

מעין ונצ'רס בע"מ



**הערכת שווי של חברות פורטפוליו של
מעין ונצ'רס בע"מ**

ליום 31 בדצמבר 2012

מרץ 2013

מונחים והגדרות

הפניה	הגדרה
איריס	חממה איריס ונצ'רס בע"מ
ההנהלה	הנהלת מעיין
וריאנס	וריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ
חברות הפורטפוליו	חברות הכלולות בפורטפוליו של מעיין והוערכו על ידינו למועד ההערכה כמפורט להלן
מועד ההערכה	31 בדצמבר 2012
מעיין או החברה	מעיין ונצ'רס בע"מ
OPM	Option Pricing Method
WACC	מחיר ההון המשוקלל

19 במרץ 2013

לכבוד,

מר שוקי כהן שרת, סמנכ"ל כספים

בהמשך לבקשתכם, ועל פי ההגדרות והתנאים שנקבעו בהסכם ההתקשרות בין וריאנס לבין מעיין ונצ'ורס, העריכה וריאנס את שוויין ההוגן של אחזקות מעיין בחלק מהחברות הכלולות בפורטפוליו של החברה, לתאריך 31 בדצמבר 2012.

להלן רשימת חברות הפורטפוליו אותן הערכנו (להלן "חברות הפורטפוליו"):

- בי ננו
- רנלסנס
- גיזמוקס

מטרת הערכת השווי הינה לבחון את השווי ההוגן (ראה הגדרה להלן) של אחזקותיה של מעיין בחברות הפורטפוליו לצרכי הדיווח החשבונאי של החברה בלבד. אין להשתמש במסמך זה, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מוריאנס, למעט לצורך צירוף העבודה הנ"ל כנספח לדוחות הכספיים של מעיין המתפרסמים לציבור. ידוע לנו כי תוצאות הערכתנו נועדו לסייע להנהלת מעיין בעריכת דוחותיה הכספיים ולצורכי דיווח חשבונאי על פי כללי התקינה הבינלאומית (IFRS).

שווי הוגן

שווי הוגן של נכס נרכש מוגדר כסכום שבו ניתן לקנות או למכור נכס, בין מוכר מרצון לקונה מרצון, כשלשני הצדדים כל המידע הרלוונטי, במועד ביצוע העסקה. לצורך הערכה נדרשנו להניח מספר הנחות ביחס לפעילותן העתידית של החברות, כאשר ההנחה המרכזית הנה כי החברות הנ"ל פועלות כ"עסק חי" (going concern).

שיטות הערכה

הערכת השווי ההוגן של חברות הפורטפוליו מבוססת על שיטת היוון תזרמי המזומנים. השימוש בגישה זאת לצורך אמידת השווי ההוגן של חברות הפורטפוליו, מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון תזרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים

במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

כאשר מבנה ההון של החברה המוערכת כלל יותר מסוג אחד של מניות, נעשה שימוש בשיטת ה- Option Pricing Method ("OPM") על מנת לבצע הקצאה של השווי בין סוגי המניות השונים (בכורה, רגילות).

מקורות מידע

במסמך ההערכה שלהלן התבססנו על נתונים שנתקבלו מהחברה ומחברות הפורטפוליו ועל נתונים ומידע ציבורי מפורסם על חברות הפורטפוליו ועל הענף. להלן מקורות המידע העיקריים אשר שימשו אותנו בביצוע הערכת השווי:

- א. מידע פיננסי של חברות הפורטפוליו;
- ב. תחזית מכירות ותחזית שריפת מזומנים של חברות הפורטפוליו;
- ג. הסכמי השקעה בחברות הפורטפוליו;
- ד. טבלת הון מניות (Cap table) של כל אחת מחברות הפורטפוליו;
- ה. תקנוני חברות ומסמכי התאגדות (Article of Association - AOA);
- ו. תכנית האופציות ותנאיה של כל אחת מחברות הפורטפוליו;
- ז. מקורות מידע ציבוריים בנוגע לחברות הפורטפוליו ולשוק בו פועלות החברות;
- ח. שיחות עם הנהלת החברה וחברות הפורטפוליו.

יצוין, כי במקרים מסוימים במסגרת הערכת השווי נבצר מוריאנס לקבל נתונים ישירות מחברות הפורטפוליו, לרבות דו"חות כספיים והערכות הנהלה לגבי מכירות עתידיות ומועדי תרחישי האקזיט. במקרים אלו התבססנו על נתונים שהתקבלו מהנהלת מעיין. המידע והנתונים שנתקבלו ממעיין לא נבדקו ו/או אומתו על ידינו בבדיקה בלתי תלויה כי הנם שלמים, מדויקים ומעודכנים, ואין להסתמך עליהם ככאלו. המידע המפורסם הסתמך על מקורות מקובלים הנחשבים לאמינים ומהימנים, אך עם זאת אין אנו מביעים עמדה לגבי נכונותם ושלמותם של נתונים אלו. על נתוני השוק אשר שימשו אותנו בהערכת השווי ביצענו בחינה לגבי רלוונטיות הנתונים וסבירותם.

ניסיון מקצועי של וריאנס ושל מעריך השווי

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

עיקר הממצאים

הטבלה הבאה מסכמת את השווי ההוגן של אחזקות מעיין בכל אחת מחברות הפורטפוליו, בהתבסס על הניתוח שערכנו:

שם החברה	ערך פנקסני באש"ח*	שווי חברה (100%) באש"ח	שווי אחזקת מעיין באש"ח	שיטת הערכה
בי ננו	6,181	14,932	7,808	+DCF OPM
רנלסנס	9,362	22,025	9,687	+DCF OPM
גיזמוקס	12,213	67,033	6,829	OPM

*ערך פנקסני ליום 30 בספטמבר 2012.

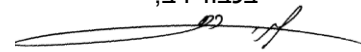
ראוי לציין, כי נכון למועד ההערכה, לא התקבלו המאזנים של חברות הפורטפוליו¹. לפיכך, שווי חברות הפורטפוליו המוצג לעיל (ומפורט בפרק ג' להלן) הינו תחת הנחה כי לחברות הנ"ל אין יתרות מזומן והתחייבויות פיננסיות (נכסים עודפים נטו). לפיכך, שווי הפעילות שווה לשווי ההון העצמי. יודגש כי באם לחברות הפורטפוליו יש נכסים עודפים נטו יש לעדכן את שווי ההון העצמי המצוין לעיל בהתאם.

¹ אלא במקרים ספציפיים אשר מצוינים במסגרת הערכת השווי.

התקשרות ואי תלות

- עבודה זו בוצעה לבקשת מעיין, על פי ההגדרות והתנאים שנקבעו בהסכם ההתקשרות בין מעיין לבין וריאנס. אנו מצהירים בזאת כי אין לנו כל תלות במעיין, ואיננו בעלי עניין במעיין או צפויים להפוך לבעלי עניין בה בעתיד.
- תוצאות העבודה אותה ביצענו אינן תלויות ו/או מושפעות משכר הטרחה אותו קיבלנו עבור השירות. כמו כן, וריאנס לא קיבלה התחייבות לשיפוי כלשהו ממעיין.
- המידע המופיע בעבודה זו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שוויה של מעיין ו/או חברות הפורטפוליו ו/או נכסיהן למשקיע ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם עבור החברה החברות המוערכות ו/או נכסיהן השונים שונה.
- מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות מסמך זה.
- עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות (Due Diligence) ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלול בעבודת בדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של מעיין והחברה.
- תוצאות הערכת השווי הנן רלוונטיות למועד השערוך בלבד ולמטרה עבורה היא בוצעה. כאמור, אין לעשות בהערכת השווי שימוש כלשהו למעט למטרה זו.
- מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה.
- חוות הדעת זו מוגבלת לביצוע הערכת שווי של אחזקותיה של מעיין בחברות הפורטפוליו, והיא בוצעה בכפוף לתנאים והגבלות נוספים המתוארים בנספח א'.
- אנו מתכבדים לספק את הערכת שווי זו להנהלת מעיין ובכל שאלה ועניין הקשורים לעבודה, אנא פנו לוריאנס ייעוץ כלכלי בע"מ בטלפון 6121551 - 03.

בכבוד רב,



וריאנס ייעוץ כלכלי

14 במרץ 2013

תוכן העניינים

פרק א' – תיאור מעיין ונצ'רס	6
פרק ב' – מתודולוגייה	7
פרק ג' – הערכת שווי חברות פורטפוליו	9
1. חברת בי ננו	9
2. חברת רנלסנס	16
3. חברת גיזמוקס	24
נספח א' – תנאים והגבלות	28
נספח ב' – גישות להערכת שווי	28
נספח ג'- פרטי מעריך השווי	31

פרק א' – תיאור מעיין ונצ'רס

1. כלי

מעיין פועלת כחממה טכנולוגית למיזמים עתירי טכנולוגיה. פעילותה של מעיין בתחום כוללת איתור מיזמים פוטנציאליים עתירי טכנולוגיה, קליטתם בחממה כחברות פרויקט, וליווי חברות הפרויקט במשך כל תקופת פעילותן במסגרת החממה. החברה הינה קרן הון סיכון המשמשת כחממה טכנולוגית לחברות החממה שאושרו על ידי לשכת המדען הראשי במשרד התעשייה והמסחר (להלן: "המדען הראשי").

מעיין התאגדה בישראל ביום 31 בדצמבר 1996 כחברה פרטית מוגבלת במניות בשם "המרכז לעידוד יזמות בנגב (מע"ן) בע"מ". מעיין נוסדה על ידי העמותה לעידוד יזמות לפיתוח ידע בנגב ע.ר. (אשר החזיקה את מלוא הונה המונפק של מעיין במועד הקמתה) כחממה טכנולוגית הפועלת במסגרת תכנית החממות הטכנולוגיות של מנהלת החממות שבלשכת המדען הראשי (להלן: "תכנית החממות").

ביום 23 באוגוסט 2005, שונה שמה ל"מעיין ונצ'רס בע"מ". לאחר הנפקת מניות של מעיין לציבור ורישומן למסחר על פי תשקיף שפרסמה ביום 29 בנובמבר 2005, הפכה מעיין לחברה ציבורית. מעיין מפעילה את החממה בפארק תעשיות היי-טק בעומר.

2. תיאור פעילות החברה

פעילותו של היזם במסגרת החממה הטכנולוגית מתבצעת באמצעות חברה המוקמת לצורך כך בשלב בו פועלת חברת הפרויקט. במסגרת תכנית החממות מספקת המדינה, באמצעות המדען הראשי, את רוב תקציב המחקר והפיתוח. החממה הטכנולוגית מצידה מתחייבת לספק לחברות הפרויקט הפועלות במסגרתה, בנוסף למימון מכספי המדען הראשי, מקום פעילות ושירותים תומכים, כגון הנהלת חשבונות ושירותים משפטיים. בתמורה, זכאית החממה הטכנולוגית לשיעור מסוים מהון המניות המונפק של חברת הפרויקט, כפי שיוסכם בין החממה ליזם, בכפוף למגבלות הנקבעות על ידי המדען הראשי.

3. תיאור התפתחות פעילות החממות הטכנולוגיות

תכנית החממות התפתחה בשנת 1991 כתכנית שמטרתה עידוד וטיפוח יזמות טכנולוגית של יחידים (להבדיל מחברות או גופים מאורגנים) ועל ידי יצירת מערך

שיאפשר ליזמים בתחום הטכנולוגי לבצע את עבודת המחקר והפיתוח כדי לממש את רעיונם ולפתחו למוצר עסקי שיאפשר גיוס הון פרטי. החממות האמורות הוקמו כגופים שאינם למטרת רווח.

בשנת 2001 החל המדען הראשי בהליך של הפרטת החממות הטכנולוגיות, באמצעות הפיכת החממות הטכנולוגיות מגופים שאינם למטרת רווח לגופים אשר הינם למטרת רווח. הכספים המוענקים מהמדען הראשי לחברות הפועלות במסגרת החממות המופרטות מועברים מהמדינה כהלוואה לחממה המופרטת ואילו מימון ההוצאות של החממה עצמה, אינו מתבצע על ידי לשכת המדען, כפי שנהוג לגבי חממות ממשלתיות, אלא על ידי החממה עצמה, בין באמצעות הכנסות שונות הקיימות לחממה ובין באמצעות מימון אחר אותו מגייסת החממה הטכנולוגית.

ביום 19 בדצמבר 2002 נחתם הסכם בין החברה לבין ממשלת ישראל לבין המדען הראשי, להפעלת החברה כמרכז יזמות למחקר ופיתוח תעשייתי בתנאי חממה החל מיום 1 במרץ 2003 ועד ליום 28 בפברואר 2006. בתאריך 24 בנובמבר 2005 אישרה ועדת החממות את הארכת הזיכיון בשלוש שנים החל מחודש מרץ 2006 ועד לחודש פברואר 2009. ביום 18 בדצמבר 2008 אישרה ועדת החממות את בקשת החברה לתקופת זיכיון נוספת של שלוש שנים, עד ליום 31 בדצמבר 2011. ראוי לציין, כי ביום 01/01/2011 שונה מודל החממות.

בחודש יולי 2006 רכשה מעיין 80% ממניות חממת דימונה הפועלת כחממה טכנולוגית פריריאלית וממוקמת בפארק התעשייה רותם בעיר דימונה. בחודש ינואר 2010 התקשרה החברה עם רותם ונצ'רס (להלן "רותם") בהסכם לפיו תרכוש מעיין מרותם 20 מניות רגילות של חממת דימונה, בנות 1.00 ש"ח ע"נ כל אחת אשר היוו נכון למועד הרכישה 20% מהון המניות המונפק של חממת דימונה. ביום 16 בפברואר 2010, הושלמה העסקה עם רותם ונכון למועד דו"ח זה מחזיקה מעיין ב-100% ממניות חממת דימונה ודירקטוריון חממת דימונה מונה שני דירקטורים מטעם מעיין. מאז הרכישה פועלת חממת רותם כאתר של מעיין ונצ'רס.

בחודש פברואר 2007 השלימה מעיין את רכישת 95% ממניות איריס ונצ'רס בע"מ הפועלת כחממה טכנולוגית פריריאלית בשדה בוקר. בחודש אוגוסט 2008 מימשה מעיין אופציה שניתנה לה בהסכם רכישת מניות איריס ונצ'רס והגדילה אחזקותיה ל-99% ממניות איריס ונצ'רס בע"מ.

פרק ב' – מתודולוגייה

1. כללי

השווי ההוגן של נכס נרכש לצורכי דיווח חשבונאי הנו המחיר בו תועבר בעלות ממוכר מרצון לקונה מרצון, שלא בכפיה, כשלשני הצדדים מידע על כל העובדות הרלבנטיות במועד הערכת השווי ושלא במצב של חדלות פירעון.

ניתן לחלק את מתודולוגיית הערכת השווי לשלוש גישות עיקריות: גישת ההכנסות (Income Approach), גישת השוק (Market Approach) וגישת העלות (Cost Approach), בנספח ב' מפורטות הגישות השונות.

בהתחשב באופיין ובשלב חייהן של חברות הפורטפוליו, בחרנו להשתמש בגישת ההכנסות, בהתאם לאופי החברות המוערכות. גישה הנ"ל נבחרה כשיטת ההערכה המתאימה ביותר להערכת שווי של חברות הפורטפוליו בשל העובדה כי הינן חברות הבוגרות יחסית אשר החלו בשלב המכירות.

גישת ההכנסות באמצעות שימוש במודל היוון תזרימי המזומנים כאשר יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לחברה הספציפית והתייחסותה לגורמים ייחודיים בה.

2. הערכת שווי חברות הפורטפוליו – גישת השוק

גישת השוק (Market Approach) מתבססת על מידע הנאסף ממחירי שוק בעסקאות בנכסים דומים. לאחר איסוף המידע, מבוצעות התאמות לנכסים אלו על מנת שישקפו באופן נאות את המצב והשימושיות של הנכס המוערך באופן יחסי לנכסים הדומים בשוק.

גישת השוק – שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל". יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים

תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

גישת השוק – שימוש בעסקאות במניות בכורה של החברה כבסיס לשווי הוגן

לדעתנו, העסקאות השונות שנעשו במניות הבכורה של חברות הפורטפוליו מהוות אינדיקציה להערכת שווי החברות מהסיבות הבאות:

1. בעסקאות נקבע מחיר למניות הבכורה של החברה;
2. שיעורי האחזקה של בעלי המניות לפני העסקאות שונו בעקבות העסקה; בעלי מניות חדשים הצטרפו לרשימת בעלי המניות של החברה.

3. מתודולוגיה להערכת שווי מניות

באפריל 2004, פרסם כוח משימה של ארגון העל של רואי החשבון בארצות הברית, AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) הנחיה ("הנחיה") בנושא הערכת שווי ניירות ערך של חברה פרטית.

למרות שהנחיה זו אינה תקן ולא אושרה רשמית ע"י הרשות לניירות ערך האמריקאית, משרדי ר"ח החלו להתבסס עליה ככלי להערכת מחירי מניות בחברות פרטיות.

ההנחיה מתארת שלוש שיטות להקצאת שווי מניות וכן את היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות. ההנחיה בייחוד דוחה את השימוש ב"כלל אצבע" בהקצאת שווי בין מניות בכורה ומניות רגילות, כדוגמת תמחור מניות רגילות ב-10% ממחיר מניות הבכורה.

השיטות להקצאת שווי מניות ע"פ ההנחיה הן:

1. שיטת הערך הנוכחי (Current Value Method);
 2. שיטת תמחור האופציות (Option Pricing Method - OPM);
 3. שיטת ממוצע משוקלל של הסתברויות תרחישים והתשואה הצפויה בהם (Probability-Weighted Expected Return Method).
- ההנחיה מציעה שהשיטה הנבחרת תיקח בחשבון את שלבי התפתחות החברה. בנספח ב' מפורטות הגישות השונות להערכת שווי מניות.

שיטת תמחור האופציות (OPM)

בהערכת השווי נבחרה שיטת תמחור האופציות להערכת שווי אחזקות מעיין בכל חברות הפורטפוליו שבהן יש יותר מסוג אחד של מניות

שיטה זו בוחנת כל סדרת מניות כאופציית רכש (call option) על כל או חלק משווי החברה. שיטה זו משתמשת במודלים לתמחור אופציות כדוגמת בלק ושולס או סימולציית מונטה קרלו כדי לקבוע את מחירה של כל אופציית רכש.

היתרון בשיטה זו טמון בכך שהיא לוקחת בחשבון את השפעת התנאים הנלווים למניות הבכורה עבור טווח של תאריכים ושווים שונים לאירועי אקזיט. חסרונות שיטה זו מתבטאים בכך שהיא מורכבת ליישום ובעלת רגישות להנחות מרכזיות. ההנחיה של כוח המשימה מסכמת ששיטה זו מתאימה לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים.

לצורך יישום השיטה, בחרנו בסימולציית מונטה קרלו הכוללת מספר רב של תרחישים על פי התנודתיות הצפויה של כל חברה ושאף יכולה להתחשב באופן מדויק יותר בהעדפות ההנזלה של סוגי המניות השונים וכן במימושים צפויים של אופציות אשר הונפקו בחלק מהחברות.

פרק ג' – הערכת שווי חברות פורטפוליו

1. חברת בי ננו

1.1 כללי

חברת בי-ננו בע"מ (להלן: "בי-ננו" או "החברה") עוסקת בפיתוח ושיווק מערכת הדמיה מיקרוסקופית המאפשרת בחינת עצמים אשר אינם מצויים בסביבת ריק, באיכות של מיקרוסקופ אלקטרוני.

מיקרוסקופים נמצאים בשימוש במגוון מקומות בחינוך, כגון במחקר ופיתוח, רפואה, מדעי החיים, בתעשיית המוליכים למחצה (Semiconductors) ועוד. מיקרוסקופ אופטי, המיקרוסקופ השכיח ביותר, הינו מיקרוסקופ בעל רזולוציה מוגבלת. מיקרוסקופים בעלי רזולוציה גבוהה, כמו מערכת הדמיה אלקטרונית (SEM) הקיימים כיום, עובדים בסביבת ואקום בלבד. סביבה זו אינה נגישה ונוחה ולכן נוצר הצורך בפיתוח מערכת הדמיה מיקרוסקופית חדשה. בי-ננו פיתחה את טכנולוגיית airSEM המאפשרת לצפות באובייקטים בגודל של כ-10 ננומטר בתנאי האוויר החופשי, בלא צורך להשתמש בתא ואקום, כמקובל במיקרוסקופים אלקטרוניים במימדים אלה. הטכנולוגיה מאפשרת לבדוק אובייקטים ביולוגיים ולא-ביולוגיים, בכל מצבי הצבירה, ולבצע ניתוח של הרכב החומרים באמצעות טכנולוגיית EDX.

מוצרים ושירותים

המערכת המיקרוסקופית שפיתחה בי-ננו מספקת פתרונות בשני תחומים עיקריים:

1. **תחום המיקרוסקופים למחקר** – מערכת ההדמיה המיקרוסקופית פרי פיתוחה של החברה, משלבת בין המיקרוסקופ האופטי לטכנולוגיית ה-airSEM. המערכת מאפשרת רזולוציה גבוהה פי 10 מהרזולוציה הקיימת במיקרוסקופ אופטי ללא הצורך בסביבת ואקום, ובכך נותנת מענה לצרכים של המשתמשים במערכת הנ"ל. פעילות בי-ננו כוללת פיתוח של מערכת שלמה סביב המיקרוסקופ אשר תשרת את הצרכים האקדמיים והמחקריים, כגון מעבדות באקדמיה וכו'.
2. **תחום תעשיית הצגים השטוחים (FPD – Flat Panel Display)** – כיום, תחום ייצור המסכים השטוחים עובר ברובו לשימוש בטכנולוגיית LED, מעבר המצריך שיפור באפיון תהליך הייצור. היות והטכנולוגיה אותה פיתחה בי-ננו מאפשרת עבודה בסביבה שאינה ריק מוחלט, שילובה בתהליך הייצור מאפשר אפיון בעיות

ביתר קלות, ובזמן קצר משמעותית לעומת הזמן הנדרש בשימוש בטכנולוגיות אחרות הקיימות כיום.

טטוס פיתוח

נכון למועד ההערכה, סיימה בי-ננו את פיתוח המוצר הבסיסי בתחום המיקרוסקופיים, אשר משלב טכנולוגיה אופטית ואת טכנולוגיית ה-airSEM של החברה. במהלך שנת 2012 אף נמכרה מערכת מיקרוסקופ ראשונה למוסד אקדמי יוקרתי בארה"ב. שלבי הפיתוח הבאים בתחום המיקרוסקופים למחקר כוללים התאמות לתחום המחקר והדיאגנוסטיקה, ולתחום מחקר פני השטח.

בתחום תעשיית הצגים השטוחים ממשיכה החברה לפעול במסגרת הסכם שיתוף פעולה אסטרטגי שנחתם בדצמבר 2011, עם חברה קוריאנית המייצרת מוצרי בדיקה לשוק הצגים השטוחים (FPD) והפאנלים הסולאריים. במסגרת שיתוף הפעולה התחייבה יצרנית הצגים לרכוש מוצרים מבי-ננו וכן, להעביר לחברה סכום של 4.4 מיליון דולר על פני תקופת הפיתוח המתוכננת, לפי תנאי ההסכם. עד לסיום תהליך הפיתוח, ישולבו מוצרי בי-ננו כחלק ממערכות לבדיקת צגים שטוחים של היצרנית. תמורת הסכום הנ"ל, תבטיח החברה הקוריאנית כי מוצרי בי-ננו המיועדים לתעשיית הצגים השטוחים, יסופקו לה בצורה בלעדית ובתנאי תשלום מוסכמים מראש. בנוסף לפיתוחי החברה בתחום התעשייה, מתכננת בי-ננו להמשיך בפיתוח הטכנולוגיה במערכת ההדמיה המיקרוסקופית, אשר תשמש למטרות אקדמיות ומחקריות, כאמור.

1.2 ניתוח תוצאות עסקיות

עד לשנת 2012 לא היו לחברה מכירות ופעילותה כללה מחקר ופיתוח טכנולוגיות החברה. לפיכך, ניתוח פעילות על סמך דוחות כספיים אינו רלוונטי.

1.3 הערכת שווי

שווי פעילות בי-ננו הוערך על ידי שימוש במודל היוון תזרימי המזומנים. ההערכה באמצעות מודל זה מתבססת על אומדן תזרימי המזומנים הצפויים מפעילותה של בי-ננו על פני אופק התחזית. בבסיס גישה זו ההנחה כי החברה הינה "עסק חי" אשר תמשיך בפעילותה העסקית הנוכחית לאורך אופק פעילות אינסופי. השווי הכלכלי של החברה הינו השווי הכלכלי הנכסי של פעילותה העסקית של החברה בתוספת נכסים עודפים ובניכוי התחייבויות פיננסיות.

בבניית תחזית הרווח וההפסד של בי-ננו התבססו על תחזיות פיננסיות ונתונים אחרים שהתקבלו מהנהלת החברה, לרבות תוצאות בפועל של הפעילות העסקית של בי-ננו, ביחד עם נתונים ציבוריים על החברה ועל הענף.

חשוב לציין, כי בעבודתנו התבססנו על מאזן בוחן לא סקור או מבוקר וכי העבודה מסתמכת על נתונים ומידע המעודכנים ביותר שנתקבלו מהנהלת בי-ננו. שינויים משמעותיים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות שנלקחו בעבודה, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות הערכת השווי.

להלן פירוט הנחות היסוד ששימשו אותנו בהערכת השווי:

הכנסות – לבי-ננו הכנסות משני תחומים עיקריים: מערכות מיקרוסקופיות לתחום תעשיית הצגים השטוחים ומערכות מיקרוסקופ המשלבות מיקרוסקופ אופטי ואת טכנולוגיית ה-airSEM של החברה, המיועדות לאקדמיה ולמעבדות מחקר. בתחום תעשיית הצגים השטוחים פועלת החברה במסגרת הסכם שיתוף פעולה עם יצרנית קוריאנית גדולה. לחברה הקוריאנית בלעדיות על מוצרי בי-ננו והמערכות הנרכשות מותקנות בקווי ייצור של מסכי LED שטוחים. כחלק מההסכם שנחתם בין החברות, התחייבה היצרנית הקוריאנית לרכישת כמות מינימאלית של מערכות בשנים 2012 ו-2013, וכן התחייבה להעברת סכומים מהותיים בשנים הנ"ל, לטובת המשך פיתוח טכנולוגיית החברה בתחום הצגים השטוחים. הסכומים אשר יועברו להמשך הפיתוח לא נלקחו בחשבון בתחזית ההכנסות אלא כקזוז הוצאות מחקר ופיתוח בשנים שיתקבלו. בשנים 2013 ו-2014 הונח כי הכנסות מתחום זה יסתכמו בכ-3.2 מיליון דולר (מתוכם 1.7 מיליון דולר מובטחים, כחלק מהסכם שיתוף הפעולה) ובכ-6.2 מיליון דולר, בהתאמה, בהתאם לתחזיות החברה. הגידול הצפוי בשנת 2015 נובע מגידול חזוי בהכנסות היצרנית הקוריאנית אשר, להערכת החברה, יגבירו את ביקוש היצרנית למוצרי בי-ננו. בתחום המיקרוסקופים למחקר, חוזה החברה בשנת 2013 מכירות של שתי מערכות בסיסיות למוסדות אקדמיים. בהתאם לתקציב החברה, הכנסות בשנה זו צפויות להסתכם בכ-0.8 מיליון דולר. בשנת 2014 הונח כי ההכנסות יכללו מכירת מספר מערכות נוספות ויסתכמו כ-1.5 מיליון דולר. משיחות עם הנהלת החברה עולה כי קהל היעד של המוצרים בשנים 2013-2014 הינם מוסדות אקדמיים ויקרתיים ברחבי העולם אשר יפרסמו במהלך התקופה מאמרים על מחקרים שבוצעו בעזרת המערכת, ובכך יתמכו בחדירה מהירה יותר של טכנולוגיות החברה לשוק המיקרוסקופים למחקר.

בשנים 2015 ואילך צפויות ההכנסות ממכירות מערכות מיקרוסקופים למחקר לצמוח משמעותית עקב פרום וסיום פיתוח והתחלת מכירות של מערכות מיקרוסקופים לתחום מדעי החיים ולתחום פני השטח. מערכות אלו מתבססות על המערכת הבסיסית הקיימת של החברה, בשילוב התאמות לתחומים השונים, אשר החברה צופה לפתח במהלך השנתיים הקרובות. כלל הכנסות החברה בשנים 2013 ו-2014 צפויות להסתכם בכ-4 מיליון דולר ובכ-7.7 מיליון דולר, בהתאמה. בשנים 2015 ואילך צפויות הכנסות החברה לגדול מכ-12.6 מיליון דולר לכ-26.3 מיליון דולר בשנת 2019, השנה המיוצגת. שיעורי הגידול בהכנסות בשנים אלו צפויים לרדת מ-63% ל-5%, בשנה המיוצגת.

עלות המכר – משיחות שניהלנו עם הנהלת החברה עולה כי שיעור עלות המכירות לתעשיית הצגים השטוחים ובמסגרת הסכם שיתוף הפעולה, עומד על 63% מההכנסות מכלל מכירות אלו. להערכת החברה, שיעור זה יישמר לאורך שנות התחזית.

בתחום המיקרוסקופים למחקר, צפויה עלות המכר להסתכם בשיעור של 79% בשנים 2013-2014. שיעור עלות המכר הגבוה יחסית בשנים הנ"ל נובע ברובו מעלות חומרי הגלם, וכן ממכירות צפויות של מערכות מיקרוסקופים במחירים נמוכים, וזאת במטרת חדירה לשוק וגיוס לקוחות אסטרטגיים ומשפיעים בתחום (כגון מוסדות מחקר אקדמיים ויקרתיים וכו'). בשנים הבאות צפויה עלות המכר של מוצרי החברה בתחום המיקרוסקופים למחקר, לרדת משיעור של 50% מההכנסות בשנת 2015 ועד לשיעור של 37% מההכנסות בשנת 2017 ואילך, עקב ירידה בעלות חומרי הגלם ועלייה במחירי המכירה של מוצרי החברה.

עלות המכר הכוללת של החברה בשנים 2013 ו-2014 צפויה להסתכם בכ-2.6 מיליון דולר ובכ-5.1 מיליון דולר, בהתאמה, המהווים כ-66% מכלל ההכנסות. בשנים 2015 ואילך ירד השיעור המשוקלל של עלות המכר מכלל ההכנסות מ-59% ועד ל-50% בשנת 2017 ואילך.

הוצאות מחקר ופיתוח – הוצאות המחקר ופיתוח כוללות הוצאות בגין מחקר ופיתוח נטו והוצאות בגין החזר התחייבות למדען הראשי. במהלך 2012 סיימה החברה את פיתוח המוצר הבסיסי לתחום המיקרוסקופים למחקר המשלב מערכת אופטית ואת טכנולוגיית ה-airSEM. במהלך השנים הקרובות מתכננת החברה לפתח התאמות למוצר הבסיסי שיאפשרו עבודה בתחום מדעי החיים, ובתחום פני השטח. להערכת החברה, סבב גיוס נוסף ממשקיעים יאפשר פיתוח מואץ של המוצרים הנ"ל. עם זאת,

מהמחזור ירדו הוצאות הנהלה וכלליות בהדרגתיות מכ-9% מההכנסות בשנת 2013 לשיעור של 7% בשנת 2016 ואילך.

מס – שיעורי המס יסתכמו בהתאם לשיעור מס החברות בישראל, 25% לאורך שנות התחזית. בנוסף, לחברה הפסדים צבורים לצרכי מס בסך של כ-3.3 מיליון דולר, אשר נלקחו בחשבון בחישוב המס.

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

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	באלפי דולר
20,182	19,221	17,198	14,172	11,060	7,700	4,000	הכנסות
5%	12%	21%	28%	44%	93%		שיעור גידול
10,808	10,293	9,255	7,983	6,578	5,091	2,648	עלות המכר
9,375	8,928	7,943	6,189	4,482	2,609	1,352	רווח גולמי
46%	46%	46%	44%	41%	34%	34%	% מההכנסות
2,624	2,499	2,408	2,126	1,991	1,925	350	הוצאות מחקר ופיתוח
-	-	-	-	152	231	120	התחייבות למדען הראשי
2,127	2,026	1,762	1,305	870	435	232	הוצאות מכירה ושיווק
1,514	1,442	1,289	1,062	857	625	350	הוצאות הנהלה וכלליות
3,110	2,962	2,484	1,696	613	(607)	300	EBITDA
15%	15%	14%	12%	6%	-8%	8%	% מההכנסות
202	137	108	81	59	41	30	פחת
2,908	2,825	2,376	1,614	554	(649)	270	רווח תפעולי
14%	15%	14%	11%	5%	-8%	7%	% מההכנסות

בהערכת השווי לא הונח גיוס נוסף. בתחום תעשיית הצגים השטוחים, הואצו שלבי הפיתוח של החברה במהלך שנת 2012 בשל הסכומים המהותיים שהתקבלו למטרות אלו מיצרנית הצגים הקוריאנית. בשנים 2013-2015 צפויים להתקבל סכומים נוספים בגובה של כמיליון דולר לשנה עבור המשך פיתוח. בשנת 2013 צפויות הוצאות המחקר ופיתוח נטו (הוצאות מחקר בניכוי הסכומים שצפויים להתקבל מיצרנית הצגים לטובת המשך פיתוח) להסתכם בכ-0.35 מיליון דולר, וזאת בהתאם לתקציב החברה. בשנת 2014 הונח כי יסתכמו הוצאות אלו בכ-1.9 מיליון דולר. בשנים 2015 ואילך הונח כי הוצאות המחקר ופיתוח נטו, יעמדו על שיעור של כ-20% מההכנסות אשר ירד בהדרגתיות ל-13% מהכנסות החברה, בדומה לחברות מתחרות ועל מנת לשמור על היתרון הטכנולוגי של החברה בשוק.

התחייבות למדען הראשי – על פי ההנהלה, לחברה התחייבות למדען הראשי בסך של כ-0.5 מיליון דולר. ע"פ ההסכם עם המדען החברה מחויבת לשלם למדינה תמלוגים מהתמורה שתתקבל ממכירת המוצרים או הידע שיפותח במסגרת התוכנית, או ממכירת זכויות כלשהן עד לגובה מענק המחקר ופיתוח שהתקבל, בתוספת ריבית ליבור למועד המענק. שיעור התמלוגים השנתי המועבר למדען הראשי עומד על שיעור של 3% בשלוש וחצי השנים הראשונות להכנסות החברה, ועל שיעור של 3.5% בתקופה המאוחרת מכך. לפיכך, בהערכתנו נלקח ההחזר הנ"ל בהתאם לתחזית המכירות וע"פ התנאים המפורטים לעיל.

הוצאות מכירה ושיווק – הוצאות המכירה ושיווק של בי-ננו כוללות בעיקר הוצאות בגין פעילות בתחום המיקרוסקופים למחקר. בתחום תעשיית הצגים, חתומה החברה על הסכם בלעדיות עם יצרנית הצגים הקוריאנית, ועל כן, הוצאות המכירה והשיווק הנדרשות לטובת הפעילות בתחום זה זניחות. על פי הערכות הנהלת החברה עולה כי הוצאות המכירה ושיווק הכוללות יהיו כ-29% מההכנסות המתקבלות ממכירות בתחום המיקרוסקופים למחקר לאורך שנות התחזית. בהתבסס על שיעור זה הונח כי הוצאות המכירה ושיווק בשנת 2013 יעמדו על כ-0.2 מיליון דולר ויגדלו לכ-2.2 מיליון דולר בשנת 2019, השנה המייצגת.

הוצאות הנהלה וכלליות – הונח כי הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה בשנת 2013 יסתכמו בכ-0.35 מיליון דולר, בהתבסס על תקציב החברה. בשל אופיין הקבוע ברובו של הוצאות אלו, יגדלו ההוצאות בצורה חלקית עם הגידול בהכנסות החברה. כשיעור

1.3.1 התאמות לתזרים הנקי

השקעות – על פי הנהלת החברה, השקעות בי-ננו ברכוש קבוע בשנת 2013 יסתכמו בכ-50 אלפי דולר. בשנים הבאות הונח כי השקעות החברה כשיעור מההכנסות ירד בהדרגה מ-1.4% מההכנסות בשנת 2014 עד ל-1% מההכנסות בשנת 2018 ואילך, בדומה לשיעור הממוצע של חברות בתחום. בשנה המייצגת הונח כי ההשקעות תהיינה בגובה הפחת.

הון חוזר – תזרים המזומנים של החברה הוערך בהתאם להנחות החברה לגבי ימי אשראי ללקוחות וספקים.

מחיר הון - 23%.² לצורך אמידת מחיר ההון יישמנו את מודל הממוצע המשוקלל של עלות ההון (WACC) לאחר מס על מנת לשקף את הסיכון הגלום בתזרימי המזומנים של החברה.

ערך שייר (residual value) – בחישוב הערך השייר של החברה חישבנו את תזרים המזומנים לשנת 2019, השנה מייצגת. הונח כי תזרים המזומנים המייצג יצמח בכ-5% בשנה.

1.3.2 תחזית תזרים מזומנים

להלן תחזית תזרים המזומנים הצפוי של בי-ננו (אלפי דולר):

אלפי דולר	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
רווח תפעולי	270	(649)	554	1,614	2,376	2,825	2,908
מס	-	-	-	-	222	706	727
רווח תפעולי לאחר מס	270	(649)	554	1,614	2,154	2,119	2,181
פחת	30	41	59	81	108	137	202
השקעות	(50)	(96)	(133)	(170)	(189)	(192)	(202)
הון חוזר	(2,692)	(307)	(369)	(338)	(340)	(205)	(94)
תזרים מזומנים פנוי	(2,442)	(1,010)	111	1,188	1,733	1,859	2,087
ערך שייר							12,888
תזרים מזומנים מהוון	(2,211)	(750)	68	592	708	623	5,016

שווי הפעילות של בי-ננו, נכון ליום 31 בדצמבר 2012 נאמד בכ-4 מיליון דולר (במעוגל).

² מחיר ההון חושב על בסיס הפרמטרים הבאים: ריבית חסרת סיכון – 2.54% - תשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לתקופת פדיון של 20 שנים ליום 31 בדצמבר 2012; ביטא לא ממונפת- 1.34 בהסתמך על ממוצע חברות המדגם: Camtek Ltd., Orbotech Ltd, Cognex Corporation, Mattson Technology, Rudolph Technologies Inc.; פרמיית שוק – 6.62% בהסתמך על 2012 Ibbotson; פרמיית מניה קטנה – 9.81% בהסתמך על 2012 Ibbotson; חלק ההון העצמי-100% בהתאם ליחס ההון העצמי של החברה.

1.3.3 סיכום הערכת השווי

לשווי פעילות בי-ננו שהתקבל הוספנו נכסים עודפים והפחתנו התחייבויות עודפות, שאינם משמשים את הפעילות השוטפת. **יש לציין כי הנתונים מבוססים על מאזן בוחן לא מבוקר (או סקור), שהעבירה הנהלת החברה. שינויים ביתרות אלה ישפיעו באופן ישיר על שווי החברה.**

להלן סיכום הערכת שווי בי-ננו ליום 31 בדצמבר 2012 (באלפי דולר):

אלפי דולר	
שווי פעילות	4,046
בתוספת נכסים עודפים ³	683
בניכוי התחייבויות פיננסיות	-
דיסקאונט בגין אי סחירות ⁴	(744)
שווי כלכלי (במעוגל)	4,000

לאור האמור לעיל, השווי הכלכלי (מעוגל) של חברת בי-ננו, נכון ליום 31 בדצמבר 2012 נאמד בכ-4 מיליון דולר, כ-14.9 מיליון ש"ח⁵.

1.3.4 ניתוח רגישות

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

	23%	24%	25%	26%	27%
2%	4,200	3,700	3,400	3,000	2,700
3%	4,400	3,900	3,500	3,200	2,900
4%	4,700	4,200	3,800	3,400	3,000
5%	5,000	4,500	4,000	3,600	3,200
6%	5,400	4,800	4,200	3,800	3,400
7%	5,800	5,100	4,500	4,000	3,600

מאחר ולבי-ננו ישנם מספר סוגי מניות ובניהן בכורה הכוללות זכויות העדפה השתמשנו בשיטת ה-OPM להקצאת השווי בין סוגי המניות השונים.

1.4 מבנה ההון של החברה וסוגי המניות

נכון ליום ההערכה, מבנה ההון של החברה כולל שלושה סוגי מניות, כמפורט בטבלה הבאה:

הטבלה שלהלן מציגה את מבנה ההון של החברה נכון למועד ההערכה:

סוג מניות	מועד הנפקה מקורי	מספר מניות	מחיר הרכישה המקורי למניה
מניות בכורה A*	08/07/07	42,000	\$18.12
מניות בכורה B	10/01/2010	15,493	\$29.69
מניות בכורה B	10/06/2010	3,368	\$29.69
מניות בכורה B	15/01/2011	16,563	\$29.69
מניות רגילות (מייסדים)		56,500**	

* מחיר הרכישה המקורי העומד על 67.65 ש"ח, הומר לדולר ארה"ב בשע"ח למועד ההערכה (3.733 ש"ח לדולר).

** כולל 8,500 כתבי אופציה למניות רגילות, במחיר מימוש אפסי.

³ הנכסים העודפים של החברה למועד ההערכה כוללים יתרת מזומן בגובה 504 אלפי דולר ויתרת פיקדונות לזמן קצר בסך 179 אלפי דולר.

⁴ דיסקאונט בגין אי סחירות של החברה נקבע על שיעור של כ-16% והתבסס על מודל פיננסי לחישוב אי סחירות. מקור: Finnerty, John. "An Average-Strike Put Option Model of the Marketability Discount", Journal of Derivatives, Summer 2012.

⁵ הומר לדולר ארה"ב בשער חליפין למועד ההערכה (3.733 ש"ח לדולר).

1.5 התנאים הנלווים של מניות הבכורה

בהתאם לתקנון החברה למניות הבכורה יש זכויות עדיפות מאלו של המניות הרגילות במקרה של פירוק החברה ע"פ הגדרתו בתקנון⁶.

זכויות בחלוקת נכסי החברה (Liquidation Preference):

א. זכויות דיבידנד:

כל מניית בכורה מזכה את המחזיק בה בדיבידנד, אם וכאשר תחליט מועצת המנהלים על חלוקת דיבידנד, בגובה של 8% שנתי ממחיר הקנייה הראשוני של המנייה, מחושב מיום הנפקתה ועד יום החלוקה, פחות הדיבידנדים למניות בכורה ששולמו ע"י החברה בעבר.

לאחר חלוקת הדיבידנד המלא לבעלי מניות הבכורה יחולק הסכום הנותר בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה בדילול מלא.

ב. זכויות בחלוקת נכסי החברה (Liquidation Preference):

בכל אירוע של חיסול, פירוק או פשיטת רגל של החברה, מיזוג או רכישה, בכפוף לתנאי החוק, כל הנכסים הזמינים של החברה (לרבות, במקרה של ראורגניזציה, מיזוג או קונסולידציה, אשר התקבלו ע"י החברה או ע"י בעלי המניות) יחולקו כדלקמן:

לפני חלוקה לכל בעל מניות אחר, כל בעל מניית בכורה מסוג B זכאי לקבל בעבור כל מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר הקנייה הראשוני של המנייה בתוספת ריבית של 8% לשנה מיום הנפקתה ועד יום החלוקה. בנוסף, סכום השווה לסך הדיבידנדים אשר הוכרזו ולא חולקו, פחות דיבידנדים למניות בכורה מסוג B ששולמו ע"י החברה. באם סכום החלוקה נמוך מהסכום הכולל המגיע למחזיקי מניות הבכורה מסוג B, יחולק הסכום באופן יחסי בין מחזיקי מניות בכורה מסוג זה ע"פ שווי הסכום לו הינם זכאים.

מהסכום שנותר לאחר שכל בעלי מניות בכורה מסוג B קיבלו את חלקם המלא, כל בעל מניות הבכורה מסוג A זכאי לקבל בעבור כל מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר הקנייה הראשוני של המנייה בתוספת ריבית של 8% לשנה מיום הנפקתה ועד

⁶ פירוק החברה כולל גם אירוע של מיזוג או רכישה עם חברה אחרת.

יום החלוקה. בנוסף, סכום השווה לסך הדיבידנדים אשר הוכרזו ולא חולקו, פחות דיבידנדים למניות בכורה מסוג A ששולמו ע"י החברה. באם סכום החלוקה נמוך מהסכום הכולל המגיע למחזיקי מניות הבכורה מסוג A, יחולק הסכום באופן יחסי בין מחזיקי מניות בכורה הנ"ל ע"פ שווי הסכום לו הינם זכאים.

לאחר שבעלי מניות הבכורה קיבלו את חלקם המלא, יחולק הסכום הנותר בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה.

כל מניות הבכורה בחברה יהפכו למניות רגילות באופן אוטומטי באירוע של הצעת מניות בהנפקה לציבור (Qualified Public Offering). אם סכום החלוקה הכולל לבעלי המניות על בסיס דילול מלא יהיה בגובה \$75,000,000, אז יחולק הסכום ע"ב אחזקתם בחברה של כל בעלי המניות (בדילול מלא) וללא זכויות ההעדפה של בעלי מניות הבכורה.

הטבלה שלהלן מציגה את הזכויות למניות הבכורה (Liquidation Preference).

נכון למועד ההערכה:

מניות בכורה B	מניות בכורה A	
35,424	42,000	מספר המניות
\$29.69	\$18.12	מחיר הרכישה למניית בכורה
\$1,051,871	\$761,130	זכויות בהנזלה (אלפי ש"ח)
8%	8%	ריבית
\$1,483,536	\$1,353,798	זכויות בהנזלה כולל ריבית*

* על בסיס ההנחה לגבי מועד הנזלת נכסי החברה.

1.6 הערכת שווי המניות למועד ההערכה

שלב החישוב

- הצבת שווי החברה הנגזר – כ-4,000 אלפי דולר (כמתואר בפרק הערכת שווי החברה, לעיל);

סוג מניות	מספר מניות	שווי למניה	שווי אחזקות באלפי \$	שווי אחזקות באלפי ₪*
מניות בכורה A	42,000	\$34.54	\$1,451	5,416 ₪
מניות בכורה B	12,126	\$52.83	\$641	2,392 ₪
סה"כ	54,126		\$2,092	7,808 ₪

* האחזקות הומרו לפי שע"ח למועד ההערכה (3.733 ש"ח לדולר).

לאור האמור לעיל, שווי אחזקות מעיין בבי-נו נאמד בכ-7.8 מיליון ש"ח.

1.8 השוואה להערכת שווי קודמת

בחודש פברואר 2012 בוצעה על ידינו הערכת שווי של בי-נו לצורכי אמידת שווי אחזקותיה של חממת מעיין בחברה ליום 31 בדצמבר 2011. הערכת שווי זו בוצעה על ידי יישום שיטת המכפילים ואמדה את שוויה של בי-נו בכ-12 מיליון ש"ח. שווין הכלכלי של אחזקותיה של מעיין הסתכם בכ-6 מיליון ש"ח.

בהערכת השווי הנוכחית ליום 31 בדצמבר 2012 שווי בי-נו התקבל משימוש בשיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF). שימוש בשיטה שונה בהערכת השווי הנוכחית לעומת הערכת השווי הקודמת נובע ממספר גורמים: התקדמות החברה וסיום שלבי פיתוח של המוצרים הבסיסיים, תקבולים ראשוניים שהתקבלו כבר בשנת 2012 והיכולת של החברה לחזות תקבולים והוצאות עתידיים. בהערכת השווי הנוכחית הסתכם שווי בי-נו בכ-14.9 מיליון ש"ח ושוויין של אחזקות מעיין הסתכמו בכ-7.8 מיליון ש"ח, גידול בגובה של כ-27% וכ-29%, לעומת הערכת השווי הקודמת, בהתאמה. הגידול בשווי החברה נובע מהעובדה כי במהלך התקופה שעברה ממועד הערכת השווי הקודמת, החלה החברה לפעול במסגרת הסכם שיתוף פעולה בתחום תעשיית הצגים, כאשר במסגרת הסכם זה התקבלו הכנסות ראשונות לחברה וכן סכומים מהותיים המיועדים להאיץ את המשך תהליך הפיתוח של טכנולוגיות החברה. בנוסף, במהלך התקופה שחלפה מאז הערכת השווי הקודמת, סיימה החברה את פיתוח המוצר הבסיסי בתחום המיקרוסקופים לצרכי מחקר, ומכרה והתקינה מערכת ראשונה במוסד אקדמאי חשוב ויוקרתי בארה"ב. לפיכך, לאור התקדמות החברה בשלבי הפיתוח ומעבר לשלב התחלת מכירות, ובהתבסס על התחזית שהוצגה בפרק הערכת השווי, גדל שווי החברה, בהשוואה לעבודה קודמת.

הגידול בשווי אחזקות מעיין נובע מהגידול בשווי החברה ללא גיוסים נוספים.

- יצירת 5,000 תרחישים אשר משקפים שוויים עתידיים של החברה (בעזרת סימולציית מונטה קרלו) בהתבסס על ה- Geometric Brownian motion בהנחת מהלך מקרי (Random walk) של מחירי מניות⁷;
- חלוקת שווי החברה העתידי בין בעלי המניות בהתייחס לזכויות ההעדפה בחלוקה של בעלי מניות הבכורה ע"פ תקנון החברה, כמפורט לעיל;
- קביעת שווי לכל סוג של מניה ע"פ ממוצע כל 5,000 התרחישים על פי הסתברויותיהם.

הנחות

- **זמן למימוש הנכסים** - שנתיים. הנהלת החברה צופה מכירות מהותיות (בסך כולל של כ-8 מיליון דולר) ו/או רכישה על ידי חברה מהותית הפועלת בתחום המיקרוסקופים, בסוף שנת 2014. מועד זה נבחר להיות נקודת האקזיט הפוטנציאלית. עם זאת, לאור התפתחותה העסקית, החברה בוחנת בעקביות את האפשרויות האסטרטגיות העומדות בפניה לרבות המשך פעילות כחברה פרטית, הנפקה לציבור, מכירה או רכישת טכנולוגיות לצורך המשך פעילותה. ראוי לציין, כי הנחה זו לגבי מועד מימוש הנכסים הינה לצרכי הערכת השווי בלבד וכי אין כל וודאות בדבר נכונותה או יכולתה להתממשות של ההנחה כאמור.
- **ריבית חסרת סיכון** - 0.25%. מחיר המניות נקוב בדולר ארה"ב. לפיכך, נלקחה ריבית חסרת הסיכון (RF) המתבססת על שיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב (מקור: "U.S Department of the Treasury"), לתקופה של שנתיים, בהתאם לזמן הצפוי למימוש הנכסים.
- **תנודתיות צפויה** - 51% בהתבסס על סטיית התקן של חברות דומות.

1.7 סיכום שווי אחזקות מעיין

מעיין מחזיקה ב-42,000 מניות בכורה מסוג A וב-12,126 מניות בכורה מסוג B של החברה.

הטבלה הבאה מסכמת את שווי אחזקות מעיין בבי-נו, נכון ליום 31 בדצמבר 2012:

⁷ הנחת בסיס במודל בלק ושוולס.

2. חברת רנלסנס

2.1. כללי

חברת רנלסנס בע"מ (להלן "רנלסנס") מפתחת מערכת לניטור רציף של פרמטרים בשתן כשיטה למניעת נזק כלייתי משמעותי ובהמשך כשיטה לקביעת אסטרטגיה טיפולית של חולי כליות/חולים ביחידות החירום של בתי החולים ולצרכים דיאגנוסטיים. המוצר שפותח על ידי החברה הינו ערכה לניטור תפקודי כליה בזמן אמת, על ידי בחינת פרמטרים שונים הקשורים למתן שתן. הערכה כוללת שקית שתן סטנדרטית, מחבר "חכם" ומוניטור תצוגה. מדידת הטמפרטורה והשטף של השתן מבוצעת באמצעות טכנולוגיה המבוססת על העיקרון הפיזיקלי של העברת חום על ידי נוזלים, או משוואת פורייה. על פי הנהלת החברה, למרות הצורך הברור והמוכר במידע זמין אודות תפקודי הכליות בקרב מטופלים בחדרי ניתוח וטיפול נמרץ, לא קיים, נכון למועד הערכה, מוצר בעל יכולת כזו.

2.2. מוצרים ושירותים וסטטוס פיתוח

רנלסנס מפתחת מגוון מוצרים אשר יאפשרו זיהוי של נזקים כלייתיים בשלבים מוקדמים, כאשר אפשרויות ותוצאות הטיפול הן המיטביות. הפתרון של רנלסנס מכיל את כל הדרישות הנחוצות לניטור תפקודים כלייתיים לא תקינים. מוצר החברה שפותח נכון למועד הערכה כולל המרכיבים הבאים:

- מוניטור – המוצר העיקרי המפותח על ידי רנלסנס, אשר מציג מידע רציף (בזמן אמת) אודות פליטת שתן ומספק מגוון יכולות אנליטיות לניטור תפקודי כליה בזמן אמת. הדור השני של המוצר יוכל לשלב בין מידע אודות זרימת השתן וריכוז ולספק נתונים אנליטיים מתקדמים יותר לגבי הרכב השתן. הפרמטרים אשר יתגלו באמצעות ניתוח השתן והרכבו יוכלו להוסיף מימדים נוספים של תחכום לפוטנציאל האבחוני ולייצר ערך רב למשתמשים.



- חיישן זרימה – רכיב זה מספק מדידה רציפה של זרימת השתן, ריכוזו



והטמפרטורה. המוצר מכיל מרכיב פלסטיק מתכלה אשר בתוכו חיישן אלקטרוני אשר המודד פרמטרים הקשורים למתן השתן, ומעביר את המידע למוניטור. בעתיד, בכפוף למגבלות רגולטוריות והתפתחויות בתעשיית הבריאות, החיבור עשוי להיות אלחוטי.

החיישן הינו נייד וקל לתפעול וניתן יהיה להשתמש בו בכל קטטר או שקית שתן.

בנוסף, החברה מתכננת לפתח מוצרים משלימים בעתיד, ביניהם קטטר למדידת זרימת שתן, אשר החיישן יוטמע בתוכו, וכן עזרים אחרים אשר יפותחו יחד עם הדור השני של המוניטור, וישפרו את איכות המדידה ותוצאותיה.

סטטוס פיתוח

במהלך שנת 2012 החברה התקדמה בפיתוח הטכנולוגיה והשלימה פיתוח של אב טיפוס המוצר בהצלחה. כעת החברה פועלת להפיכתו של אב טיפוס למוצר שוק. את הפיתוח והיצור של גרסת שוק של המוניטור מבוצעת בשיתוף פעולה עם יצרנית סינית ואילו גרסת שוק של המוצרים המתכלים (פלסטיק + חיישן) מתבצעת בשיתוף פעולה עם חברה בינלאומית מובילה⁸.

כמו כן, החברה החלה לפעול לקבלת אישור שיווק מוצריה במדינות אירופה (CE), וכן לקבלת אישורים רגולטורים לשיווק המוצר בארצות הברית. המסלול הרגולטורי אליו פונה החברה לאישור המוצר ב-FDA הינו מסלול מקוצר- 510K. לדברי הנהלת רנלסנס, היא צפויה לקבל אישור CE כבר בחודשים הקרובים. החברה סבורה כי עם קבלת אישור לשיווק המוצר באירופה, תעלה הסבירות לקבלת אישור ה-FDA. להערכת הנהלת החברה, עם קבלת אישורים רגולטוריים (סוף 2013 - תחילת 2014), תוכל החברה להתחיל בהשקת המוצר לשוק היעד.

⁸ לדברי הנהלת החברה, כעת רנלסנס והחברה הנ"ל נמצאות במו"מ לגבי השקעתה ברנלסנס.

2.3. תוצאות עסקיות

להלן מוצג דוח רווח והפסד של החברה לשנים 2010-2011 (באלפי ש"ח):

	2011	*2010
הוצאות מחקר, נטו	1,108	668
הוצאות תפעול	615	395
הפסד תפעולי	(1,723)	(1,064)
הוצאות (הכנסות) מימון	4	11
הפסד נקי	(1,727)	(1,074)

*דו"ח 2010 משקף את תוצאות פעילות החברה מיום הקמתה, ה-16 במאי 2010.

נכון למועד הערכה, החברה טרם הגעה לשלב המכירות ופעילותה מתמקדת בעיקר במחקר ופיתוח של טכנולוגיות ומוצרי החברה. בשל כך, לא ביצענו בעבודתנו ניתוח התוצאות ההיסטוריות של החברה.

2.4. תיאור סביבה עסקית

הכליות מהוות אחד האינדיקטורים הטובים ביותר לתפקוד תקין של הגוף. קרוב ל-25% מן הדם הנשאב בידי הלב, מגיע לכליות, והופך אותן לצרכנים הגדולים ביותר של דם בגוף. מספר הולך וגדל של אנשים בעולם הינם בעלי מחלות כליות כרוניות, כאשר רובם כלל אינם מודעים לכך, וכך נפגע הסיכוי למנוע כישלונות כליותיים אשר לא ניתן יהיה עוד לתקנם, ואשר דורשים טיפול בדיאליזה או השתלת כליה, המהווים אמצעים זמניים שמעכבים את התוצאה הסופית - מוות.

יותר מ-500 מיליון אנשים בעולם, המהווים כ-10% מן האוכלוסייה הבוגרת, סובלים מנזק כליתי כלשהו. כ-5% מהמטופלים המאושפזים ו-31% מהמאושפזים בטיפול נמרץ סובלים מנזק כליתי מהותי. התמותה ממחלות אלו גבוהה ביותר ועומדת על כ-83% מהמקרים.

בארה"ב, קרוב ל-26 מיליון בני אדם, המהווים כ-13% מן האוכלוסייה, חולים במחלות כליותיות כרוניות, זאת לעומת כ-20 מיליון חולים ב-1994. העלייה מוסברת ברובה על ידי גידול בחולי בסוכרת, השמנת יתר, לחץ דם גבוה והזדקנות האוכלוסייה. המודעות למחלות כליה כרוניות נמצאת בעליה, אך עדיין מרבית האוכלוסייה החולה כלל אינה מודעת לכך, משום שמחלות כליה הינן לרוב "שקטות" עד השלבים המאוחרים. לפיכך,

זיהוי מוקדם של מחלות אלו יכול למנוע כישלונות כליותיים בשלבים מאוחרים יותר, אשר מגדילים את הסיכון למוות בגיל מוקדם, התקף לב, שבץ, לחץ דם גבוה, ובנוסף יכולים לגרום לאנמיה, שברים בעצמות ותת תזונה. ב-2005, לפחות 107 אלף אמריקנים גילו כי הם לוקים בכשל כליתי. באותה שנה, למעלה מ-485 אלף אמריקנים עברו דיאליזה או השלת כליות, בעלות כוללת של 32 מיליארד דולר. לפי מערכת המידע האמריקנית לנושא הכליות, ב-2020 כ-785 אלף אמריקנים יקבלו טיפול הנוגע לכשלים כליותיים, בעלות כוללת של 53.6 מיליארד דולר.

עד לאחרונה, תעשיית הבריאות והתרופות לא השקיעה משאבים רבים במחקר, פיתוח וניסיון למציאת פתרונות לעצירת מגפה זו. יתרה מזאת, מרבית המשאבים של התעשייה בתחום הכליות הופנו להתמודדות עם מצבים מתקדמים של נזק כליתי, ופחות בזיהוי וטיפול מונע של הבעיות עם היווצרותן, כאשר הן הפיכות וניתנות לטיפול. בשל כך נוצר צורך בפתרונות לזיהוי מוקדם של בעיות בכליות, אשר יוצר שוק חדש למוצרים אלו ומהווה טריגר לניסיונות חדשניים של חברות לקחת את ההובלה בשוק מתעורר זה.

2.5. מתחרים

לדעת החברה, כעת אין בשוק מוצרים אשר מספקים אבחנת מצב הכליות בזמן אמת דרך השתן. לפיכך, למוצרי רנלסנס אין תחרות ישירה. עם זאת, ישנן חברות שמייצרות שקיות שתן, אשר באמצעותן ניתן להבחין האם הכליות מספקות או שאינן מספקות שתן. כך, האינדיקציה מאוד סובייקטיבית ואינה יכולה לזהות מגמות בתפקוד הכליה או לזהות סימנים מקדימים לנזק כליתי.

החברה הגדולה ביותר המייצרת שקיות מסוג זה הינה חברת C. R. Bard, Inc., המחזיקה קרוב ל-75% מן השוק האמריקאי, וכן נתח שוק גדול בשווקים אחרים. בנוסף, Bard נמצאת בניסיונות לפתח מוצרים מתקדמים יותר, כגון מוניטורים. בין חברות נוספות המנסות לפתח מוצרים מתקדמים בתחום נמנית חברה ישראלית, Flowsense, המציגה מחדש מוצרים משודרגים שפותחו עוד בשנות ה-90.

2.6. הערכת שווי

שווי פעילות רנלסנס הוערך על ידי שימוש במודל היוון תזרמי המזומנים. ההערכה באמצעות מודל זה מתבססת על אומדן תזרמי המזומנים הצפויים מפעילותה של רנלסנס על פני אופק התחזית. בבסיס גישה זו ההנחה כי החברה הינה "עסק חי" אשר תמשיך בפעילותה העסקית הנוכחית לאורך אופק פעילות אינסופי. השווי הכלכלי של החברה הינו השווי הכלכלי הנכסי של פעילותה העסקית בתוספת נכסים עודפים ובניכוי התחייבויות פיננסיות.

חשוב לציין, כי לא התקבלו דוחות כספיים לשנת 2012 וכי העבודה מסתמכת על נתונים ומידע המעודכנים ביותר שנתקבלו מהנהלת רנלסנס. שינויים משמעותיים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות שנלקחו בעבודה, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות הערכת השווי.

בבניית תחזית רווח והפסד של רנלסנס התבססנו על תחזיות פיננסיות ונתונים אחרים שהתקבלו מהנהלת רנלסנס, לרבות תכנית עסקית של החברה, ביחד עם נתונים ציבוריים על החברה ועל הענף.

הכנסות

הכנסות החברה צפויות לנבוע משני מקורות עיקריים: מכירות מוניטורים רב שימושיים (מכירה והתקנה חד פעמית למיטה במחלקת טיפול נמרץ) ומכירות של ערכות רכבים מתכלים הכוללות פלסטיק וחישון (נדרשת החלפה לכל פציינט).

בבניית תחזית ההכנסות של רנלסנס השתמשנו בנתוני התכנית העסקית של החברה בנוגע לקצב חדירת המוצר לשוק. יצוין, כי על פי התכנית המקורית, צפויה החברה להגדיל את הכנסותיה מכ-250 אלפי דולר בשנת פעילות הראשונה לכ-90 מיליון דולר הכנסות נטו (בניכוי הנחות למפיצים) בשנת הפעילות החמישית. בהערכת השווי התבססנו על תחזית הכנסות מתונה יותר, לפיה הונח כי הכנסות החברה יגדלו מכ-250 אלפי דולר בשנת הפעילות הראשונה לכ-32.5 מיליון דולר הכנסות בשנת פעילות השביעית (שנה המייצגת). להלן הנחות יסוד ששימשו אותנו בבניית תחזית זו.

ע"פ נתוני התכנית העסקית, בשנת הפעילות הראשונה (2014) החברה תמכור כ-334 מוניטורים ו-6,680 אביזרים משלימים (בהנחה כי בממוצע יידרשו כ-40 ערכות פר מיטה לשנה). בשנת 2015 צפויה החברה להגביר את מכירותיה, כאשר תמכור כ-

1,426 מוניטורים וכ-41,880 ערכות. החל משנת 2015 להערכתנו, צפוי שיעור הגידול של מכירת המוניטורים לרדת בהדרגה מכ-370% לכ-5% בשנת 2020, השנה המייצגת.

בהנחה כי המחיר למוניטור יעמוד על כ-450 דולר⁹, ואילו המחיר לערכה משלימה יעמוד על כ-15¹⁰ דולר, הכנסות החברה יגדלו מכ-251 אלפי דולר בשנת 2014 לכ-6,072 אלפי דולר בשנת 2016. לשנים הבאות הונח כי שיעור הגידול בהכנסות ירד בהדרגה מכ-150% בשנת 2017 לכ-5% בשנה המייצגת.

עלות המכר – תחזית עלות המכר נבנתה על בסיס התוכנית העסקית של החברה ובהתאם לשיחות שהתקיימו עם הנהלת החברה. על פי התוכנית הנ"ל (ועל בסיס הערכות מוקדמות של קבלני משנה העוסקים בפיתוח אב טיפוס הקיים למוצר השוק) עלות יצור של מוניטורים צפויה להסתכם בכ-250 דולר ועלות הערכה בכ-4 דולר ליחידה. בהתאם לכך, עלות המכר צפויה להסתכם בכ-44% מסך הכנסות החברה בשנת המכירות הראשונה (2014) ולרדת בהדרגה לכ-34.5% מסך ההכנסות בשנה המייצגת. הירידה בעלות המכר כאחוז מהמחזור בשנות התחזית נובעת בעיקר מגידול במכירות המתכלים, אשר הינם בעלי רווחיות גבוהה יותר. יצוין, כי מבדיקת סבירות שביצענו לגבי שיעורי הרווחיות הגולמית שהונח בעבודה עולה כי שיעורי עלות המכר הינם בטווח של חברות המדגם.

הוצאות מחקר ופיתוח – החברה צפויה להמשיך ולהשקיע במו"פ בשיעורים הולכים וגדלים, שכן התכנון הינו לפתח דור מתקדם למוניטור. לפיכך, הונח גידול אבסולוטי בהוצאות המו"פ מדי שנה לאורך שנות התחזית, כאשר ההוצאות הנ"ל כאחוז מן המחזור יתייצבו על כ-15% החל מ-2017 ואילך, בדומה לטווח חברות המדגם.

הוצאות מכירה ושיווק – על פי התוכנית העסקית של החברה, הוצאות המכירה והשיווק צפויות לעמוד על כ-440 אלפי דולר בשנת 2014 (שנת המכירות הראשונה), כפול ממחזור ההכנסות של החברה בשנה זו. במהלך השנים הבאות, על מנת לתמוך בתחזית ההכנסות הגדלה, תיאלץ החברה להשקיע באופן ניכר בשיווק מוצריה. לפיכך, הונח כי בין השנים 2015-2017, הוצאות המכירה והשיווק יכפילו את עצמן בכל שנה.

⁹ על פי התכנית העסקית, המחיר צפוי להסתכם בכ-500 דולר. בהערכת שווי הונח דיסקאונט של כ-10%.
¹⁰ על פי התכנית העסקית, המחיר על הערכות ינוע בטווח של כ-15-30 דולר. בהערכת השווי הונח כי מחיר הערכה יסתכם בכ-15 דולר.

כאחוז המחזור, צפויות ההוצאות הנ"ל לרדת בהדרגה מכ-70% בשנת 2015 לכ-23% בשנת 2019 ואילך.

הוצאות הנהלה וכלליות – על פי התכנית העסקית הוצאות ההנהלה והכלליות צפויות לעמוד על כ-200-210 אלפי דולר בשנים 2013-2014 (שיעור של כ-84% מסך ההכנסות בשנת 2014). הוצאות אלו כוללות בחלקן מרכיב של עלויות קבועות, על כן הונח כי הוצאות אלו ירדו בהדרגה עם הגידול בהכנסות לכ-7% מההכנסות בשנים 2016 ואילך.

מס – הונח שיעור מס חברות בישראל, אשר הינו 25% החל משנת 2013 ואילך וזאת בהתאם לאישור הממשלה מיום 30 באוקטובר 2011 לפרק המיסוי בדוח ועדת טרכטנברג. ראוי לציין, כי לחברה הפסדים צבורים לצרכי מס בסך של כ-733 אלפי דולר¹¹, אשר נלקחו בחשבון בחישוב המס.

להלן, תמצית תחזית רווח והפסד של רנלסנס בהתבסס על הנחות היסוד שפורטו בפרק זה (באלפי דולר):

באלפי דולר	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
הכנסות	-	251	1,270	6,072	15,101	25,634	30,914	32,460
שיעור גידול			407%	378%	149%	70%	21%	5%
עלות המכר	-	110	524	2,489	5,766	9,009	10,635	11,167
רווח גולמי	-	140	746	3,583	9,335	16,625	20,280	21,294
%מההכנסות		56%	59%	59%	62%	65%	66%	66%
הוצאות מחקר ופיתוח	640	767	950	1,188	2,265	3,845	4,637	4,869
הוצאות מכירה ושיווק	-	440	889	1,822	3,775	6,075	7,110	7,466
הוצאות הנהלה וכלליות	200	210	360	432	1,057	1,794	2,164	2,272
הוצאות תפעול	840	1,416	2,199	3,441	7,097	11,715	13,911	14,607
רווח תפעולי	(840)	(1,276)	(1,453)	143	2,238	4,910	6,368	6,687
%מההכנסות		-509%	-114%	2%	15%	19%	21%	21%

¹¹ כ-2.8 מיליון ש"ח בהתאם לשער חליפין נכון למועד 31.12.2011.

2.6.1. התאמות לתזרים הנקי

השקעות – תחזית ההשקעות של רנלסנס נאמדת בכ-200-150 אלפי דולר בשנים 2013-2015. הונח, כי עם הרחבת פעילות החברה ירד שיעור ההשקעות בהדרגה מ-2.5% מההכנסות בשנת 2016 ל-1% מההכנסות בשנת 2019, בדומה לטווח התוצאות של חברות המדגם. בשנה המייצגת הונח כי ההשקעות תהיינה בגובה הפחת.

הון חוזר – הון חוזר של החברה הוערך בהתאם לממוצע ימי הון חוזר של חברות המדגם.

מחיר הון - 20%¹². לצורך אמידת מחיר ההון יישמנו את מודל הממוצע המשוקלל של עלות ההון (WACC) על מנת לשקף את הסיכון הגלום בתזרימי המזומנים של החברה. **ערך שייר** (residual value) – בחישוב הערך השייר של החברה חישבנו את תזרים המזומנים לשנת 2020, השנה מייצגת. הונח כי תזרים המזומנים המייצג יצמח בכ-5% בשנה.

2.6.2. תחזית תזרים מזומנים

להלן תחזית תזרים המזומנים הצפוי של רנלסנס (אלפי דולר):

אלפי דולר	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
רווח תפעולי	(840)	(1,276)	(1,453)	143	2,238	4,910	6,368	6,687
מס	-	-	-	-	-	(747)	(1,592)	(1,672)
רווח לאחר מס	(840)	(1,276)	(1,453)	143	2,238	4,163	4,776	5,015
פחת	21	53	91	133	173	214	247	325
השקעות	(150)	(150)	(200)	(300)	(302)	(385)	(309)	(325)
הון חוזר	-	(118)	(236)	(1,112)	(2,023)	(2,265)	(1,135)	(342)
תזרים מזומנים	(969)	(1,490)	(1,797)	(1,137)	86	1,727	3,579	4,673
ערך שייר								32,714
תזרים מהון	(885)	(1,134)	(1,139)	(601)	38	634	1,094	9,525

¹² מחיר ההון חושב על בסיס הפרמטרים הבאים: ריבית חסרת סיכון – 2.54% - תשואה לפדיון על אג"ח ממשלת ארה"ב לתקופת פדיון של 20 שנים ליום 31 בדצמבר 2012; ביטא לא ממונפת-0.78 בהסתמך על ממוצע חברות המדגם: Flowsense Medical Ltd S.A., Itamar Medical Ltd., MGC Diagnostics Corporation, BSP - Biological Signal Processing Ltd.Inc. פרמיית שוק – 6.62% בהסתמך על Ibbotson 2012; פרמיית מניה קטנה – 11.8% בהסתמך על Ibbotson 2012; חלק ההון העצמי-100% בהתאם ליחס ההון העצמי של החברה.

שווי הפעילות של רנלסנס, נכון ליום 31 בדצמבר 2012 נאמד בכ-7.5 מיליון דולר (במעוגל).

2.6.3. סיכום הערכת השווי

על פי מתודולוגית הערכת השווי לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים, יש להוסיף לשווי פעילות החברה שהתקבל נכסים עודפים ולהפחית התחייבויות עודפות, שאינם משמשים את הפעילות השוטפת. כאמור לעיל, לא התקבל מאזן החברה למועד הערכה. על פי דוחות כספיים שהתקבלו מהנהלת החברה (ליום 31/12/2011) וכן לדברי הנהלת החברה, נכון למועד הערכה לחברה אין התחייבויות פיננסיות. לפיכך לא בוצעו התאמות לשווי החברה בגין נכסים ותחייבויות פיננסיות. בכל מקרה, שינויים ביתרות החברה צפויים להשפיע באופן ישיר על שווי החברה.

להלן סיכום הערכת שווי רנלסנס ליום 31 בדצמבר 2012 (באלפי דולר):

אלפי דולר	
שווי פעילות	7,532
דיסקאונט בגין אי סחירות ¹³	(1,637)
בתוספת נכסים עודפים	-
בניכוי התחייבויות פיננסיות	-
שווי כלכלי (במעוגל)	5,900

לאור האמור לעיל, השווי הכלכלי (מעוגל) של חברת רנלסנס, נכון ליום 31 בדצמבר 2012 נאמד בכ-5.9 מיליון דולר, כ-22 מיליון ש"ח¹⁴.

2.6.4. ניתוח רגישות

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

	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%
2.0%	6,300	5,400	4,700	4,000	3,400
3.0%	6,800	5,800	5,000	4,300	3,700
4.0%	7,400	6,300	5,400	4,700	4,000
5.0%	8,100	6,900	5,900	5,000	4,300
6.0%	8,900	7,500	6,400	5,500	4,700

מאחר ולרנלסנס ישנם מספר סוגי מניות ובניהן בכורה הכוללות זכויות העדפה השתמשנו בשיטת ה-OPM להקצאת השווי בין סוגי המניות השונים.

2.7. מבנה ההון של החברה וסוגי המניות

נכון ליום ההערכה, מבנה ההון של החברה כולל שני סוגי מניות וסוג אחד של אופציות, כמפורט בטבלה הבאה:

הטבלה שלהלן מציגה את מבנה ההון של החברה נכון למועד ההערכה:

סוג מניות	מועד הנפקה מקורי	מספר מניות	מחיר הרכישה המקורי למניה
מניות בכורה A	16/05/10	27,765	\$30.60 ¹⁵
מניות רגילות		43,226	
אופציות (ESOP)		6,310	

¹⁵ מחיר הנפקה של מניית בכורה נקוב בשקלים והינו 114.22 ש"ח. מחיר הרכישה הומר לפי ש"ח נכון למועד הערכה – 3.733 ש"ח.

¹³ דיסקאונט בגין אי סחירות של החברה נקבע על כ-22% והתבסס על מודל פיננטי לחישוב אי סחירות. מקור: Finnerty, John. "An Average-Strike Put Option Model of the Marketability Discount", Journal of Derivatives, Summer 2012.

¹⁴ הומר לדולר ארה"ב בשער חליפין למועד ההערכה (3.733 ש"ח לדולר).

2.8. התנאים הנלווים של מניות הבכורה

בהתאם לתקנון החברה למניות הבכורה יש זכויות עדיפות מאלו של המניות הרגילות במקרה של פירוק החברה ע"פ הגדרתו בתקנון¹⁶.

זכויות בחלוקת נכסי החברה (Liquidation Preference):

ג. כל בעל מניית בכורה זכאי לקבל בעבור כל מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר ההשקעה הראשוני של המנייה בתוספת ריבית של 8% לשנה מיום הנפקתה ועד יום החלוקה בניכוי סכומים ששולמו לבעלי מניות הבכורה ע"י החברה עד מועד ההנזלה. באם סכום החלוקה נמוך מהסכום הכולל המגיע למחזיקי מניות הבכורה, יחולק הסכום באופן יחסי בין מחזיקי מניות הבכורה.

ד. מהסכום שנותר לאחר שבעלי מניות הבכורה קיבלו את חלקם המלא, יחולק הסכום הנותר בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה בדילול מלא.

ה. אם סכום החלוקה הכולל לבעלי המניות על בסיס דילול מלא יהיה גבוהה מ-\$30,000,000, אז יחולק הסכום ע"ב אחזקתם בחברה של כל בעלי המניות (בדילול מלא) וללא זכויות ההעדפה של בעלי מניות הבכורה.

הטבלה שלהלן מציגה את הזכויות למניות הבכורה (Liquidation Preference), נכון למועד ההערכה:

מניות בכורה A	
מספר המניות	27,765
מחיר הרכישה למניית בכורה ¹⁷	\$30.60
זכויות בהנזלה	\$849,536
ריבית	8%
זכויות בהנזלה כולל ריבית*	\$1,414,900

* על בסיס ההנחה לגבי מועד הנזלת נכסי החברה.

¹⁶ פירוק החברה כולל גם אירוע של מיזוג או רכישה עם חברה אחרת.

¹⁷ מחיר הנפקה של מניית בכורה נקוב בשקלים והינו 114.22 ש"ח. מחיר הרכישה הומר לפי ש"ח נכון למועד הערכה – 3.733 ש"ח.

2.9. הערכת שווי המניות למועד ההערכה

שלבי החישוב

- הצבת שווי החברה הנגזר – כ- 5,900 אלפי דולר (כמתואר בפרק הערכת שווי החברה, לעיל);
- יצירת 5,000 תרחישים אשר משקפים שוויים עתידיים של החברה (בעזרת סימולציות מונטה קרלו) בהתבסס על ה- Geometric Brownian motion בהנחת מהלך מקרי (Random walk) של מחירי מניות¹⁸;
- חלוקת שווי החברה העתידי בין בעלי המניות בהתייחס לזכויות ההעדפה בחלוקה של בעלי מניות הבכורה ע"פ תקנון החברה, כמפורט לעיל;
- קביעת שווי לכל סוג של מניה ע"פ ממוצע כל 5,000 התרחישים על פי הסתברויותיהם.

הנחות

- **זמן למימוש הנכסים** - 4 שנים. על פי תחזית מכירות שהוצגה בפרק הערכת השווי לעיל, צפויות מכירות מהותיות (בסך כולל של כ-6 מיליון דולר) בסוף שנת 2016, שיאפשר לחברה אירוע הנפקה או רכישה על ידי חברה מהותית הפועלת בתחום. מועד זה נבחר להיות נקודת האקזיט הפוטנציאלית. עם זאת, לאור התפתחותה העסקית, החברה בוחנת בעקביות את האפשרויות האסטרטגיות העומדות בפניה לרבות המשך פעילות כחברה פרטית, הנפקה לציבור, מכירה או רכישה טכנולוגיות לצורך המשך פעילותה. ראוי לציין, כי הנחה זו לגבי מועד מימוש הנכסים הינה לצרכי הערכת השווי בלבד וכי אין כל וודאות בדבר נכונותה או יכולתה להתממשות של ההנחה כאמור.
- **ריבית חסרת סיכון** - 0.54%. ריבית חסרת הסיכון (RF) שנלקחה מתבסס על שיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארה"ב (מקור: U.S Department of the Treasury), לתקופה של ארבע שנים, בהתאם לזמן הצפוי למימוש הנכסים.
- **תנודתיות צפויה** - 53% בהתבסס על סטיית התקן של חברות דומות.

¹⁸ הנחת בסיס במודל בלק ושולס.

2.10. סיכום שווי אחזקות מעיין

ע"פ טבלת האחזקות של בעלי המניות בחברה, מעיין מחזיקה ב-24,095 מניות בכורה מסוג A של רנלסנס. הטבלה הבאה מסכמת את שווי אחזקות מעיין ברנלסנס, נכון ליום 31 בדצמבר 2012:

סוג מניות	מספר מניות	שווי למניה	שווי אחזקות באלפי \$	שווי אחזקות באלפי ₪*
מניות בכורה A	24,095	\$107.70	\$2,595	₪9,687

* האחזקות הומרו לפי שע"ח למועד ההערכה (3.733 ש"ח לדולר).

לאור האמור לעיל, שווי אחזקות מעיין ברנלסנס נאמד בכ-9.7 מיליון ש"ח.

2.11. השוואה להערכת שווי קודמת

בחודש פברואר 2012 בוצעה על ידינו הערכת שווי של רנלסנס לצורכי אמידת שווי אחזקותיה של חממת מעיין בחברה ליום 31 בדצמבר 2011. הערכת השווי למועד זה בוצעה על ידי יישום שיטת ה-OPM ואמדה את שווייה של החברה בכ-21,700 אלפי ש"ח. שוויין הכלכלי של אחזקותיה של מעיין הסתכם בכ-9,200 אלפי ש"ח. בהערכת השווי הנוכחית ליום 31 בדצמבר 2012 שווי רנלסנס התקבל משימוש בשיטת ה-DCF. שימוש בשיטה שונה בהערכת השווי הנוכחית לעומת הערכת השווי הקודמת נובע ממספר גורמים: העובדה שלא בוצע גיוס בשנה האחרונה, התקדמות החברה וסיום שלבי פיתוח של המוצר והגעתה של החברה לשלב הפיתוח של מוצר השוק. בהערכת שווי נוכחית הסתכם שווי רנלסנס בכ-22,000 אלפי ש"ח ושוויין של אחזקות מעיין הסתכמו בכ-9,700 אלפי ש"ח, גידול של כ-19%, כ-5%, לעומת הערכת שווי קודמת, בהתאמה.

¹⁹ ראוי לציין, כי שווי החברה הדולרי גדל השנה בכ-4% לעומת הערכת השווי קודמת. גידול הנמוך יותר בשווי החברה השקלי נובע בעיקרו מירידה בשע"ח לעומת הערכת השווי הקודמת.

3. חברת גיזמוקס

3.1. כללי

גיזמוקס הינה חברה פרטית אשר התאגדה בישראל ביום 14 ביוני 2007. החברה מפתחת פלטפורמה המאפשרת לארגונים להמיר את התוכנה הארגונית שלהם לגישה דרך האינטרנט, ענן המחשוב או ממכשירים סלולריים, בדרך של פיתוח מהיר או העברת קוד המקור של האפליקציה ללא צורך בשכתוב המערכות (להלן: "המוצר"). הפלטפורמה, אותה מפתחת החברה, נועדה לאפשר לאפליקציות ארגוניות שולחניות לרוץ בסביבה אינטרנטית מאובטחת, כאילו הן רצות בסביבה שולחנית. החברה ומיקרוסופט פועלות בשיתוף פעולה החל מ-2008 בארץ ובעולם וזאת על מנת לאפשר שימוש ביישומים קיימים וחדשים המתבססים על טכנולוגיית ה-HTML5 וכן לצורך העברת אפליקציות לענן של מיקרוסופט.

3.2. סבב השקעה אחרון

בסמוך למועד ההערכה נחתם מזכר הבנות עם משקיעים פוטנציאליים לפיו ישקיעו המשקיעים בחברה בתמורה להקצאה של מניות בכורה B. על פי בקשת הנהלת מעיין, אנו מנועים מלפרט אודות העסקה שכן פרסום פרטים אודות העסקה עלול למנוע את השלמת העסקה.

3.3. מבנה ההון

נכון ליום ההערכה ולפני השלמה העסקה, מבנה ההון של החברה כולל מניות רגילות, שלוש סוגי מניות בכורה ואופציות לרכישת מניות רגילות, כמפורט בטבלה הבאה:

מספר מניות	מספר אופציות
מניות בכורה A5	31,699
מניות בכורה A4	56,387
מניות בכורה A3	38,881
מניות בכורה A2	38,328
מניות בכורה A1	27,331
מניות בכורה A	40,000
מניות רגילות	*79,295
אופציות לרכישת מניות רגילות	**23,134
סה"כ	311,921
	23,134

* כולל 21,537 אופציות אשר הוקצו עם מחיר מימוש השווה לערך הנקוב של המניה.

**אופציות עובדים למניות רגילות אשר הוקצו נכון למועד ההערכה.

3.4. התנאים הנלווים למניות הבכורה

בהתאם לטיוטת תקנון החברה המתקן (שייכנס לתוקף לאחר השלמת העסקה), למניות הבכורה יש זכויות עדיפות מאלו של המניות הרגילות במקרה של פירוק החברה כמוגדר בתקנון.

א. זכויות דיבידנד

כל מניית בכורה מזכה את המחזיק בה בדיבידנד בגובה של 7% שנתי ממחיר הקנייה הראשוני של המנייה, מחושב מיום הנפקתה ועד יום החלוקה, ובנוסף לדיבידנדים למניות שהוכרזו וטרם שולמו.

לאחר חלוקת הדיבידנד המלא לבעלי מניות הבכורה, יחולק הסכום הנותר בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה בדילול מלא.

ב. זכויות בחלוקת נכסי החברה (Liquidation Preference)

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

לפני חלוקה לכל בעל מניות אחר, כל בעל מניית בכורה מסוג B זכאי לקבל בעבור כל

הטבלה שלהלן מציגה את זכויות מניות הבכורה בהנזלה (Liquidation Preference).
 נכון למועד ההערכה:

מניות בכורה A4-A5	מניות בכורה A3	מניות בכורה A2	מניות בכורה A1	מניות בכורה A	
82,787	38,881	38,328	27,331	40,000	מספר המניות
\$78.87	\$54.45	\$58.90	\$34.00	*\$18.95	מחיר הרכישה
\$6,529	\$2,117	\$2,258	\$920	*\$758	השקעה מקורית (\$000)
\$8,193	\$2,985	\$3,494	\$1,583	\$1,344	זכויות בהנזלה (\$000)

* מחיר הרכישה הנו נקוב בש"ח, לצורך הערכת השווי תורגם לדולר לפי שע"ח למועד ההערכה של 3.733.

3.5. הערכת שווי מניות בגיזמוקס

3.5.1. השיטה

לצורך הערכת השווי, השתמשנו במחירי שוק הנגזרים מסבב ההשקעה המתוכנן. שוויין של אחזקות מעיין הוערך בהסתמך על שווי מניות בכורה B המגולם בעסקה, כך ששוויי של מניית בכורה B במודל הערכת השווי יהיה שווה למחיר המניה במזכר ההבנות.

3.5.2. שלבי החישוב

להלן שלבי החישוב של מודל ה-OPM:

- קביעת שווי התחלתי לגיזמוקס.
- יצירת תרחישים אשר משקפים שוויים עתידיים של החברה (בעזרת סימולציות מונטה קרלו) בהתבסס על ה- Geometric Brownian motion בהנחת מהלך מקרי (Random walk) של מחירי מניות.
- בדיקת כדאיות המימוש של כתבי האופציה לרכישת מניות בכורה מסוג B וכתבי אופציות לרכישת מניות רגילות בכל תרחיש בהתבסס על שווי המניות בעת אירוע ההנזלה.

מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר הקנייה הראשוני של המנייה בתוספת ריבית של 7% לשנה מיום הנפקתה ועד יום החלוקה.

לאחר תשלום מלא לבעלי מניות בכורה מסוג B, זכאי כל בעל מניות בכורה מסוג A בעבור כל מניית בכורה שהוא מחזיק סכום השווה למחיר הקנייה הראשוני של המנייה בתוספת ריבית של 7% לשנה מיום הנפקתה ועד יום החלוקה.

לאחר שבעלי מניות הבכורה קיבלו את חלקם המלא, יחולק הסכום הנותר בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה.

ע"פ בתקנון החברה, כאשר הסכום הניתן לחלוקה מגיע לגובה בו חלוקתו ע"ב אחזקתם בחברה של כל בעלי המניות (בדילול מלא) וללא זכויות ההעדפה של בעלי מניות הבכורה תאפשר לכל בעל מניית בכורה לקבל סכום השווה לא פחות מפי 2 מסכום השקעתו, אזי סכום זה יחולק בין כלל בעלי מניות החברה באופן יחסי ע"פ אחזקתם בחברה בדילול מלא ללא קשר לבכירות של המניות.

כל מניות הבכורה בחברה יהפכו למניות רגילות באופן אוטומטי באירוע של הצעת מניות בהנפקה לציבור (Qualified Public Offering), במצב בו שווי המניות המונפקות ישיקף שווי לחברה של \$75,000,000 לפני הכסף. במצב זה יחולק הסכום הניתן לחלוקה ע"ב אחזקתם בחברה של כל בעלי המניות (בדילול מלא) וללא זכויות ההעדפה של בעלי מניות הבכורה.

הטבלה הבאה מציגה את התנודתיות ההיסטורית של החברות הדומות:

חברה	תנודתיות צפויה
Attunity	69%
BluePhoneix	56%
Daegis	72%
ממוצע (מעוגל)	66%

- ריבית חסרת סיכון – 0.36%, מאחר ומחירי מניות הבכורה בעסקה נקובים בדולרים, אמדנו את הריבית בהתבסס על תשואות לפדיון של אג"ח ממשלתית של ממשלת ארה"ב (מקור: U.S. Department of the Treasury) בהתאם לזמן הצפוי עד ההנזלה.

3.6 סיכום ותוצאות

3.6.1 סיכום שווי גיזמוקס

נכון למועד ההערכה, שווי חברת גיזמוקס נאמד בכ- 17,957 אלפי דולר ארה"ב (67,033 אש"ח) לאחר הכסף. שווי זה נגזר ממחירי המניות שהתקבלו במודל ה- OPM כתוצאה מחתירה למטרה לשווי מנית בכורה B בסבב ההשקעה האחרון.

3.6.2 סיכום שווי אחזקות מעיין

נכון למועד ההערכה, איריס (המוחזקת ע"י מעיין בשיעור של 99%) מחזיקה ב- 73,327 מניות בכורה מסוגים שונים של גיזמוקס. הטבלה הבאה מסכמת את שווי אחזקות מעיין בגיזמוקס, נכון ל- 31 בדצמבר, 2012:

סוג מניות	מספר מניות	שווי למניה	שווי אחזקות מעיין באלפי \$	שווי אחזקות מעיין באלפי ₪
מניות בכורה A	39,080	\$20.9	\$808	3,015 ₪
מניות בכורה A1	13,890	\$26.6	\$366	1,364 ₪
מניות בכורה A2	9,338	\$34.4	\$318	1,187 ₪
מניות בכורה A3	11,019	\$31.0	\$338	1,263 ₪
סה"כ	73,327	\$24.9	\$1,829	6,829 ₪

לאור האמור לעיל, שווי אחזקות מעיין בחברת גיזמוקס נאמד בכ- 1.8 מיליון דולר

ארה"ב (6.8 מיליון ש"ח).

- חלוקת שווי החברה העתידי בין בעלי המניות בהתייחס לזכויות ההעדפה בחלוקה של בעלי מניות הבכורה והמנהלים הבכירים ע"פ תקנון החברה, כמפורט בסעיף 3.4, תוך התחשבות בכסף שנכנס לחברה במסגרת מימוש כתבי האופציות ובמניות שיוקצו בתמורה.
- קביעת שווי מחדש לכל סוג של מניה ע"פ ממוצע פשוט של כל התרחישים השונים. שימוש בחתירה למטרה על מנת למצוא את שווי גיזמוקס אשר יביא לכך שהשווי של מניית בכורה B שהוקצתה במסגרת סבב ההשקעה האחרון, המתקבל במודל יהיה שווה למחיר הנקוב בסבב ההשקעה.

3.5.3 הנחות מרכזיות

להלן פירוט ההנחות המרכזיות עליהן התבססנו:

- זמן למימוש הנכסים – 3 שנים, לאור התפתחותה העסקית, גיזמוקס בוחנת בעקביות את האפשרויות האסטרטגיות העומדות בפניה לרבות המשך פעילות כחברה פרטית, הנפקה לציבור ומכירה או רכישת טכנולוגיות לצורך המשך פעילותה. יצוין כי הערכת השווי נסמכה, בין היתר, על הנחות החברה, לפיהן היא עשויה לממש את נכסיה וזאת עד לתום שנת 2015. ראוי לציין, כי הנחה זו לגבי מועד מימוש הנכסים הינה לצרכי הערכת השווי בלבד וכי אין כל וודאות בדבר נכונותה או יכולתה להתממשות של ההנחה כאמור.
- תנודתיות צפויה- 66%, נכון למועד ההערכה, החברה אינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות, ולפיכך אין ציטוטים של מחירי מניות החברה עליהם ניתן להתבסס באמידת התנודתיות הצפויה. בהתאם לזאת, אמידת התנודתיות הצפויה במחירי מניות החברה התבססה על התנודתיות ההיסטורית של חברות דומות. לצורך בחירת החברות הדומות, הגדרנו פרמטרים כגון ענף, תחום הפעילות וגודל שוק וניהלנו שיחות עם הנהלת החברה בנוגע לחברות החולקות תחום פעילות דומה לזה של החברה. התנודתיות ההיסטורית חושבה כסטיית התקן, במונחים שנתיים, של הלוגריתם הטבעי של התשואות היומיות של מניות החברות הדומות בתקופה המתאימה לזמן הצפוי עד למועד ההנזלה החזוי.

3.7. השוואה להערכת שווי קודמת

בחודש אוגוסט 2012, בוצעה על ידינו הערכת שווי הוגן של גיזמוקס לצורכי אמידת שווי אחזקותיה של מעיין בגיזמוקס ליום 30/06/2012. הטבלה שלהלן מציגה השוואה בין תוצאות הערכת השווי הקודמת לתוצאות עבודה זו:

מועד הערכת השווי	30/6/2012	31/12/2012
שיטת הערכת השווי	OPM	OPM
זמן עד להנזלה	1.5 שנים	3 שנים
סטיית תקן	57%	66%
שווי חברה (מ' דולר ארה"ב)	\$15.3	\$18.0
אחזקות מעיין (אלפי דולר)	\$3,122	\$1,829

הגיוס האחרון בחברה משקף שווי נמוך משמעותית לגיזמוקס ביחס להערכת השווי הקודמת. המניות שיוקצו ע"י החברה בגיוס האחרון הן מניות בכירות יותר (מניות B) ביחס למניות הקיימות ערב הגיוס ובשווי שהנו נמוך יותר ממחיר הרכישה של מניות הבכורה ערב העסקה (מניות A). הירידה בשווי אחזקות מעיין בגיזמוקס היא פועל יוצא של הירידה בשווי החברה.

נספח א' – תנאים והגבלות

המידע והנתונים הכלולים במסמך זה מבוססים על מידע גלוי במועד כתיבת המסמך אשר לוריאנס יעוץ כלכלי בע"מ יש יסוד סביר להניח כי הינו אמין, אך אין כל בטחון ולא נעשתה בדיקה בלתי תלויה כי הינו מידע שלם, מדויק ומעודכן, ואין להסתמך עליו ככזה. מסמך זה איננו מהווה אימות לנתונים אלו לשלמותם או למהימנותם. המידע המופיע במסמך זה איננו מתיימר לכלול את כל המידע שיידרש למשקיע פוטנציאלי בבואו לשקול השקעתו בחברה, ואין בו להחליף שיקול דעת עצמאי או קבלת ייעוץ מקצועי. מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות אלו, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות מסמך זה. מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק ניירות ערך או מכשירים פיננסיים הקשורים בתאגיד בו עוסק מסמך זה. כל הזכויות שמורות לוריאנס יעוץ כלכלי בע"מ.

נספח ב' – גישות להערכת שווי

להלן מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של חברות:

- א. שיטת ההשוואה לעסקות דומות;
- ב. שיטת השווי הנכסי;
- ג. שיטת המכפיל;
- ד. שיטת היוון זרמי המזומנים (F.C.D method).

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות

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

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

שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לעסקאות דומות הנם:

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

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקות שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך כלל, למצוא עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת השווי הנכסי

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

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

שיטת המכפיל

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

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

שיטת היוון זרמי המזומנים

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

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

המזומנים החזוי.

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

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

שיטות להערכת שווי סוגי מניות

גישת השוק – שימוש בעסקאות במניות בכורה של החברה כבסיס לשווי הוגן

לדעתנו העסקאות השונות שנעשו במניות הבכורה של חברות הפורטפוליו הינן בסיס כלכלי איתן להערכת שווי החברות מהסיבות הבאות:

- בעסקאות נקבע מחיר למניות הבכורה של החברה;
- שיעורי האחזקה של בעלי המניות לפני העסקאות שונו בעקבות העסקה;
- בעלי מניות חדשים הצטרפו לרשימת בעלי המניות של החברה.

מתודולוגיה להערכת שווי מניות על פי סוגים

באפריל 2004, פרסם כוח משימה של ארגון העל של רואי החשבון בארצות הברית, AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), הנחיה ("הנחיה") בנושא הערכת שווי ניירות ערך של חברה פרטית.

למרות שהנחיה זו אינה תקן ולא אושרה רשמית ע"י הרשות לניירות ערך האמריקאית, משרד רו"ח החלו להתבסס עליה ככלי להערכת מחירי אופציות בחברות פרטיות.

ההנחיה מתארת שלוש שיטות להקצאת שווי מניות וכן את היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות. ההנחיה בייחוד דוחה את השימוש ב"כלל אצבע" בהקצאת שווי בין מניות בכורה ומניות רגילות, כדוגמת תמחור מניות רגילות ב-10% ממחיר מניות הבכורה.

השיטות להקצאת שווי מניות ע"פ ההנחיה הן:

- שיטת הערך הנוכחי (Current Value Method);
- שיטת תמחור האופציות (Option Pricing Method - OPM);
- שיטת ממוצע משוקלל של הסתברויות תרחישים והתשואה הצפויה בהם (Probability-Weighted Expected Return Method).

ההנחיה מציעה שהשיטה הנבחרת תיקח בחשבון את שלבי התפתחות החברה.

שיטת הערך הנוכחי

שיטה זו מניחה נזילות מידית של החברה עקב פשיטת רגל או אירוע נזילות כגון מיזוג או הנפקה שבו מניות הבכורה נפדות, והשווי לחלוקה שווה לשווי החברה. לאחר מכן, מוקצה השווי בתאום עם התנאים הנלווים למניות הבכורה או תנאי הפדיון של מניות הבכורה כמפורט בכתב הזכויות של החברה.

היתרון המרכזי בשיטה זו הוא הפשטות ביישומה שהופכים אותה למאוד ישימה עבור הערכת חברות פרטיות מסוג זה. אולם מאחר ואירוע פירוק הינו בסיכוי נמוך והפוטנציאל הגלום בחברות הפורטפוליו טרם ממומש ולא מבוטא בערכן הנוכחי, החלטנו כי שיטה זו אינה מתאימה להערכת השווי.

שיטת ממוצע משוקלל של הסתברויות תרחישים והתשואה הצפויה

שיטה זו היא התיאורטית ביותר להקצאת שווי חברה. ע"פ שיטה זו, שווי החברה נקבע בכל נקודה על פי מגוון תרחישים עתידיים ותאריכים. התרחישים העתידיים הטיפוסיים לחברה לרוב כוללים: פשיטת רגל, רכישה, הנפקה והמשך התנהלות החברה הפרטית כ"עסק חי".

בצורתה הפשוטה כוללת השיטה את השלבים הבאים:

- א. קביעת שווי החברה בכל אחד מהתרחישים העתידיים והתאריך הרלוונטי להתרחשותם.
- ב. עבור כל תרחיש, קביעת ההקצאה בין מניות בכורה ומניות רגילות בהתבסס על התנאים הנלווים למניות בכורה.
- ג. היוון שווי המניה על ידי שימוש בריבית להיוון (WACC) מותאמת סיכון.
- ד. קביעת הסתברויות להתממשות כל אחד מהתרחישים.
- ה. הכפלת ההסתברות של כל תרחיש בשווי למניה בערך נוכחי עבור התרחיש הרלוונטי.

מאחר וחברות הפורטפוליו עדיין בשלביהן המוקדמים ובפניהן טווח רחב מאוד של אפשרויות לתרחישים שונים המגלמים שוויים עתידיים אפשריים, החלטנו כי שיטה זו אינה מתאימה.

שיטת תמחור האופציות (OPM)

שיטה זו בוחנת כל סדרת מניות כאופציית רכש (call option) על כל או חלק משווי החברה. שיטה זו משתמשת במודלים לתמחור אופציות כדוגמת בלק ושולס או סימולציית מונטה קרלו כדי לקבוע את מחיר כל אופציית רכש.

היתרון בשיטה זו הוא שהיא לוקחת בחשבון את השפעת התנאים הנלווים למניות הבכורה עבור טווח של תאריכים ושוויים שונים לאירועי אקזיט. חסרונות שיטה זו מתבטאים בכך שהיא מורכבת ליישום ובעלת רגישות להנחות מרכזיות. ההנחיה של כוח המשימה מסכמת ששיטה זו מתאימה לחברות העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים.

נספח ג' - פרטי מעריך השווי

כללי

וריאנס הינה חברה מובילה, בלתי תלויה, המתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי, עסקי ומימוני לחברות ישראליות ובינלאומיות, פרטיות וציבוריות, בוגרות וחברות הזנק (Start-up) ומשרדי ממשלה. המקצועיות הרבה של צוות החברה בתחומי הייעוץ הכלכלי מסייעת ללקוחותינו בתהליכי גיוס כספים, הנפקה לציבור, השקעה, מיזוגים ורכישות וכן בדיווחים הכספיים שלהם.

לחברה ניסיון רב במתן שירותי ייעוץ והערכות שווי מסוגים שונים בהתאם לכללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והאמריקאית (US GAAP). כמו כן, עבודותינו מבוצעות וערוכות לפי דרישות ה- SEC, IASB (IFRS), AICPA, IRS.

פרטים נוספים אודות וריאנס ניתן למצוא באתר האינטרנט של החברה בכתובת: www.variance.co.il.

הצוות המוביל

רם לוי (רו"ח, MBA) – מייסד, שותף מנהל.

לרם ניסיון עשיר בליווי וייעוץ לחברות ועסקים במשק הישראלי. ניסיונו של רם כולל ייעוץ עסקי לחברות מובילות במשק הישראלי ולחברות הזנק. ניסיונו של רם כולל הערכות שווי חברות, מיסוד תוכניות למטרת מיזוגים ושיתופי פעולה עסקיים, בחינת פרויקטי BOT חוות דעת לבתי משפט, בניית מודלים פיננסיים ובדיקות כדאיות והתכנות של פרויקטים. לפני עבודתו בוריאנס שימש כמנהל בכיר בקסלמן פיננסיים (PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance). כמו כן, כיהן כסמנכ"ל פיתוח עסקי בחברת ספקטרוניקס בע"מ וכיועץ פיננסי בחברות ייעוץ פרטיות. לרם תואר ראשון בחשבונאות מהמכללה למנהל (מסלול אקדמי), כמו כן, תואר ראשון במדעי החיים ותואר שני במנהל עסקים (MBA), התמחות במימון מאוניברסיטת בר-אילן.

אסף סגל (MBA) - שותף, מנהל תחום פיננסיים

לאסף ניסיון במתן שירותי ייעוץ ללקוחות מקומיים ובינלאומיים רבים המגוון רחב של תעשיות לרבות היי-טק, ביומד, אינטרנט, נדל"ן ופיננסיים. ניסיונו כולל שנים רבות של ייעוץ כלכלי והערכות שווי של מיזמים, חברות, מכשירים פיננסיים ועסקאות מורכבות לצרכי השקעה, מיזוגים ורכישות והנפקה לציבור. בעבר שימש כמנהל בקסלמן פיננסיים (PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance). כמו כן, כיהן כסמנכ"ל כספים ופיתוח עסקי בחברת תוכנה, מנהל מחלקה כלכלית בחטיבת צפון אמריקה של אמדוקס בארה"ב, כאחראי נוסטרו בבנק אגוד ובצוות הליבה של ניהול הסיכונים של הבנק וכן ככלכלן עוזר במחלקת המחקר של בנק ישראל בתחום שוק ההון. אסף סגל הינו בוגר תואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה מאוניברסיטה העברית בירושלים ובעל תואר שני במנהל עסקים (MBA) עם התמחות במימון ובמחשבים ומערכות מידע, של ביה"ס למנהל עסקים של האוניברסיטה העברית בירושלים.

אמנון אלון (MBA) - שותף, מנהל תחום הערכות שווי

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

