועלות בענף ה-Software (System & Application) כפי שפורסם באתר הכלכלי Damodaran. ה- β הלא ממונפת אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה 1.12.

Rm-Rf - נאמדה בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי. פרמיית הסיכון אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה 6.26%.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות וגודל. פרמיית הסיכון שנלקחה בעבודתנו הינה **10.91%**⁴.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון שנקבע הינו **18.56%** כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטרים	
1.12	ביטא (β)
0.66%	ריבית חסרת סיכון דולרית לטווח ארוך
6.26%	פרמיית סיכון ישראל
10.91%	פרמיית אי גודל
18.56%	מחיר ההון

הואיל וההון המניית של סגרמטה הינו הומוגני המורכב ממניות רגילות בלבד שווי החזקות טכנופלס חושב בהתאם לשיעור החזקות.

ריכוז ממצאים (אלפי דולר):

שווי החזקות טכנופלס	
33,325	שווי סגרמטה
3.06%	שיעור החזקה ממוצע טכנופלס
1,020	שווי החזקות טכנופלס

⁴ בהתאם למחקרם של Duff & Phelps



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3.4 Latent Image Technology Ltd.

תיאור פעילות החברה

Latent Image Technology Ltd. (להלן - "ליט"), מפתחת טכנולוגיות למניעת זיופים של מסמכים ומוצרי צריכה מקוריים. הטכנולוגיה שפיתחה ליט עוסקת בתבניות תמונה חבויות המבוססות על פולימרים שעוברים תהליכים כימיים ורדיואקטיביים המיועדת לשוק מניעת זיופים והונאה.

במהלך שנת 2013 זכתה LIT במכרז לייצור בולי מס לסיגריות של ממשלת הפיליפינים. הנהלת החברה מסרה כי מכיוון שנכון למועד הערכת השווי לא זכתה ליט במכרז, הצפי להמשך פעילותה נמצא תחת אי ודאות גדולה. לכן, בהיוועץ עם הנהלת טכנופלס, נאמד בחוות דעתנו השווי ההוגן של ליט בהתאם ליתרת המזומנים שברשותה במועד הערכת השווי.

שווי החזקות טכנופלס

כאמור לעיל, שווי ליט נאמד בהתאם ליתרת המזומנים שברשותה במועד הערכת השווי, כלומר, בסך של **3.05 מיליון דולר**.

הואיל והון המניות של ליט הינו הומוגני המורכב ממניות רגילות בלבד שווי החזקות טכנופלס חושב בהתאם לשיעור החזקתה.

ריכוז ממצאים (אלפי דולר):

שווי החזקות טכנופלס	
שווי ליט	3,050
שיעור החזקה טכנופלס	1.13%
שווי החזקות טכנופלס	34



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4. ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את השווי ההוגן של החזקות טכנופלס בחברות הפורטפוליו ליום 30 ביוני, 2020 (אלפי דולר):

חברה	שווי החזקות
Compulab Ltd.	6,459
Tav-Tech Ltd.	1,846
Sagarmatha Ltd.	1,020
Latent Image Technology Ltd.	34
סה"כ	9,359

5. נספח א'

הטבלה שלהלן מציגה את מכפילי המכירות והביטאות (β) אשר שימשו אותנו בחישובינו בהערכת שווי חברות הפורטפוליו:

חברה מוערכת	ביטא β	מכפיל מכירות	מס' חברות במדגם	ענף
טב טק	0.95	5.94	242	Healthcare Products
סגרמטה	1.12	8.77	363	Software (System & Application)