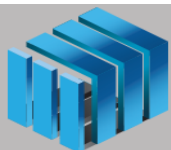


גפן השקעות ביומד בע"מ



עדכון הערכת שווי החזקה בחברת DBAG Phoenix investment SARL ליום 31 בדצמבר, 2020

מרץ 2021



Valuations



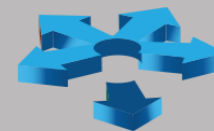
Litigation support



Financial reporting



Solvency



Business Plans

החזקותיה בחברה, לצורך דוחותיה הכספיים. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה כלשהי ללא ידיעה והסכמה מפורשת בכתב מאת מעריך השווי. מעריך השווי מסכים לפרסום הערכת שווי זו בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

היקף הניתוח

בביצוע הערכת השווי, הבדיקות והניתוחים אותם ביצענו נכללו, בין היתר, הצעדים הבאים:

- שיחות עם ההנהלה של גפן ושל החברה בנוגע לנכסיה, ההיסטוריה הפיננסית והתפעולית של החברה;
- בחינת נתונים ומסמכים רלוונטיים והבנה של היקף והליך המיזוג;
- בחינת סקירות שוק ומידע ענפי רלוונטי;
- ניתוח דוחות כספיים היסטוריים וצפויים, מבוקרים ובלתי מבוקרים, ונתונים פיננסיים ותפעוליים אחרים בנוגע לחברה והחזקותיה;
- הכנת דו"ח המסכם את המתודולוגיות ששימשו אותנו בעבודתנו, ההנחות עליהן התבסס ניתוח השווי וממצאים באשר לשווי החברה.

מרץ 2021

לכבוד:

מר אורי בן-אור,

סמנכ"ל הכספים.

מר אורי הנכבד,

מכתב זה מיועד לספק סקירה אודות המטרה וההיקף של הניתוחים והמסקנות שלנו. הנכם מופנים לדו"ח המצורף בזאת, בו דיון והצגת הניתוחים שבוצעו בקשר להתקשרות זו.

בהתאם לבקשתכם, C-Value (להלן: "מעריך השווי") הכין עדכון לניתוח עצמאי בקשר להערכת השווי הכלכלי של החזקות גפן השקעות ביומד בחברת DBAG Phoenix Investment SARL (להלן: "החברה" ו/או "DBAG") ליום 31 בדצמבר 2020 (להלן: "מועד הערכת השווי") למטרות דוחות כספיים.

מטרה והיקף

מטרת התקשרות זו הינה לסייע להנהלת החברה להעריך את שווי ההוגן של

כמו כן, התבקשנו להציג את שווי ההחזקה בדולר¹ כדלהלן:

סוג נייר	חברה	כמות	שווי מניה בדולר	סה"כ שווי בדולר
Unit 1 \$3.7849	גפן	33,592	8.62	289,473
Unit 1 \$4.037	א.ת.י	59,653	9.19	548,315
Unit 2	א.ת.י	410,678	7.45	3,059,345
סה"כ				3,897,132

כפי שניתן לראות, שווי ההחזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 289,473 דולר, שווי ההחזקה של חברת א.ת.י הסתכם לכ- 3,607,660 דולר. **סך שווי ההחזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 3,897,132 דולר נכון למועד הערכת השווי.**

הערכת השווי הוכנה על בסיס נתוני החברה ומתודולוגיות הערכת שווי מקובלות. התוצאות של ניתוחינו לא הושפעו, בכל דרך שהיא, מהשכר ששולם עבור שירותינו. הוראות ותנאים עסקיים נוספים אשר לפיהם בוצעה עבודתנו, כלולים כחלק מדו"ח זה על דרך ההפניה.

בהתאם למכתב ההתקשרות ולמכתב הנלווה לעיל, עבודתנו כפופה לתנאים הכלולים בפרק "הצהרה אודות תנאים מגבילים" הנלווה לדו"ח זה. כמו כן, הדו"ח, המסקנות הכלולות בו, הנספחים והטבלאות לא ייקראו ו/או לא ייעשה בהם שימוש בכל דרך שהיא מבלי שניתנה התייחסות לתנאים מגבילים אלו.

תקציר הממצאים

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדו"ח המצ"ב והמידע הזמין עליו הסתמכנו ובהתאם להערכות ההנהלה, לדעתנו השווי ההוגן של החזקתה של גפן בחברה באירו ובדולר נכון לתאריך ההערכה, מוערך כדלהלן:

במטבע האירו:

סוג נייר	חברה	כמות	שווי מניה באירו	סה"כ שווי באירו
Unit 1 \$3.7849	גפן	33,592	7.02	235,961
Unit 1 \$4.0372	א.ת.י	59,653	7.49	446,954
Unit 2	א.ת.י	410,678	6.07	2,493,799
סה"כ שווי באירו				3,176,715

כפי שניתן לראות, שווי ההחזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 235,961 אירו, שווי ההחזקה של חברת א.ת.י הסתכם לכ- 2,940,754 אירו. **סך שווי ההחזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 3,176,715 אירו נכון למועד הערכת השווי.**

¹ בהתאם ליחס ההמרה בין אירו לדולר ליום 31.12.2020, בהתאם לנתוני בנק ישראל

בכל מקרה של שאלה בנוגע לניתוח או לדו"ח שלנו, אנו צרו קשר עם C- Value
Business Consulting במספר טלפון +972-3-7653333.

בברכה,

C- Value Business Consulting

ד. י. ז.

הצהרה אודות תנאים מגבילים:

1. בהתאם לאתיקה המקצועית המוכרת, שכר הטרחה המקצועי עבור שירות זה אינו מותנה במסקנה שלנו אודות השווי, ולמעריך או לעובדיו אין כל אינטרס כספי, נוכחי או מתוכנן, בחברה אשר נכסיה מוערכים.
2. חוות הדעת לגבי השווי, אשר באה לידי ביטוי במסמך זה, מתייחסת אך ורק למטרה המוצהרת נכון לתאריך ההערכה.
3. דוחות כספיים ומידע קשור אחר שסופקו על ידי החברה או נציגיה במהלך בדיקה זו, התקבלו, ללא אימות נוסף, כמשקפים באופן מלא ונכון את מצבה העסקי של הפעילות ואת תוצאותיה התפעוליות עבור התקופות השונות, למעט ככל שמצוין אחרת בדוח זה.
4. מידע ציבורי ומידע ענפי וסטטיסטי, הושגו ממקורות שלדעתנו הינם אמינים; עם זאת, איננו מתחייבים לדיוק או לשלמות של מידע כאמור, וקיבלנו מידע זה ללא אימות נוסף.
5. איננו מתחייבים לסיכויי השגת התוצאות החזויות על ידי החברה, מכיוון שאירועים ונסיבות לעתים קרובות אינם מתרחשים כמצופה; הבדלים בין תוצאות בפועל לבין תוצאות חזויות, עשויים להיות מהותיים; והשגת התוצאות החזויות תלויה בפעולות, תוכניות והנחות של ההנהלה.
6. המסקנות לעניין השווי מבוססות על ההנחה כי רמת המומחיות והאפקטיביות הנוכחית של ההנהלה תמשיך להתקיים, וכי טיבה ואיכותה של החברה לאחר מכירה, ארגון מחדש, חליפין או דילול חלקם של הבעלים, לא ישתנו באופן מהותי או ניכר.

7. דוח זה והמסקנות שבו, מיועדים לשימוש בלעדי של הלקוח שלנו, למטרה היחידה והמסוימת כפי שמצוינת בדוח. כמו כן, הדו"ח והמסקנות אינם מיועדים להוות ייעוץ השקעות ע"י החברה, ועל הקורא להימנע מלפרשם ככזה בכל אופן שהוא. המסקנות הכלולות בדו"ח מייצגות את דעתו של מעריך השווי, בהתחשב במידע שסופק לו על ידי החברה ומקורות אחרים.

8. במסגרת התקשרותנו זו לבחינת שווי הנכס, הוגבלה תקרת אחריותי בגין נזקים מכל סוג ומין שהם למעט נזקים שנגרמו ברשלנות רבתי או בזדון, לסכום שכר הטרחה המשולם בגין ההתקשרות כשהוא מוכפל בשלוש. כן קיבלתי מכם שיפוי בגין כל סכום שאחויב בו כלפי צד שלישי בפסק דין. חלוט בקשר להכנת חוות דעת זו וכן בגין הוצאות משפטיות סבירות אלא אם ייקבע כי פעלתי בקשר לעבודה זו ברשלנות רבתי או בזדון. ההתחייבות לשיפוי תחול רק בגין סכום כספי, דמי נזק, הפסד, תשלום או הוצאה העולים במצטבר על סכום שכר הטרחה המשולם בגין ההתקשרות כשהוא מוכפל בשלוש.

9. הערכה זו מתייחסת ליום 31 בדצמבר, 2020. נציין כי נכון למועד הכנת הדו"ח המשק העולמי מצוי בעיצומו של משבר הקורונה המתאפיין באי וודאות גדולה באשר לשווקים השונים. בהתאם גם בנתוני הערכת השווי ותחזיות החברה ישנה אי ודאות רבה ואלו מבוססות על ציפיות ההנהלה והערכותיה באשר להיקף והשפעת המשבר על החברה. לאור זאת, אין אנו אחראים לשינויים בפרמטרים הכלכליים והשלכותיהם על הערכת השווי, ככל שינבעו מהתקדמות מגיפה זו.

10. אנו נותנים את הסכמתנו כי דוח זה יצורף באתר ההפצה של הרשות לניירות ערך ובאתר האינטרנט של הבורסה בתל אביב כחלק מהדוחות או הדיווחים המידיים שיפורסמו על ידי החברה.

קיצורים:

C - Value Business Consulting Ltd.	מעריך השווי או C - Value
גפן השקעות ביומד בע"מ	גפן
DBAG Phoenix investment SARL	החברה ו/או חברת ההשקעות
G&G Biotechnology Ltd	G&G
Polytech Health & Aesthetics GmbH	פוליטק
PT Management GmbH	חברת הניהול
31 בדצמבר 2020	תאריך הערכת השווי
תקן חשבונאות בינלאומי	IAS
תקן דיווח כספי בינלאומי	IFRS
מודל תזרימי מזומנים מהוונים	DCF
Food and drug administration	FDA
Magnetic resonance imaging	MRI
שווי פעילות החברה	EV
גמלון הוא אלמנט אדריכלי בצורת משולש שווה שוקים	גמלון
Option Price Method	OPM
יחידת השתתפות	יה"ש

תוכן העניינים :

8.....	1. סקירת החברות
8.....	1.1 חברת גפן השקעות ביומד
8.....	1.2 חברת G&G
8.....	1.3 חברת DBAG Phoenix Investment SARL
9.....	1.4 חברת פוליטק
9.....	1.5 חברת הניהול
9.....	1.6 עץ החזקות
10.....	2. תיאור עסקת המיזוג
10.....	3. ניתוח דוחות כספיים
14.....	4. סקירת שוק
16.....	5. הערכת שווי החברה
16.....	5.1 גישות להערכת שווי
17.....	5.2 הגישה שנבחרה
17.....	5.3 גישת ההכנסה
22.....	5.4 סיכום שווי החברה
22.....	6. הערכת שווי מניות בכורה C
23.....	6.1 גישות להערכת שווי מוצרים פיננסים מורכבים
23.....	6.2 מודל מונטה קרלו
24.....	7. הערכת שווי יחידות השתתפות
25.....	7.1 מודל OPM
26.....	7.2 שווי יחידות השתתפות
27.....	8. סיכום
27.....	8.1 שווי החזקה של גפן
27.....	8.2 בחינת שווי החזקה גפן תחת הנחה פסימית
27.....	8.3 ניתוח רגישות לשווי חברת DBAG
28.....	8.4 התייחסות לבחינת הערכת שווי ליום 30 ביוני 2020

נספח א' - תחזית DCF

נספח ב' - אי סחירות (DLOM) על פי מודל Finnerty

נספח ג' - מודל OPM

הבת "G&G Biotechnology B.V" אשר פועלת משפטית מהולנד. החברה יחד עם חברת הבת עוסקת בפיתוח, שיווק והפצה של שתלי סיליקון קלי משקל.

לקוחות החברה נחלקים לשני סוגים עיקריים כדלהלן:

1. רופאים אשר מבצעים את ההשתלות בפועל.

2. מפיצים הלוקחים על עצמם את השיווק וההפצה במדינה בה הם פועלים.

בראשית דרכה, פעלה החברה כחברת פרויקט בתוכנית 'חממות טכנולוגיות' של רשות החדשנות הישראלית. באמצעות תוכנית זו זכתה החברה להשתתפות ומימון של רשות החדשנות במימון פעילותה. כספי המימון מועברים לזכיין החממה (אשקלון תעשיות ידע), הזכיין מעביר את הכספים לחברת G&G בתמורה למניות. במהלך תקופת החממה, עסקה החברה בפיתוח שתלי הסיליקון קלי המשקל עבור פרוצדורות להגדלת ושחזור חזה. החברה הדגימה הפחתת משקל ביחס לנפח של כ-30% בממוצע, ובנוסף לכך פיתחה תהליך גימלון תעשייתי וייצרה כמאה שתלים אשר עמדו במבחנים מכניים, כימיים וביולוגיים.

החל משנת 2014 חברת G&G חתמה על הסכם ייצור של שתלי הסיליקון שפיתחה מול חברת פוליטק, בעלת מפעל לייצור במדינת גרמניה.

בדצמבר 2017 חתמה החברה על הסכם מיזוג עם חברת "Polytech Health & Aesthetics" בדרך של החלפת מניות. המיזוג הושלם ביולי 2018. משרדי החברה ממוקמים ברחוב שדרות בן גוריון 4, חיפה, ישראל.

1.3 חברת DBAG Phoenix Investment SARL

חברת DBAG התאגדה ביום 9 באוקטובר, 2015 במדינת לוקסמבורג. החברה משמשת כחברת החזקות אשר מחזיקה במלוא הון המניות של חברת הניהול. בחברה לא קיימת פעילות למעט ההחזקה בחברת הניהול ונכון למועד הערכת השווי אין עובדים בחברה.

ביום 27 ביוני 2018 חברת ההשקעות הנפיקה 16,412,250 מניות בכורה C לבעלי המניות של חברת G&G בתמורה למלוא הון המניות של חברת G&G וזאת בהתאם לתנאי המיזוג שנחתם בדצמבר 2017.

1. סקירת החברות

1.1 חברת גפן השקעות ביומד

גפן השקעות ביומד בע"מ הוקמה בשנת 1969 בשם "דגם - מעבדות ישראליות לעזרי אלקטרוניקה בע"מ". החל מיולי 1991 נסחרה החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה עסקה בייצור ושיווק של מערכות הדרכה ולימוד בתחומים שונים המיועדים למוסדות חינוך ולמרכזים להכשרה טכנולוגית, עד סוף שנת 2007. מאז הקמתה, התחלפו בעלי החברה ושונו אופי עיסוקה ושמה מספר פעמים. בשנת 2010 שונה שמה של החברה לשמה הנוכחי, גפן השקעות ביומד בע"מ.

נכון לסוף שנת 2018, פועלת החברה באמצעות חברות הבת שלה, לקידום השקעה והשבחה של פרויקטים קיימים בחברות החממה והפורטפוליו שלה. במסגרת פעילות זו, הנהלת גפן מאתרת הזדמנויות השקעה (בעיקר עם השקעות המשך בחברות פורטפוליו קיימות), בוחנת אותן על פי קריטריונים ברורים להשקעה הכוללים, בין היתר, פרמטרים איכותיים, קנייניים, מדעיים, עסקיים, מבצעת את ההשקעה בפועל תוך הקפדה על שיקולי כדאיות ומחיר. במסגרת ההשקעה מלווה חברת גפן חלק מחברות הפורטפוליו בפעילותן השוטפת, ומספקת להן שירותים מנהלתיים ומקצועיים במידת הצורך.

ביום 25 במרץ 2018, לאחר שהחברה השלימה את השנה הרביעית ברשימת השימור, נמחקו מניותיה ממסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

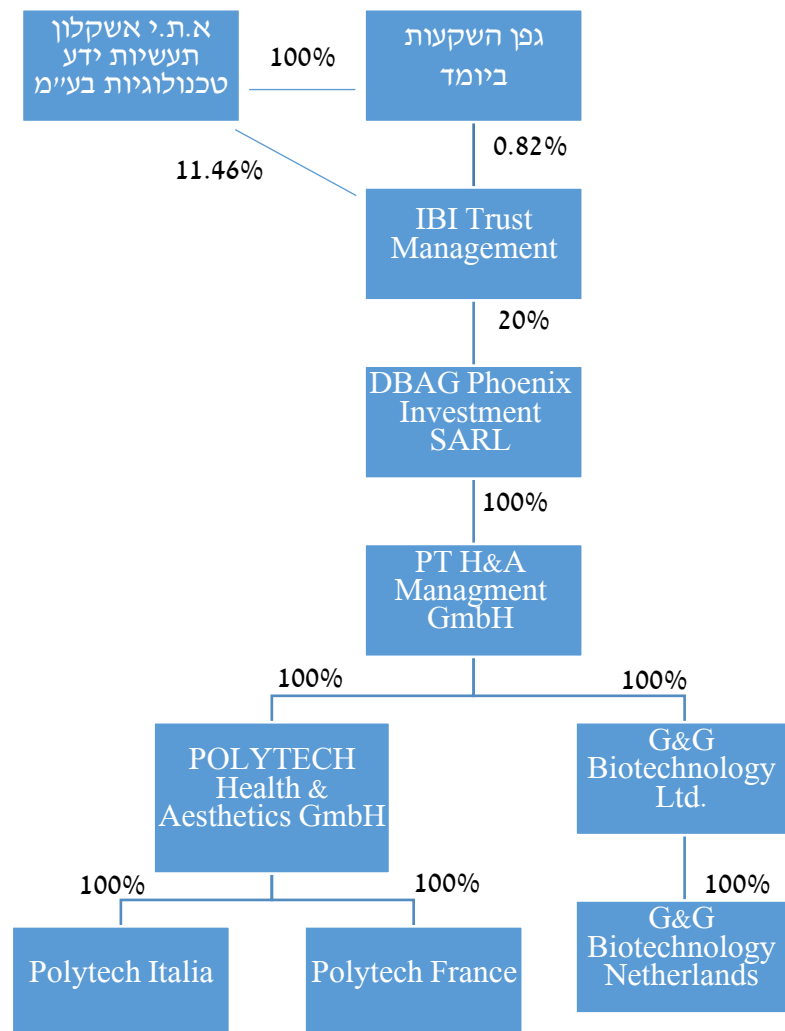
במסגרת פעילותה, חברת גפן מחזיקה בחברת DBAG בכ- 0.8186% מסך מניות בכורה C בשרשור ישר, ובכ- 11.462% מניות בכורה C בשרשור עקיף דרך חברת הבת "א.ת.י אשקלון תעשיות ידע טכנולוגיות בע"מ".

משרדי החברה ממוקמים ברחוב התדהר 16 ברעננה, ישראל.

1.2 חברת G&G

חברת G&G Biotechnology Ltd התאגדה בישראל כחברה פרטית בשנת 2006. החל משנת 2016 מבצעת החברה את פעילות השיווק וההפצה שלה באמצעות חברת

1.6 עץ החזקות



ביום 3 ביולי 2018 החברה העבירה את מלוא הון המניות של חברת G&G לחברת הניהול ללא תמורה.

בתאריך 17 ביוני 2020 החברה גייסה סכום של 6 מיליון אירו מבעלי המניות הקיימים.

1.4 חברת פוליטק

חברת Polytech Health & Aesthetics GmbH נוסדה בשנת 1986 בדיבורג, גרמניה. חברת פוליטק הינה קונצרן בינלאומי המתמחה בייצור ומכירה של שתלים, בתחילת דרכה עסקה החברה בהפצה של מכשירי אורתופדיה. בשנת 1987 התחילה החברה בהפצת שתלי שד, שיוצרו בברזיל, לשוק הגרמני. בשנת 1988 בנוסף לייצור של שתלי שד החלה החברה לשווק שתלי סיליקון המיועדים לשוקיים. בשנת 1992 החלה החברה לייצר שתלי סיליקון במפעליה בגרמניה. בשנת 1993 החברה הרחיבה את רשת ההפצה שלה ברחבי אירופה.

על פי הערכות החברה, מוצריה מהווים כ- 20% משוק שתלי הסיליקון בגרמניה. בנוסף, מוצריה של החברה נמכרים בכ- 80 מדינות מסביב לעולם.

לחברת פוליטק שתי חברות בנות בבעלות מלאה, אחת בצרפת ואחת באיטליה, אשר משמשות כמפיץ ומשווק של מוצריה של חברת פוליטק.

משרדי החברה ממוקמים ברחוב Alzheimer 32 דיבורג, גרמניה.

1.5 חברת הניהול

חברת PT H&A Management GmbH היא חברת האם של חברת פוליטק ושל חברת G&G.

ביום 6 בספטמבר 2016, רכשה חברת הניהול את מלוא הון המניות של חברת פוליטק.

משרדי החברה ממוקמים בדיבורג גרמניה. נכון למועד הערכת השווי, החברה מעסיקה כ- 30 עובדים.

הערכת השווי מסתמכת על הדוחות הכספיים המעודכנים ביותר אשר היו ברשותנו בעת הערכת השווי, קרי נובמבר 2020. יתכן וחולו שינויים בהערכת השווי, ככל ויתקבלו נתונים מעודכנים יותר למועד הערכת השווי.

רווח והפסד באירו:

2018	2019	נובמבר 2020	רווח והפסד באירו
46,696,224	49,988,422	42,656,000	הכנסות נטו
	7.1%	6.9%-	צמיחה שנתית
1,091,532	1,516,295	0	הכנסות תפעוליות אחרות
47,787,756	51,504,717	42,656,000	סה"כ הכנסות
(13,860,449)	(13,194,177)	(11,077,000)	עלות המכר
33,927,307	38,310,539	31,579,000	רווח גולמי
71%	74%	74%	שיעור רווח גולמי
(11,217,731)	(12,862,845)	(13,133,000)	הוצאות שכר
(1,925,694)	(2,243,849)	(3,983,000)	הוצאות סוציאליות
(14,877,537)	(16,337,171)	(9,155,000)	הוצאות תפעוליות אחרות
(7,629,373)	(8,692,389)	(3,462,000)	פחת
(1,723,028)	(1,825,715)	1,846,000	רווח תפעולי
-4%	-4%	5%	שיעור רווח תפעולי
141,594	10,866	(1,000)	הכנסות מימון
(1,534,497)	(1,383,765)	(1,221,000)	הוצאות מימון
		(4,703,000)	התאמות

2. תיאור עסקת המיזוג

ביום 22 בדצמבר 2017, נחתם הסכם מיזוג בדרך של החלפת מניות בין חברת G&G לבין חברת DBAG אשר מחזיקה במלוא הון המניות של חברת הניהול.

להלן עיקר תנאי המיזוג הרלוונטיים להערכת שווי זו:

א. בעלי המניות של חברת G&G ימסרו את מניותיהם ובתמורה יונפקו לזכותם מניות בכורה C אשר יהוו כ- 20% מהון המניות של החברה. בנוסף, על פי תנאי ההסכם, שווי החברה הממוזגת הסתכם לכ- 120 מיליון אירו לפי שווי של 24 מיליון אירו של חברת G&G ושווי של 96 מיליון אירו של חברת פולטיק.

ב. בעלי מניות בכורה C יהיו זכאים לדיבידנד בשיעור של 50%, במידה שיחולק. מהנהלת החברה נמסר לנו כי אין בכוונתה לחלק דיבידנד בשנים הקרובות.

ג. בתרחיש של אירוע נזילות בעלי מניות בכורה C יהיו זכאים לקבל שיעור הנע בין 18%-50% מהתקבול וזאת בהתאם לסכום המכירה. לפירוט ראה סעיף 6.

ביום 28 ביוני 2018, לאחר שהתקיימו כל התנאים שנקבעו בעסקת המיזוג, הושלמה עסקת המיזוג.

3. ניתוח דוחות כספיים של החברה

כמפורט בתרשימים ההחזקות, החברה הינה חברת החזקות בלבד המחזיקה במישרין במלוא הון המניות של חברת הניהול וזו מחזיקה במלוא הון המניות הן של חברת פולטיק והן של חברת G&G. אין לחברה פעילות למעט ההחזקה בחברת הניהול והיא אינה מעסיקה עובדים.

על כן, בחרנו להציג ניתוח של הדוחות הכספיים המאוחדים של חברת הניהול המכילים את הנתונים של חברת פולטיק ושל חברת G&G.

בנוסף, הצגנו את הדוחות הכספיים לשנת 2018, 2019 ו- נובמבר 2020 מאחר

הוצאות שכר וסוציאליות

סעיף זה הסתכם לכ- 13,143, 15,106 וכ- 17,116 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

הוצאות תפעוליות אחרות

סעיף זה הסתכם לכ- 14,877, 16,337 ולכ- 9,155 אלפי יורו במהלך השנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

פחת

הפחת של חברת הניהול נובע מהפתחה של רכישת החברות, רכוש קבוע ומכונות. סעיף זה הסתכם לכ- 7,629, 8,692 ולכ- 3,462 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

רווח תפעולי

הרווח התפעולי של החברה הסתכם לכ- (1,723), (1,825) ולכ- 1,846 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

הוצאות מימון נטו

סעיף זה הסתכם לכ- 1,392, 1,372 ולכ- 1,222 אלפי יורו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

התאמות

סעיף זה הסתכם לכ- (4,703) אלפי יורו בנובמבר 2020.

רווח אחרי מיסים

הרווח אחרי מיסים של החברה הסתכם לכ- (3,949) (3,894) ולכ- (3,918) אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

רווח לפני מיסים	(4,079,000)	(3,198,613)	(3,115,931)
מיסים	(443,000)	(685,678)	(823,453)
מיסים אחרים	604,000	(10,403)	(10,497)
רווח אחרי מיסים	(3,918,000)	(3,894,694)	(3,949,882)

*דוחות החברה לנובמבר 2020 אינם מבוקרים.

הכנסות

ההכנסות של חברת הניהול נובעות ממכירה של שתלים למרפאות ולמפוצים של החברה מרחבי לעולם. ההכנסות הסתכמו לכ- 42,696, 49,988 ולכ- 46,656 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה ומציגות צמיחה של כ- 7% בין השנים 2018 לבין 2019 ודעיכה של כ- 6.9% בין 2019 לנובמבר 2020.

הכנסות תפעוליות אחרות

הכנסות אלה נובעות מהמרות של מט"ח, ביטול קרנות הון ועוד. סעיף זה הסתכם לכ- 1,091 ולכ- 1,516 אלפי אירו בשנים 2018 ו- 2019 בהתאמה.

עלות המכר

עלות המכר כוללת את עלות חומרי הגלם המשמשים לייצור השתלים. סעיף זה הסתכם לכ- 13,860, 13,194 ולכ- 11,077 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

רווח גולמי

הרווח הגולמי של חברת הניהול הסתכם לכ- 33,927, 38,310 ולכ- 31,579 אלפי אירו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה, כאשר שיעור הרווח הגולמי מההכנסות הסתכם לכ- 71%, 74% ו- 74% בהתאמה.

מאזן נכסים באירו:

אירו	נובמבר 2020	2019	2018
מזומן ויתרות בנקאיות	10,023,000	7,360,443	4,831,049
חייבים ונכסים אחרים	10,440,000	10,079,092	10,760,212
הוצאות מראש	277,000	156,393	203,623
מלאי	15,466,000	16,917,877	16,251,228
סה"כ נכסים שוטפים	36,206,000	34,513,805	32,046,112
נכסים בלתי מוחשיים	79,436,000	86,003,221	93,169,752
נכסים מוחשיים	6,595,000	7,086,904	7,707,572
מס נדחה	1,665,000	1,664,562	1,396,001
סה"כ נכסים לא שוטפים	87,696,000	94,754,688	102,273,324
סה"כ נכסים	123,902,000	129,268,492	134,319,436

מזומנים ושווי מזומנים

לחברת הניהול מזומנים ויתרות בנקאיות שהסתכמו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 4,831, 7,360 ולכ- 10,023 אלפי אירו בהתאמה. הגידול ביתרת המזומנים לנובמבר 2020 נוצר עקב הגדלת ניצול מסגרת האשראי של החברה.

חייבים ונכסים אחרים

סעיף זה מורכב מלקוחות ונכסים אחרים. הסעיף הסתכם לכ- 10,760, 10,079 ולכ- 10,440 אלפי יורו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בהתאמה.

הוצאות מראש

הסתכמו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 156, 203 ו- 277 אלפי אירו בהתאמה.

מלאי

סעיף המלאי כולל בתוכו חומרי גלם, דלקים ומוצרים מוגמרים. סעיף זה הסתכם בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 16,917, 16,251 ו- 15,466 אלפי יורו בהתאמה.

נכסים בלתי מוחשיים

נכסיה הבלתי מוחשיים של החברה כוללים זיכיונות שנרכשו, זכויות קניין תעשיית, רישיונות וכו'.

נכסיה הבלתי המוחשיים של החברה הסתכמו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 בכ- 93,169, 86,003 ו- 79,436 אלפי אירו בהתאמה.

נכסים מוחשיים

נכסיה המוחשיים של החברה כוללים מבנים, זכויות בקרקע, ציוד ומכונות.

נכסיה המוחשיים של החברה הסתכמו בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 7,707, 7,086 ו- 6,595 אלפי אירו בהתאמה.

מס נדחה

סעיף זה הסתכם בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 1,396, 1,664 ו- 1,665 אלפי אירו בהתאמה.

מקדמות מלקוחות

סעיף זה הסתכם לשנים 2018 ו- 2019 לכ- 373 ו- 426 אלפי אירו בהתאמה.

ספקים

ההתחייבות בגין ספקים בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 הסתכמו לכ- 3,336, 4,047 ו- 2,122 אלפי אירו בהתאמה.

התחייבויות אחרות

ההתחייבות זו הסתכמה בשנים 2018, 2019 וב- נובמבר 2020 לכ- 1,232, 928 ו- 1,906 אלפי אירו בהתאמה.

מיסים

סעיף זה הסתכם בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 5,934, 5,392 ו- 4,789 אלפי אירו בהתאמה.

הוצאות מראש

סעיף זה הסתכם בשנים 2018 ו- 2019 לכ- 47 אלף אירו ו- 72 אירו בהתאמה.

הפרשות סוציאליות

סעיף זה הסתכם בשנים 2018 ו- 2019 לכ- 13 ו- 18 אלפי אירו בהתאמה.

הפרשות אחרות

סעיף זה הסתכם בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 לכ- 3,057, 3,509 ו- 3,413 אלפי אירו בהתאמה.

הון רשום

ההון הרשום של החברה בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 הסתכם לכ- 25 אלפי אירו.

מאזן התחייבויות באירו:

אירו	נובמבר 2020	2019	2018
התחייבויות לבנקים	32,148,000	33,852,500	36,069,000
מקדמות מלקוחות		426,237	373,140
ספקים	2,122,000	4,047,348	3,336,923
התחייבויות אחרות	1,906,000	1,232,331	928,262
מיסים	4,789,000	5,392,252	5,934,053
הוצאות מראש	72	47,919	
הפרשות סוציאליות	18,495	13,386	
הפרשות מס	332,000	689,257	433,031
הפרשות אחרות	3,413,000	3,509,861	3,057,358
סה"כ התחייבויות	44,710,000	49,168,353	50,193,070
הון רשום	25,000	25,000	25,000
פרמיה על מניות	96,968,000	93,917,114	94,048,648
יתרת הפסד	(17,801,000)	(13,841,975)	(9,947,280)
סה"כ הון	79,192,000	80,100,139	84,126,368
סה"כ התחייבויות והון	123,902,000	129,268,492	134,319,437

התחייבויות לבנקים

כלל ההתחייבויות לבנקים לשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 הסתכמו לכ- 36,069, 33,852 ו- 32,148 אלפי אירו בהתאמה.

בשנת 1962 בוצע ניתוח שתלי הסיליקון הראשון בעולם¹.

ניתוחי שד הכוללים שתלים נעשים בדרך כלל לצרכים קוסמטיים או רפואיים. השתלים נמצאים בתוך מעטפת סיליקון ומתחלקים לשני סוגים: מילוי של תמיסת מלח (סליין) ומילוי ג'ל סיליקון. במשך השנים התעוררו חששות לגבי השימוש בשתלים, בשל הסכנה לקרעים ולדליפות. החששות הובילו לקיומם של מחקרים רבים הבאים לבדוק את השפעת שתלי הסיליקון על בריאות הגוף.

בשנת 1992 מנהל המזון והתרופות בארצות הברית (FDA) הוציא את השימוש בשתלים באופן חלקי מרשימת המכשירים הרפואיים דרג 3. כעבור כ-14 שנים אישר שוב את השימוש בהם בעקבות מחקרים רבים שלא מצאו סכנה בשימוש בשתלים, אך המליץ לנשים לבדוק אחת לשנתיים את שלמות השתל באמצעות דימות תהודה מגנטית (MRI).

בשנת 2019 פרסם ה-FDA אזהרה מפני שימוש בסוג שתלים מסוים שנמצאו קשורים להתפתחות סוג נדיר של סרטן בלוטות הלימפה (לימפומה). עוד באותה השנה פרסם מנהל המזון והתרופות הודעת אזהרה נוספת אודות ממצאים סותרים בנוגע לקשר בין השתלים לסיכון לחלות במחלות אוטואימוניות⁴.

פרמיה על מניות

פרמיית המניות של החברה בשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 הסתכמה לכ- 94,048, 93,917 ו- 96,968 אלפי אירו בהתאמה.

יתרת הפסד

יתרת ההפסד לשנים 2018, 2019 ונובמבר 2020 הסתכמה לכ- (9,947), (13,841) ו- (17,801) אלפי אירו בהתאמה.

4. סקירת שוק שתלי הסיליקון

הגדלת חזה (mammoplasty) הינו הליך כירורגי להוספת נפח לשד, בדרך-כלל באמצעות שתל סיליקון או שתל של מעטפת סיליקון המכילה תמיסת מלח פיזיולוגית (סאליין)².

כבר במאה ה-19 נרשמו ניסיונות פולשניים להגדלת השד באמצעות שתלים מחומרים שונים כגון: שומן, שנהב, זכוכית, מתכת, גומי וכו'. ניסיונות אלה לא צלחו ותוצאותיהן הלא רצויות כללו בדרך כלל נזילות, זיהומים, הצטמקות ודחייה מוחלטת של השתל².

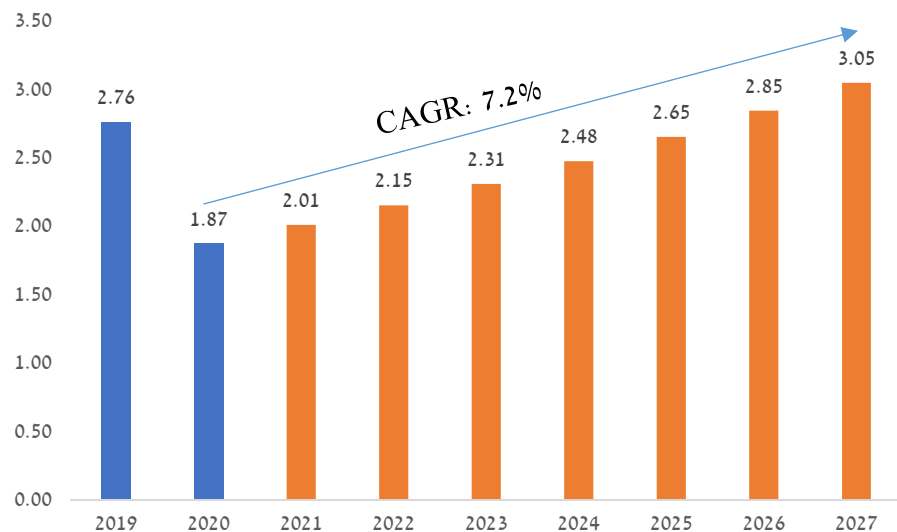
בראשית שנות ה-50 בוצעו הגדלות חזה באמצעות הזרקת נוזל סיליקון לשדיים. נוזל הסיליקון המוזרק התפזר בכל אזור השדיים דבר שהוביל לתגובות דלקתיות, הרס רקמות השד, זליגת הסיליקון לבטן וניקוזו בעור. התוצאה להליך הסתכמה לרוב בכריתת שד תת עורית³.

⁴ שתלים בחזה: סיכון או סיכוי? מכון דוידסון
<https://davidson.weizmann.ac.il/online/askexpert/%D7%A9%D7%AA%D7%9C%D7%99%D7%9D-%D7%91%D7%97%D7%96%D7%94-%D7%A1%D7%99%D7%9B%D7%95%D7%9F-%D7%90%D7%95-%D7%A1%D7%99%D7%9B%D7%95%D7%99>

² פורטל הרפואה של ישראל <https://www.infomed.co.il/definition-1030/>

³ Infection in breast implants, Brigitte Pittet, Denys Montandon, and Didier Pittet. Vol 5 February 2005

גודל שוק שתלי השד העולמי⁶:

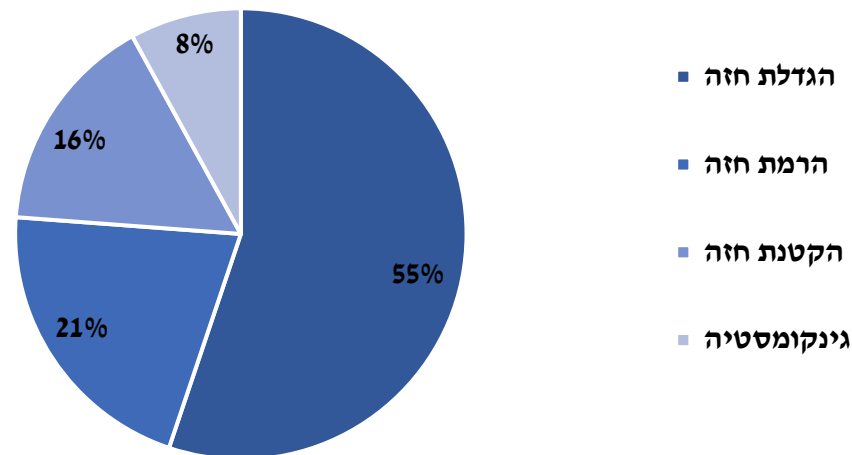


גודל שוק שתלי השד העולמי הסתכם לכ- 2.76 מיליארד דולר בשנת 2019 ובשנת 2020 הסתכם לכ- 1.87 מיליארד דולר, שוק השתלים העולמי צפוי להסתכם לכ- 3.05 מיליארד דולר בשנת 2027 בקצב צמיחה שנתי ממוצע של 7.2% בין השנים 2020 – 2027.

הקיטון בגודל בשוק בשנת 2020 קשור להשפעות נגיף הקורונה בעיקר כי מנתחים קוסמטיים החליטו להימנע מניתוחים להגדלת חזה עקב סיכונים של זיהום מניתוח בשילוב התפשטות נגיף הקורונה.

בשנים שקדמו למשבר הקורונה, הביקוש לניתוחים קוסמטיים ושתלים אסתטיים

שכיחות ניתוחי החזה בשנת 2018 על פי סוג ניתוח⁵:



בשנת 2018 בוצעו 1,862,506 הגדלות חזה מתוך 3,376,534 ניתוחי חזה שבוצעו בשנה זו בעולם ומהוות כ- 55% מסך ניתוחי החזה. בנוסף, ניתוחי הגדלת החזה הינו הניתוח הנפוץ ביותר (17.6%) מבין הניתוחים הפלסטיים בשנת 2018.

⁶ Fortune Business Insights - <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/breast-implants-market-101404>

⁵ ISAPS INTERNATIONAL SURVEY ON AESTHETIC/COSMETIC PROCEDURES, performed in 2018.

Sientra ממקמת בקליפורניה, ארה"ב. הכנסותיה של חברת Sientra בשנים 2017, 2018 ו- 2019 הסתכמו לכ- 36.5, 68.1 ולכ- 83.6 מיליון דולר בהתאמה.

- Establishment Labs Holding Inc - נוסדה בשנת 2019 בקוסטה ריקה. חברת החזקות אשר דרך החברות הבנות שלה מייצרת מכשירים רפואיים ושתלי סיליקון לחזה ולאיברי גוף נוספים, כאשר מוצריה נמכרים מסביב לעולם. החברה הונפקה בשנת 2018 בנאסד"ק האמריקאי. הכנסות החברה בשנים 2018 ו- 2019 הסתכמו לכ- 61.2 ולכ- 89.5 מיליון דולר בהתאמה.

5. הערכת שווי החברה

5.1. גישות להערכת שווי

להלן הגישות המרכזיות המקובלות להערכת שווי חברות:

- גישת ההשוואה.
- גישת ההכנסה.
- גישת השווי הנכסי.

בכל גישה, קיים מגוון של שיטות על מנת לסייע באמידת הערכת השווי. הסעיפים הבאים כוללים סקירה קצרה אודות הבסיס התיאורטי לכל גישה, וכן דיון אודות השיטות הספציפיות הרלוונטיות לניתוחים המבוצעים.

גישת ההשוואה:

עסקאות צד ג' בהון החברה בדרך כלל מייצגות את האומדן הטוב ביותר לשווי ההוגן, אם הן נעשות בתנאי שוק. באם לא קיימות עסקאות צד ג', ניתן לפנות לעסקאות בפועל בחברה המוערכת או לחברות ציבוריות דומות. במסגרת שימוש בגישת השוק, ישנן שתי שיטות עיקריות:

גדל בקצב ניכר בשל החשיבות הרבה למראה הגוף. פיתוח של מוצרים חדשים וטכנולוגיות ייחודיות המאפשרות חווית הדמיה הינו זרז וטרנד לשוק העולמי. בנוסף, לקוחות פוטנציאליים אשר הגדלת חזה יקרה במדינתם, יטו למגוון מדינות אחרות בהן עלות הניתוח נמוכה יותר ובכך יהיו זרז לשוק העולמי.

בבחינת העדפת סוג השתל על ידי מנתחים הפלסטיים בעולם כ- 91% מסך המנתחים ממליצים על שתל מסוג סיליקון, עם זאת כ- 14% מסך המנתחים ממליצים על שימוש בשתל מסוג תמיסת מלח (סאליין).

כאמור, שתלי החזה עשויים מסיליקון או מתמיסת מלח וזמינים לרוב בצורה עגולה או אנטומית. בקרב המנתחים הפלסטיים בעולם קיימת העדפה לשתלי הסיליקון על פני תמיסת המלח אם כי עלות שתלי הסיליקון יקרה יותר⁵.

חברות הפועלות בענף:

- Mentor Worldwide LLC – נוסדה בשנת 1969 במינסוטה, ארה"ב. Mentor הינה חברה אמריקאית העוסקת בייצור והספקת אביזרי רפואה, בין היתר שתלים לתעשיית הניתוחים הפלסטיים. חברת Mentor נרכשה בשנת 2009 על ידי התאגיד Johnson & Johnson וכיום היא ממוקמת בקליפורניה, ארה"ב.
- Allergan plc – נוסדה כתוצאה של מיזוג החברות Actavis plc האירית והאמריקאית בשנת 2015. Allergan הינה חברת פארם בבעלות אירית העוסקת בהכשרה, פיתוח, ייצור ושיווק של תרופות וציוד רפואי, בין היתר, בתעשיית הרפואה האסתטית. במהלך שנת 2020 החברה נרכשה ומניותיה הפסיקו להיסחר. חברת Allergan ממוקמת בדבלין, אירלנד.
- Sientra, Inc – נוסדה בשנת 2003 בקליפורניה, ארה"ב. Sientra הינה חברה גלובלית בתחום הרפואה האסתטית המייצרת, משווקת ומפתחת מגוון מוצרים וטכנולוגיות לתעשיית הניתוחים הפלסטיים. כיום חברת

הגישה מבוססת הנכסים בדרך כלל נחשבת לחלשה ביותר מבחינה קונספטואלית מכיוון ששיטה זו מתעלמת מיצירת ערך מעבר לשווי נכסי החברה והיא מהווה אינדיקציה לשווי בעת פירוק או שווי מינימאלי כאשר הנחת עסק חי לא מתקיימת.

5.2. הגישה שנבחרה

לצורך הערכת שוויה של החברה יושמה גישת ההכנסה, ספציפית שיטת היוון תזרימי המזומנים.

גישת העלות או השווי הנכסי אינן מתאימות מאחר שלפי שיטות אלה לא ניתן להעריך את הנכסים הבלתי מוחשיים של החברה. הגישה אינה לוקחת בחשבון את מצב החברה, את מגמות החברה ואת השוק בו היא פעולת.

גישת ההשוואה גם כן אינה מתאימה מאחר וחברות ההשוואה העוסקות בתחום זה והינן ציבוריות, מציגות רווח שלילי. בנוסף, כמות חברות אלו הינו מועט בכדי לבצע השוואה אשר תייצג שווי הוגן לחברה המוערכת.

חישוב השווי ההוגן של החברה:

5.3. גישת ההכנסה:

כאמור, את הערכת שווי החברה נבחן באמצעות גישת ההכנסה, ספציפית גישת היוון תזרימי המזומנים. גישת ההכנסה מבוססת על ההנחה כי ערך של חברה הינו סכום מצטבר של שווי כל תזרימי המזומנים העתידיים הנובעים מהפעילות הקיימת והעתידיה שלה.

השיטה המקובלת לפי גישה זו הינה ניתוח תזרימי מזומנים מהוון. ניתוח תזרימי מזומנים מהוון כרוך בחיזוי הכנסות החברה במהלך התקופה המתאימה והיוונו לערך הנוכחי, לפי שיעור ההיוון המתאים. על שיעור ההיוון לקחת בחשבון את ערך הזמן של הכסף, אינפלציה וכן את הסיכון הכרוך בבעלות בנכס או בנייר הערך אשר שוויו מוערך.

- **שיטת העסקאות המנחות:** השיטה כרוכה, בשלב הראשון, בקביעת מכפילים לפי יחסים פיננסיים של חברות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים ואשר נעשו בהן עסקאות מכירה או השקעת הון. בשלב השני יש להחיל את המכפילים הללו על החברה הנדונה ומשם לגזור את שוויה.

- **שיטת החברות המנחות:** השיטה כרוכה בזיהוי ובחירת חברות ציבוריות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים לחברה אשר שוויה מוערך. לאחר זיהוי חברות ההשוואה, ניתן לגזור את המכפילים, לתאם אותם לשם השוואה ולהחילם על החברה הנדונה לשם הערכת שווי הונה או הונה המושקע.

גישת ההכנסה:

גישת ההכנסה מבוססת על ההנחה כי שווי של נייר ערך או נכס הינו הערך הנוכחי של יכולת ההכנסה העתידית אשר זמינה לחלוקה למשקיעים בנייר הערך או בנכס. שיטה מקובלת לפי גישת ההכנסה הינה ניתוח תזרימי מזומנים מהוון.

ניתוח תזרימי מזומנים מהוון כרוך בחיזוי תזרימי המזומנים במהלך התקופה המתאימה והיוונו לערך הנוכחי לפי שיעור היוון מתאים. על שיעור ההיוון לקחת בחשבון את ערך הזמן של הכסף, אינפלציה, וכן הסיכון הכרוך בבעלות בנכס או בנייר ערך אשר שוויו מוערך.

גישת השווי הנכסי:

גישה שלישית להערכת שווי הינה גישה מבוססת-נכסים. הערכת שוויו של נכס, תוך שימוש בגישה מבוססת-נכסים, מבוססת על המושג של החלפה כאינדיקטור לשווי. משקיע סביר לא ישלם עבור נכס יותר מאשר הסכום עבורו היה יכול להחליף את הנכס.

גישת השווי הנכסי קובעת שווי בהתבסס על עלות ייצור מחדש או מכירת הנכס, בניכוי פחת, במידה וניתן למדידה. גישה זאת בדרך כלל מספקת את האינדיקציה האמינה ביותר לשווי חברה בעת מימוש נכסיה. מתוך שלוש הגישות להערכת שווי,

בדיקת תחזית (אלפי אירו)	אפר-20	מאי-20	יוני-20	יולי-20	אוג-20	ספט-20	אוק-20	נוב-20
התחזית שלנו	1,681	1,433	1,671	1,910	2,149	2,626	3,104	3,581
תחזית החברה לפני קורונה	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775
מכירות בפועל	1,681	2,793	3,526	3,929	3,644	4,072	4,794	4,812
פער מתחזית שלנו	0%	95%	111%	106%	70%	55%	54%	34%
פער מתחזית חברה	-65%	-42%	-26%	-18%	-24%	-15%	0%	1%

בהתאם, הנחנו כי הכנסות החברה בשנת 2021 יסתכמו בכ- 57.3 מיליון אירו לפי תחזית ההכנסות המקורית של החברה לשנת 2020.

הכנסות החברה לשנת 2022 יצמחו בשיעור של כ- 15.7% בהתאם לצמיחת ההכנסות הממוצעת בשנים 2018 ו- 2019 ובהתאם להנחות בעבודה הקודמת. בשנת 2023 קצב הגידול יקטן בכ- 50% והסתכם לכ- 7.8% בשנת 2024 ו- 2025 יצמחו בשיעור של כ- 6.6% בהתאם לצמיחת שוק העולמי לשתלים לחזה.

בנוסף, על פי הנהלת החברה הכנסות תפעוליות אחרות צפויות להסתכם לכ- 1.15, 2.6, 2.6, 2.9 מ' אירו בשנים 2021, 2022, 2023, 2024 ובשנת 2025 בהתאמה.

לצורך הערכת השווי, הנהלת החברה מסרה לנו תחזיות והערכות לגבי ההכנסות וההוצאות של החברה בעתיד. התחזיות הללו כללו נתונים בדבר ההכנסות וכן העלויות השונות הנגרמות בשל ייצור ההכנסה, כגון: עלות המכר, הוצאות שכר וסוציאליות וזאת לתקופה של חמש שנים.

לאחר חמש שנים, הנחנו שההכנסות וההוצאות יגדלו בשיעור יציב לטווח ארוך. לבסוף, חישבנו את ערך השארית בהסתמך על צמיחה לטווח ארוך וריבית אפקטיבית להיוון ותחזית המזומנים לשנה המייצגת.

הנתונים הכספיים שקיבלנו הם לסוף חודש נובמבר 2020 מכיוון שהחברה טרם סיימה לערוך את דוחותיה הכספיים לחודש דצמבר 2020 שהוא מועד הערכת השווי. על כן, יתכן כי ההנחות והמסקנות שלנו ישתנו ככל שחלו שינויים משמעותיים בנתונים הכספיים של החברה.

להלן ההנחות שבבסיס הערכת השווי של חברת DBAG:

הכנסות

הכנסות החברה לתקופת התחזית 31.12.2020-31.12.2025 נבחנו על סמך הכנסות העבר בחברה בהתאם לדוחות הכספיים לשנים 2018, 2019 ו- 30.11.2020 ותחזיות ההנהלה.

הכנסות החברה קטנו בצורה משמעותית בעקבות מגפת הקורונה, כאשר במרץ 2020 הנהלת החברה העריכה כי ההכנסות יקטנו בשיעור של כ- 70% בחודשים הראשונים ובכ- 15% בחודש דצמבר בהשוואה לתחזית המקורית לשנת 2020.

בפועל הכנסות החברה התאוששו בקצב מהיר יותר מאשר העריכה החברה בחודש מרץ, כאשר ההכנסות בחודשים אוקטובר ונובמבר היו גבוהות יותר מהתחזית המקורית לשנת 2020 טרם התפרצות המגפה.

טבלה המציגה את תחזית ההכנסות שלנו ושל הנהלת החברה בהשוואה להכנסות בפועל, כדלהלן:

עלויות תפעוליות אחרות

עלויות אלו מורכבות מהוצאות פרסום, הפרשות לחובות מסופקים, הפרשי מט"ח ועלויות חד פעמיות בעבור עלויות עסקאות ויועצים. הוצאה זו לשנת 2021 חושבה על בסיס ההוצאה בפועל בשנת 2020 אשר הייתה גבוה מהתחזית המקורית של החברה לשנת 2020.

שיעור עלויות אחרות מתוך ההכנסות החברה במהלך השנים 2022 עד שנת 2025 הסתכם לכ- 27% בהתאם לממוצע במהלך השנים 2018 ו- 2019 ולהנחות שהנחנו בעבודה הקודמת.

פחת

תחזית הוצאות הפחת של החברה בתקופת התחזית התבססה על הוצאות הפחת בשנת 2020 אשר הסתכמו לכ- 8,907 אלפי אירו בהתאם להנחות הנהלת החברה.

השקעות

השקעות החברה בתקופת התחזית מבוססות על הנחות החברה באשר לכוונתה לפתח יכולות אוטומציה של תהליך הייצור.

הון חוזר

ההון החוזר התפעולי מסכם את האשראי הניתן ללקוחות החברה, בניכוי האשראי אותו מקבלת החברה מספקים ונותני שירות ומימי המלאי של החברה. תחזית ההון החוזר אשר משמש לצרכי הפעילות השוטפת נאמד על פי תוצאות העבר בחברה. להלן ההנחות ששימשו לחישוב ההון החוזר של החברה:

- תנאי הלקוחות - תנאי הלקוחות בעבור שנת 2021 הינם 77 ימים בהתאם לתנאי הלקוחות בשנת 2020. החל משנת 2022 תנאי הלקוחות הינם כ- 61 ימים, בהתאם לתנאי הלקוחות בשנת 2019.

להלן טבלה המסכמת את הכנסות החברה בשנים 2021 – 2025:

סך הכנסות	2021	2022	2023	2024	2025
הכנסות	57,300,000	66,643,777	72,077,500	76,834,615	81,905,699
	29%	16%	8%	7%	7%
הכנסות תפעוליות אחרות	1,150,000	2,600,000	2,600,000	2,600,000	2,900,000
סה"כ	58,450,000	69,243,777	74,677,500	79,434,615	84,805,699

בשנים שלאחר מכן, הונחה צמיחה של כ- 2% בהכנסות החברה, בהתאם לקצב הגידול באוכלוסייה ולמדד המחירים לצרכן.

עלות המכר

עלות המכר של החברה מורכבת מעלות חומרי הגלם ומכונות המשמשות לייצור מוצרי החברה. שיעור עלות המכר ב- 2021 הסתכמו בכ- 25% בהתאם לתחזית המקורית של החברה לשנת 2020. שיעור עלות המכר בשנים 2021 ו- 2022 צפוי להסתכם בכ- 25% בהתאם לשיעור בשנת 2019.

במהלך השנים 2024 ו- 2025 הונח כי שיעור עלות המכר מההכנסות ירד בכ- 1% כל שנה בהתאם להנחת החברה כי זו תשקיע בפיתוח יכולות אוטומציה של תהליך הייצור.

עלויות שכר וסוציאליות

הוצאות בעבור שכר וסוציאליות לשנת 2021 חושבה על בסיס הסכום הגבוה מבין התחזית המקורית של החברה לשנת 2020 לבין ההוצאה בפועל במהלך 12 החודשים שקדמו לדוחות החברה לתאריך 30 בנובמבר 2020. בהתאם, שיעור ההוצאה הסתכם בכ- 30%.

שיעור עלויות השכר מההכנסות החברה במהלך השנים 2021 עד 2025 הסתכם לכ- 24.2% ושיעור ההפרשות לסוציאליות מעלויות השכר הסתכם לכ- 17% בהתאם לממוצע במהלך השנים 2018 ו- 2019 ולהנחות שהנחנו בעבודה הקודמת.

שיעור ההיוון (WACC):

מאחר שלצורך הערכת השווי השתמשנו בתחזית ההנהלה לגבי תזרימי המזומנים החזויים, יש צורך בהיוון התזרימים וערך השארית ליום הערכת השווי. לצורך כך, השתמשנו בשיעור היוון משוקלל לאחר מס של כ- 8.5%.

להלן נוסחת החישוב של שיעור ההיוון המשוקלל (WACC):

$$WACC = \frac{D}{V} \times kd \times (1 - Tc) + \frac{E}{V} \times ke$$

כאשר:

D/V - שיעור המינוף החברה.

Kd - עלות החוב בחברה.

Tc - שיעור המס.

E/V - שיעור ההון העצמי בחברה.

Ke - עלות ההון העצמי הינה התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות בחברה.

על מנת להעריך את עלות ההון העצמי בחברה (Ke) השתמשנו במודל ה-CAPM, המודל הוא כדלקמן:

$$ke = rf + \beta(rm) + sp + cr$$

כאשר:

RF - ריבית חסרת סיכון. נלקח שיעור ריבית חסרת סיכון של (0.29%) ל- 20 שנה המבוסס על נתוני תשואה על תשואת אג"ח לא צמוד בדירוג AAA ומעלה של

• תנאי הספקים - תנאי הספקים בעבור שנת 2021 הינם 17 בהתאם לתנאי הספקים בשנת 2020. החל משנת 2022 תנאי הספקים הינם כ- 29, בהתאם לתנאי הספקים בשנת 2019.

• ימי המלאי - ימי המלאי בעבור שנת 2020 הינם 127 בהתאם לימי המלאי בשנת 2020. החל משנת 2022 ימי המלאי הינם כ- 122, בהתאם לימי המלאי בשנת 2019.

מיסים על ההכנסה

החברה צפויה לשלם מס חברות בשיעור של כ-26.5% על פי הצהרת החברה ועל פי שיעורי המס בגרמניה נכון למועד הערכת השווי.

חוב נטו

חוב נטו אירו	30.11.2020
מזומן	10,147,023
חוב	32,163,134
חוב נטו	22,016,111

כאמור, מועד הערכת השווי הינו 31 בדצמבר 2020, אך הדוחות הכספיים העדכניים ביותר שקיבלנו הם לתאריך 30 בנובמבר 2020.

שנה מייצגת:

בשנה המייצגת הנחנו גידול ארוך טווח סולידי של 2% בהתאם למדד המחירים לצרכן ושיעור הגידול באוכלוסייה. בנוסף, בשנה המייצגת ההוצאה בגין פחת צפויה להיות זהה להשקעות ברכוש הקבוע.

להלן חישוב עלות ההון העצמי ושיעור ההון המשוקלל:

עלות ההון העצמי	
ריבית חסרת סיכון	(0.29%)
פרמיית סיכון השוק = תשואת השוק * ביטא	$4.46\% = 0.95 * 4.72\%$
פרמיית גודל	3.16%
פרמיית סיכון מדינה	0.87%
פרמיית סיכון ספציפי	2%
עלות ההון העצמי (K_e)	10.2%
עלות החוב	3.51%
שיעור המס בגרמניה	26.5%
שיעור מינוף/משקל החוב	19%
שיעור ההון	81%
WACC	8.5%

מדינות השייכות לאיחוד הארופאי, בהתאם לאזור הפעילות של החברה.

RM - פרמיית הסיכון של השוק. מוגדר בתור התשואה הנוספת הנדרשת ע"י המשקיע מעל שיעור הריבית חסרת הסיכון. פרמיית הסיכון הממוצעת של השוק נקבעה בהתאם לתשואה הריאלית הממוצעת של מדד המניות הגרמני 4.72% .

β - הביטא של החברה מבטאת את מידת השפעת סיכון השוק של החברה הספציפית.

חישבנו את הביטא של החברה על ידי שימוש בנתוני הביטא הממוצעת של חברות דומות בענף "שירותי בריאות - מוצרים" באיחוד האירופאי. בהתאם לכך הביטא נאמדה ב-0.95.

S_p - פרמיית הסיכון לגודל החברה הינה 3.16% .

Cr - פרמיית סיכון מדינה. פרמיה זו חושבה על פי פרמיית הסיכון הממוצע של גרמניה, צרפת ואיטליה מכיוון שרוב מחירות החברה מתבצעות במדינות אלה. בהתאם, פרמיית הסיכון הסתכמה לכ- 0.87% .

Scr - פרמיית סיכון ספציפי לחברה. סיכון זה מודד את אי הוודאות של התשואות הנובעות מהמאפיינים של התעשייה והחברה בפרט כגון: גידול בהכנסות, הסיכון הפיננסי, סיכון תפעולי, רווחיות וריכוזיות הלקוחות. בהתאם לעבודה הקודמת ומהנחה סולידית, הוספנו סיכון של כ- 2% בשל הפגיעה בפעילות החברה ובכלכלה הגלובאלית כתוצאה ממגפת הקורונה.

⁸Duff & Phelps LLC.7 Size premium for micro-cap stocks, Risk Premia over Time Report. 2020

⁷NYU Damodaran Online

של החברה.

לצורך החישוב שביצענו, הפחתנו משווי הפעילות את החוב נטו של החברה אשר הסתכם לכ- 22,016 אלפי אירו נכון לתאריך 31.12.2020.

- שנית, בעלי מניות בכורה F יקבלו את סכום זכאותם במידה שיונפקו בעתיד. נכון למועד הערכת השווי לא הונפקו מניות אלה.

- שלישית, בעלי מניות בכורה E יקבלו את סכום השקעתם בתוספת ריבית שנתית של 20% לא צוברת ממועד ההנפקה ועד למועד המכירה. מניות בכורה E הונפקו בתאריך 17/6/2020 ועל פי הסכם ההשקעה, סכום השקעתם הסתכם לכ- 1 מיליון אירו.

על כן, ובהתאם למועד הנזילות שהנחנו בעבודתנו, קרי שלוש שנים, אמדנו את צבירת הריבית בכ- 3.5 שנים ולכן סכום זכאותן הכולל של מניות בכורה E הסתכם בכ- 1.707 מיליון אירו.

- רביעית, בעלי מניות בכורה D יקבלו את סכום השקעתם בתוספת ריבית שנתית של 12% לא צוברת ממועד ההנפקה ועד למועד המכירה. מניות בכורה D הונפקו בתאריך 29/12/2017 ועל פי הסכם ההשקעה של מניות בכורה D, סכום השקעתם הסתכם לכ- 5 מיליון אירו.

על כן, ובהתאם למועד הנזילות שהנחנו בעבודתנו, קרי שלוש שנים, אמדנו את צבירת הריבית בכ- 6 שנים ולכן סכום זכאותן הכולל של מניות בכורה D הסתכם בכ- 8,604 מיליון אירו בעת מועד הנזילות.

בתאריך 17/6/2020 הונפקו מניות בכורה D נוספות. על פי הסכם ההשקעה, סכום השקעתם הסתכם לכ- 5 מיליון אירו.

5.4. סיכום שווי החברה

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדו"ח המצ"ב והמידע הזמין עליו הסתמכנו בהתאם להערכות ההנהלה, לדעתנו השווי ההוגן של החברה, נכון לתאריך ההערכה, הוא כדלהלן:

שווי חברת DBAG	אירו
WACC	8.5%
שווי טווח קצר	25,721,182
שווי טרמינאלי	112,701,839
סה"כ שווי	138,423,021
חוב פיננסי, נטו	(22,016,111)
סה"כ שווי חברה	116,406,910

כפי שניתן לראות, נכון למועד הערכת השווי, שווי פעילותה של חברת DBAG הסתכם לכ- 138,423 אלפי אירו ובנטרול חוב פיננסי נטו בסכום של כ- 22,016 אלפי אירו, שווי החברה נאמד בכ- 116,406 אלפי אירו.

6. הערכת שווי מניות בכורה C

ביום 22 בדצמבר 2017 נחתם הסכם המיזוג בין בעלי חברת G&G ובין בעלי חברת פוליטק. כאמור, בעלי מניות G&G קיבלו מניות בכורה מסוג C של חברת DBAG. וכתוצאה מהסכם המיזוג חברת גפן מחזיקה בעקיפין במניות אלו. בהתאם לכך הערכנו את שווי מניות אלו נכון למועד הערכת השווי 31.12.2020.

הסכם המיזוג קובע כי במקרה של אירוע נזילות (מכירת פוליטק או הפעילות של פוליטק) בעלי המניות של חברת DBAG יחלקו ביניהם את התמורה בהתאם לסדר הקדימות הבא:

- ראשית, בעלי החוב של החברה יקבלו את סכום הלוואתם לפני שאר בעלי המניות

6.1. גישות להערכת שווי מוצרים פיננסיים מורכבים

6.2. מודל מונטה קרלו

מכיוון שמניות בכורה C זכאיות לתמורה אשר משתנה בהתאם לשווי החברה במועד הנזילות, בחרנו להשתמש במודל מונטה קרלו אשר יאפשר לנו להעריך את שווי החברה ובהתאם את גובה התמורה העתידי אשר יקבלו בעלי מניות C.

מודל זה מדמה מספר רב של תרחישים עתידיים שונים לשווי החברה, כאשר השינויים נמדדו בתקופות רבעוניות וע"פ תנודתיות של חברות השוואה.

בהתאם, הרצנו סימולציות חישוב באמצעות מודל מונטה קרלו למציאת שווי החברה במועד הנזילות, כאשר החלנו את תנאי החלוקה על אומדני שווי החברה שהתקבלו. את התוצאה היוונו למועד הערכת השווי. את הערכת השווי עשינו על בסיס התנאים המפורטים בהסכם המיזוג.

להלן ההנחות במודל מונטה קרלו להערכת שווי החברה ליום 31.12.2020:

מחיר נכס הבסיס, קרי שווי החברה ליום 31.12.2020:

כאמור, הערכנו את שווי החברה לתאריך 31.12.2020 על פי גישת ההכנסה והערכנו כי שווי החברה הסתכם לכ- 116,406 אלפי אירו.

אורך מדידת תקופה במודל

מועד ההנזלה של החברה בעבודה הקודמת נקבע בתאריך 30.6.2023 קרי שלוש שנים לאחר מועד הערכת השווי. עדכון הערכת השווי זה מתרחש כ- 6 חודשים לאחר מועד ההערכה הקודמת. בשל הפגיעה בפעילות החברה בעקבות התפשטות מגפת הקורונה, הערכנו כי מועד הנזילות של החברה ידחה כך שמועד ההנזלה החדש יתרחש כ- 3 שנים לאחר מועד עדכון הערכת השווי, כלומר בתאריך 31.12.2023.

על כן, ובהתאם למועד הנזילות שהנחנו בעבודתנו, קרי שלוש שנים, אמדנו את צבירת הריבית בכ- 3 שנים ולכן סכום זכאותן הכולל של מניות בכורה D אלו הסתכם לכ- 7.123 מיליון אירו.

- לאחר מכן בעת מועד הנזילות, יקבלו בעלי מניות בכורה C, קרי בעלי המניות של חברת G&G' טרם המיזוג, תמורה בהתאם לסכומים לפי המדרגות הבאות:

1. במידה וסך התמורה הנו עד 120 מיליון אירו, בעלי מניות בכורה C זכאים ל- 18% מסכום יתרת התמורה.

2. במידה וסך התמורה הנו בין 120 - 170 מיליון אירו, בעלי מניות בכורה C זכאים לכ- 18% - 25% באופן לינארי מסכום יתרת התמורה.

3. במידה וסך התמורה הינו בין 170 - 250 מיליון אירו, בעלי מניות בכורה C זכאים לכ- 25% - 40% באופן לינארי מסכום יתרת התמורה.

4. במידה וסך התמורה הנו בין 250 - 300 מיליון אירו, בעלי מניות בכורה C זכאים לכ- 40% - 50% באופן לינארי מסכום יתרת התמורה.

5. במידה וסך התמורה הינו מעל 300 מיליון אירו, בעלי מניות C זכאים ל- 50% מסכום יתרת התמורה.

- יתרת התמורה תחולק לבעלי מניות A ו-B בהתאם לסכום זכאותם.

7. הערכת שווי יחידות השתתפות

כחלק מהסכם המיזוג הוקמה קרן נאמנות אשר משמשת כנאמן המחזיק במניות בכורה C של חברת DBAG בעבור בעלי המניות של חברת G&G טרם המיזוג. קרן הנאמנות הנפיקה לבעלי המניות של חברת G&G יחידות השתתפות מסוג Unit-1 ו-Unit-2. זכויותיהן לאחר המיזוג של יחידות ההשתתפות נקבעו כך שהן יהיו תואמות לזכויותיהן טרם בוצע הסכם המיזוג, כלומר הוסכם כי תנאי החלוקה של יחידות ההשתתפות בקרן הנאמנות במקרה של אירוע נזילות של חברת DBAG, יישארו זהים לתנאי החלוקה שנקבעו ב-SPA של חברת G&G.

התיאור הבא מציג את העדיפות של חלוקת הרווחים במקרה של אירוע נזילות הזמינה לחלוקה לבעלי המניות, בהתאם לתקנון החברה כדלהלן:

1. תחילה, כל מחזיקי יחידת השתתפות Unit-1 זכאים לקבל את סכום ההשקעה המקורי שלהם בתוספת ריבית שנתית צוברת של כ-6% בשנה.

2. לאחר שמחזיקי יחידת השתתפות Unit-1 קיבלו את חלקם, מייסדי חברת G&G זכאים לקבל סכום קבוע ובלתי משתנה של כ-780 אלפי ש"ח (כ-197,764 אירו). המרנו סכום זה בהתאם לשער האירו שקל למועד הערכת השווי שהסתכם לכ-3.944.

3. לאחר שמחזיקי יחידת השתתפות Unit-1 והמייסדים קיבלו את חלקם, כל מחזיקי יחידות ההשתתפות, קרי Unit-1 ו-Unit-2, יקבלו את היתרה לחלוקה פרו-רטה.

במקרה בו סך החלוקה למניות בכורה C הינו נמוך או שווה ל-150 מיליון דולר (כ-122.2 מיליון אירו), מחזיקי יחידת השתתפות Unit-1 לא זכאים לקבל מעבר לסכום הזכאות שלהם, אך תינתן להם האפשרות לבצע המרה ליחידת השתתפות Unit-2.

ריבית חסרת סיכון

ריבית חסרת סיכון מבוססת על תשואת אג"ח לא צמוד בדירוג AAA ומעלה של מדינות השייכות לאיחוד האירופאי, בהתאם לאזור פעילות החברה. הריבית חסרת הסיכון לשלוש שנים ליום 31 בדצמבר, 2020 הסתכמה לכ- (0.76%).

תנודתיות

התנודתיות של החברה מבוססת על תנודתיות של חברות ציבוריות דומות בסקטור הפועלות בתחום שתלי הסיליקון ומחושבת באופן יומי על התקופה הרלוונטית. תנודתיות זו הסתכמה לכ- 56.8% והיא מגלמת את סטיית התקן של החברות לתקופה של כשלוש שנים.

לאחר מציאת השווים השונים של החברה אשר התקבלו ממודל מונטה קרלו, הפחתנו את סכום הזכאות של מניות בכורה D ומניות בכורה E אשר הסתכם לכ-17,436 מיליון אירו. הסכום שנשאר לאחר ההפחתה הוא סכום התמורה הקובע את סכום התמורה לו זכאים מניות בכורה C.

שווי מניות בכורה C		אירו
שווי חברה לפי DCF		116,406,910
שווי תמורה עתידי לבעלי המניות C		34,600,672
שיעור היות		(0.76%)
שווי תמורה מהוון ליום 31.12.2020		35,396,507

ניתן לראות כי סכום התמורה על פי ממוצע התצפיות במודל הסתכם לכ-34,600 אלפי אירו, סכום התמורה המהוון לתאריך 31.12.2020 הסתכם לכ-35,396 אלפי אירו.

עדיפות בחלוקת רווחים:

להלן טבלה המרכזת את עדיפות בחלוקת הרווחים:

S4	S3	S2	S1	
-	7,322,676	7,520,439	26,178,788	טווח תחתון
7,322,676	7,520,439	26,178,788	-	טווח עליון
100.0%	0.0%	0.0%	28.2%	Unit 1
0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	המייסדים
0.0%	0.0%	100.0%	71.8%	Unit 2
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	סה"כ

על פי הסכם בין קרן הנאמנות לבין בעלי המניות של חברת G&G, ועל פי תנאי עדיפות במקרה של חלוקת רווחים, נקודות החלוקה של קרן הנאמנות מתוארת להלן:

1. נקודת חלוקה ראשונה, עד לסכום של 7.322 מיליון אירו - מחזיקי יחידת השתתפות Unit-1 זכאים לקבל ראשונים. על כן, במקרה של אירוע נזילות התקבול הראשוני בסכום של כ- 7.322 מיליון אירו ישולם למחזיקי יחידת השתתפות Unit-1.

2. נקודת חלוקה שנייה, 7.322 מיליון אירו - 7.52 מיליון אירו - אחרי חלוקת התקבול הראשון בסכום של כ- 7.322 מיליון אירו למחזיקי Unit-1, המייסדים זכאים לתקבול קבוע בלתי תלוי בסכום של כ- 780 אלף ש"ח (כ- 197 אלף אירו).

3. נקודת חלוקה שלישית, 7.52 מיליון אירו - 26.178 מיליון אירו - אחרי חלוקת התקבול השני בסכום של כ- 7.52 מיליון אירו למחזיקי Unit-1 ולמייסדים, מחזיקי Unit-2 זכאים למלוא התקבול עד לסכום של כ- 26.178 מיליון אירו.

כאמור, נכון למועד הערכת השווי, שווי מניות בכורה C הסתכם לכ- 35,396 אלפי אירו. סכום זה נמוך משמעותית מ- 122.27 מיליון אירו ולכן התאמנו את המודל בהתאם לאפשרויות הבחירה של יחידות השתתפות Unit-1.

7.1 מודל OPM

חברת גפן מחזיקה ביה"ש מסוג Unit-1 ו- Unit-2 באמצעות החזקותיה במישרין ובעקיפין. בכדי להעריך את שווי היה"ש אשר זו מחזיקה השתמשנו במודל OPM.

להלן הנחות עיקריות ששימשו אותנו במודל OPM

שווי נכס בסיס:

נכס הבסיס של קרן הנאמנות הינו ההחזקה של מניות בכורה C בחברת DBAG.

כאמור, שווי מניות בכורה C נכון למועד הערכת השווי הסתכם לכ- 35,396 אלפי אירו. מכיוון שלא ניתן לסחור במניות בכורה C והינן בהחזקה פרטית, הפחתנו משווי נכס זה ניכוי אי סחירות בשיעור של כ- 20.6% (לפירוט ראה נספח ב'). **בהתאם שווי נכס הבסיס הסתכם לכ- 28,114 אלפי אירו.**

מועד אירוע נזילות:

כאמור, מועד ההנזלה של החברה בעבודה הקודמת נקבע בתאריך 30.6.2023 קרי שלוש שנים לאחר מועד הערכת השווי. עדכון הערכת השווי מתרחש כ- 6 חודשים לאחר מועד ההערכה הקודמת. בשל הפגיעה בפעילות החברה בשל התפשטות מגפת הקורונה, הערכנו כי מועד נזילות של החברה ידחה כך שמועד ההנזלה החדש יתרחש כ- 3 שנים לאחר מועד עדכון הערכת השווי, כלומר בתאריך 31.12.2023, בדומה למועד הערכה במודל מונטה קרלו.

להלן טבלה המרכזת את שווי יחידות ההשתתפות:

מטבע: אירו	כמות יחידות	סה"כ שווי היחידות	שווי ליחידה באירו
Unit 1	1,156,573	10,057,379	8.69
מייסדים	-	161,757	
Unit 2	2,946,975	17,895,199	6.07
סה"כ	4,103,548	28,114,335	

מכיוון שיחידות ההשתתפות Unit-1 מבוססות על השקעות שונות לפי שוויים שונים של חברת G&G, ביצענו חישוב בנפרד לשווי יחידות Unit-1 כדלהלן:

סוג	כמות	שווי מניה באירו	סה"כ
Unit 1 \$3.7849	198,677	7.02	1,395,573
Unit 1 \$4.037	165,268	7.49	1,238,282
Unit 1 \$5.0465	792,628	9.37	7,423,524
סה"כ	1,156,573	8.7	10,057,379

על פי הסכם הקמת קרן הנאמנות, חברת גפן מחזיקה ב- 33,592 יחידות השתתפות Unit-1 לפי מחיר \$3.7849 ודרך חברת א.ת.י מחזיקה ב- 59,653 יחידות השתתפות Unit-1 לפי מחיר \$4.037 וב- 410,678 יחידות השתתפות Unit-2.

4. נקודת חלוקה רביעית, מעל 26.178 מיליון אירו - אחרי השלמת חלוקת התקבול השלישי בסכום של כ- 26.178 מיליון אירו למחזיקי Unit-2, מחזיקי Unit-1 ימירו ליחידת השתתפות Unit-2, ובכך התקבול הנוסף יחולק פרו-רטה בין כל בעלי המניות.

ריבית חסרת סיכון:

ריבית חסרת סיכון מבוססת על תשואת אג"ח לא צמוד בדירוג AAA- ומעלה של מדינות השייכות לאיחוד האירופאי, בהתאם לאזור פעילות החברה. הריבית חסרת הסיכון לשלוש שנים ליום 31 בדצמבר, 2020 הסתכמה לכ- (0.76%).

תנודתיות:

התנודתיות של החברה מבוססת על תנודתיות של חברות ציבוריות דומות בסקטור הפועלות בתחום שתלי הסייליקון ומחושבת באופן יומי על התקופה הרלוונטית. תנודתיות זו הסתכמה לכ- 56.8% והיא מגלמת את סטיית התקן של החברות לתקופה של כשלוש שנים.

7.2. שווי יחידות ההשתתפות

כאמור, על מנת למצוא את שווי יחידות ההשתתפות, ביצענו חישוב על פי שיטת OPM. שיטה זו עושה שימוש במודל Black-Scholes על מנת לחשב את השווי של נקודות החלוקה השונות כאופציות קול. (לפירוט ראה נספח ג')

ההנחות ששימשו אותנו לצורך מציאת השווי מפורטות בסעיף 7.1 לעיל.

8. סיכום
8.1. סיכום שווי החזקה של גפן
בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדו"ח והמידע הזמין עליו הסתמכנו, ממוצע שווי ההוגן הן באירו והן בדולר של החזקה של חברת גפן, נכון למועד הערכת השווי הינו כדלהלן:

סוג נייר	חברה	כמות	שווי מניה באירו	סה"כ שווי באירו
Unit 1 \$3.7849	גפן	33,592	7.02	235,961
Unit 1 \$4.0372	א.ת.י	59,653	7.49	446,954
Unit 2	א.ת.י	410,678	6.07	2,493,799
סה"כ שווי באירו				3,176,715

כפי שניתן לראות, שווי החזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 235,961 אירו, שווי החזקה של חברת א.ת.י הסתכם לכ- 2,940,754 אירו. סך שווי החזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 3,176,715 אירו נכון למועד הערכת השווי.

כמו כן, התבקשנו להציג את שווי החזקה בדולר⁹ כדלהלן:

סוג נייר	חברה	כמות	שווי מניה בדולר	סה"כ שווי בדולר
Unit 1 \$3.7849	גפן	33,592	8.62	289,473
Unit 1 \$4.037	א.ת.י	59,653	9.19	548,315
Unit 2	א.ת.י	410,678	7.45	3,059,345
סה"כ				3,897,132

כפי שניתן לראות, שווי החזקה של חברת גפן הסתכם לכ- 289,473 דולר, שווי

8.2. בחינת שווי החזקה גפן תחת הנחה פסימית

בעבודת הערכת השווי לתקופה הקודמת, קרי 30/6/2020, ביצענו בחינה לשווי החזקה גפן תחת הנחה פסימית עקב התפשטות מגפת הקורונה. בבחינה זו הערכנו כי ההכנסות בשנת 2021 יסתכמו בכ- 44,725 אלפי אירו, בהתאם לממוצע ההכנסות בשנים 2019 ו- 2020.

הצגנו בע"מ 17 את הכנסות החברה בפועל לעומת התחזית הקודמת שלנו ולעומת התחזית המקורית של החברה. כפי שניתן לראות הכנסות החברה התאוששו בקצב מהיר יותר מאשר הנחנו בעבודה הקודמת, כאשר בשני החודשים האחרונים הכנסות החברה עברו את תחזית ההכנסות המקורית של החברה לשנת 2020.

בהתאם, ומכיוון שהכנסות החברה עקפו את תחזית ההכנסות שהנחנו בעבודה הקודמת בחרנו לא לבצע בחינה תחת תחזית פסימית.

8.3. ניתוח רגישות לשווי חברת DBAG

ניתוח הרגישות לשווי חברת DBAG בחן שני פרמטרים: צמיחה לטווח ארוך ושיעור מחיר ההון המשוקלל.

צמיחה					
3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	
226,807,703	201,737,472	182,238,403	166,639,148	153,876,121	6.5%
169,692,011	155,182,973	143,311,941	133,419,415	125,048,816	7.5%
133,384,075	124,188,110	116,406,910	109,737,310	103,956,989	8.50%
108,279,087	102,083,032	96,713,117	92,014,442	87,868,552	9.5%
89,894,854	85,532,873	81,684,066	78,262,905	75,201,866	10.5%

שיעור
היוון
משוקלל

⁹ בהתאם ליחס ההמרה בין אירו לדולר ליום 31.12.2020, בהתאם לנתוני בנק ישראל

8.4. התייחסות לבחינת הערכת שווי ליום 30 ביוני 2020

בחודש אוגוסט 2020, הכנו עבור גפן בחינה בגין שווי ההחזקה בחברת DBAG. במסגרת זו הערכנו כי שווי ההחזקה הסתכם בכ- 1,995,475 אירו.

בין 2 המועדים השתנה שווי הנכס, להלן עיקר ההבדלים:

1. השפעת מגפת הקורונה - בעבודה הקודמת, תחזית הכנסות התחשבה בהשפעת המשבר הכלכלי שנוצר כתוצאה ממגפת הקורונה. בפועל הכנסות החברה היו גבוהות מהתחזית שלנו על כן ביצענו התאמות לתחזיות של חברת DBAG. לפירוט ראה סעיף 5.3. שינויים אלו הגדילו את השווי באופן משמעותי.

2. שיעור ההיוון - שיעור ההיוון נכון לתאריך 30 ביוני 2020 הסתכם בכ- 10.1%. עקב השיפור בפעילות החברה ובנתונים הכלכליים שיעור ההיוון נכון לתאריך 31 בדצמבר 2020 ירד לכ- 8.5%. עיקר השינוי נובע מירידה בפרמיית השוק ושינוי במבנה ההון של החברה.

תחזית תזרים מזומנים באירו	2021	2022	2023	2024	2025	TV
הכנסות	58,450,000	69,243,777	74,677,500	79,434,615	84,805,699	86,501,813
צמיחה	25.6%	18.5%	7.8%	6.4%	6.8%	2.0%
עלות ההכנסות	(14,561,568)	(17,596,823)	(18,977,688)	(19,392,260)	(19,855,439)	(20,252,547)
% מההכנסות	25%	25%	25%	24%	23%	23%
רווח גולמי	43,888,432	51,646,954	55,699,812	60,042,354	64,950,261	66,249,266
% מההכנסות	75.1%	74.6%	74.6%	75.6%	76.6%	76.6%
הוצאות תפעוליות						
שכר	(14,786,325)	(16,773,675)	(18,089,944)	(19,242,312)	(20,543,409)	(20,954,277)
סוציאליות	(2,553,229)	(2,896,395)	(3,123,682)	(3,322,667)	(3,547,334)	(3,618,281)
הוצאות אחרות	(17,596,000)	(18,708,154)	(20,176,227)	(21,461,496)	(22,912,645)	(23,370,898)
סה"כ הוצאות תפעוליות	(34,935,554)	(38,378,224)	(41,389,854)	(44,026,475)	(47,003,388)	(47,943,456)
% מההכנסות	60%	55%	55%	55%	55%	55%
פחת	(8,907,273)	(8,907,273)	(8,907,273)	(8,907,273)	(8,907,273)	(2,800,000)
רווח תפעולי	45,605	4,361,457	5,402,686	7,108,607	9,039,600	15,505,810
% מההכנסות	0%	6%	7%	9%	11%	18%
מיסים	(12,085)	(1,155,786)	(1,431,712)	(1,883,781)	(2,395,494)	(4,109,040)
רווח נקי	33,520	3,205,671	3,970,974	5,224,826	6,644,106	11,396,771
CapEX	0	(2,800,000)	(4,000,000)	(2,100,000)	(2,800,000)	(2,800,000)
פחת	8,907,273	8,907,273	8,907,273	8,907,273	8,907,273	2,800,000
הון חוזר	(9,124,166)	(1,919,784)	(2,624,112)	(2,361,011)	(2,666,124)	(821,824)
תזרים מזומנים	(183,374)	7,393,160	6,254,135	9,671,088	10,085,255	10,574,947
מקדם היוון	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69	10,085,255

6,986,394	7,268,943	5,100,267	6,541,623	(176,044)	תזרימם מזומנים מהוון
					8.50% WACC
					25,721,182 שווי טווח קצר
					112,701,839 שווי טרמינלי
					138,423,021 שווי פעילות
					(22,016,111) חוב פיננסי נטו
					116,406,910 שווי חברה

נספח ב' - אי סחירות (DLOM) על פי מודל Finnerty

Finnerty Method	
	OPM
Stock price (S)	\$1.00
Exercise/Strike price (X)	\$1.00
Length of holding period restriction (years) (T)	3.00
Volatility (σ)	57%
Risk-free rate, semi-annual bond-equivalent yield	-0.76%
Risk-free rate, continuously compounded (r)	-0.72%
Annual dividend yield (q)	0.0%
Discount for lack of marketability (a)	20.6%

S4-גבול עליון	S3-גבול עליון	S2-גבול עליון	S1-גבול עליון		
28,114,335	28,114,335	28,114,335	28,114,335	S	שווי נכס בסיס
26,178,788	7,520,439	7,322,676	0	K	מחיר מימוש
3.0	3.0	3.0	3.0	T	שנים לפירעון
-0.76%	-0.76%	-0.76%	-0.76%	r	ריבית חסרת סיכון
56.77%	56.77%	56.77%	56.77%	sigma	תנודתיות
0.5	1.8	1.8	46.0	d1	
(0.4)	0.8	0.9	45.0	d2	
0.7	1.0	1.0	1.0	N(d1)	
0.3	0.8	0.8	1.0	N(d2)	
11,025,843	21,002,800	21,164,558	28,114,335	C	מחיר אופציית קול

הערכת שווי פנימית - גפן ביומד החזקות בע"מ ליום 31 בדצמבר 2020.

ליום 31 בדצמבר 2020 ביצעה החברה הערכת שווי להחזקותיה בנובהרמד AG, חברת פרויקט המוחזקת על ידי הקבוצה בשיעור של כ- 13.29% לתאריך הדיווח, בהתבסס על גיוס הון שביצעה נובהרמד AG במהלך חודש ינואר 2021 ואשר להערכת הנהלת החברה משקף את שווייה של נובהרמד AG לתאריך הדיווח, בין היתר מאחר והגיוס הנ"ל בוצע במהלך תקופת משבר הקורונה וכי למועד אישור הדוחות הכספיים פועלת נובהרמד AG לגיוס נוסף במחיר דומה. בהתאם להערכת השווי, המבוססת על מחיר מניה של נובהרמד AG בסך של כ- 12.33 פרנק שוויצרי, הוערך שווי החזקות הקבוצה בנובהרמד AG בכ- 6.5 מיליון דולר (כ- 20.9 מיליון ש"ח ליום 31 בדצמבר 2020). מאחר והמחיר לפיו בוצע הגיוס הנ"ל, לפיו אמדה החברה את שווי החזקותיה בנובהרמד AG כאמור, הינו זהה למחיר לפיו ביצעה נובהרמד AG גיוס הון במהלך שנת 2019, לא נבע לקבוצה רווח או הפסד כתוצאה מהערכת השווי הנ"ל, למעט רווח בסך של כ- 0.33 מיליון ש"ח הנובע מהשפעת השינוי בשער החליפין של הדולר ולאחר השפעת המס, אשר נזקף לרווחו והפסד לסעיף שינויים בשווי הוגן של חברות פרויקט, נטו בתקופת הדיווח.

שווי חברה לפי גיוס		CHF	43,191,103	מידע שהתקבל מנובהרמד AG
שווי מניות רגילות			43,191,103	
שווי כל מניה			12.33	\$ 13.99752224

360,484 ATI	החזקות	מדולל
105,138 Gefen Biomed	10.3%	8.2%
465,622	3.0%	2.4%
	13.29%	10.61%

CHF	\$	NIS	31/12/2020
4,444,763	5,045,878	16,222,496.20	CHF
1,296,352	1,471,672	4,731,425.16	CHF
5,741,115	6,517,549	20,953,921	USD

שווי החזקות לקבוצה	\$	NIS
6,517,549	20,953,921	

הערכת שווי חלק מהחזקות

גפן השקעות ביומד בע"מ

בחברות הפרוטפוליו

ליום 31.12.2020

מרץ, 2021



Intelligent Financial Solutions

15 במרץ, 2021

לכבוד:

מר אורי בן אור, סמנכ"ל כספים

גפן השקעות ביומד בע"מ

הנדון: הערכת שווי החזקות גפן בחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2020

לבקשת גפן השקעות ביומד בע"מ (להלן: "גפן" ו/או "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של החזקות החברה בחלק מחברות הכלולות בפרוטפוליו שלה, ליום 31.12.2020 (להלן: "מועד ההערכה"). העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS) לרבות תקן IFRS13.

הערכת השווי הנה לצרכי רישום חשבונאי בלבד ומתבססת על עקרונות התקינה החשבונאית בלבד. אין לעשות שימוש בהערכת שווי זו מלבד לצורך רישום חשבונאי.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של גפן. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים שלה ובדיווחיה השוטפים של גפן לבורסה, לרבות במסגרת של צרוף לתשקיף.

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של חלק מחברות גפן, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלות חברות הפרוטפוליו והנהלת גפן, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

ככלל, תחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות ליום התחזית. הנחות אלו עשויות להשתנות על פני תקופת התחזית, ועל כן תחזיות אשר נערכו לימי ההערכה עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל ו/או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. אנו סבורים שחוות דעת זו הינה סבירה בהתבסס על המידע שסופק לנו, וכי מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לתוצאה שונה.

עבודתנו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם. אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו. המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה או נכס כלשהוא למשקיע כלשהוא. המושג "שווי הוגן" מוגדר כמחיר שבו יחליף נכס ידיים, בין קונה מרצון למוכר מרצון, כאשר לשני הצדדים מידה סבירה של ידע אודות העובדות הרלבנטיות לעסקה.

לצורך הערכת השווי, נקטנו בשיטות ההערכה המתאימות לדעתנו ובכפוף למידת ישימות השיטה. חוות דעתנו כוללת את תיאור המתודולוגיה והנחות אשר שימשו להערכת השווי. התיאור הכולל בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם.

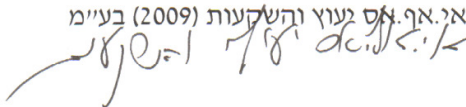
הננו בלתי תלויים בחברה בהתאם לכל דין, ובכלל זה, בהתאם לעמדה מספר 30-105 של רשות ניירות ערך בעניין גילוי קיומה של תלות בין מעריך השווי לבין התאגיד, לרבות לעניין הערכות שווי מהותיות מאוד לתאגיד, מיום 22 ביולי 2015.

החברה מתחייבת לשפות אותנו בקשר עם כל פיצוי אשר עולה על פי 3 מגובה שכר הטרחה שישולם על ידי החברה לנו בגין חוות דעת זו. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני העבודה ישפו אותנו על כך בהתאם, והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל¹.

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות שגיא בן שלוש, רו"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי של החזקות גפן בחלק מחברות הפרוטפוליו נכון ליום 31.12.2020 על בסיס עקרונות התקינה החשבונאית הבינלאומית.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בדולר ארה"ב או בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

גפן ו/או החברה –	גפן השקעות ביומד בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
מועד ההערכה –	31.12.2020
אוקסיטון-	אוקסיטון מדיקל בע"מ
ביואקסטרים-	ביואקסטרים בע"מ
דולר/\$-	דולר ארה"ב
אש"ח-	אלפי ש"ח

מקורות מידע

במסגרת עבודתנו, התבססנו, בין היתר, על נתונים ומידע פיננסי של גפן והחברות המוחזקות, אשר התקבלו מהנהלת גפן והחברות המוערכות. ידוע לכם והנכם מסכימים, כי אנו מסתמכים על המידע שהומצא לנו כאמור ללא כל אימות או בדיקה עובדתית שלו או של תוכנו, ולפיכך אנו לא נהיה אחראים

לתוצאות הסתמכותנו עליו ו/או להשפעת הסתמכותנו כאמור על עבודתנו ו/או על תוצאותיה. יחד עם זאת, לאור שיחותינו עם ההנהלה ניכר כי אין לנו כל סיבה להאמין כי המידע והנתונים שהתקבלו אינם סבירים.

להלן מקורות המידע העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודתנו:

- ◀ דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של חלק מהחברות ושל גפן.
- ◀ מסמכי התאגדות ככל ורלוונטיים.
- ◀ הסכמי הלוואות, הסכמי השקעה והסכמים אחרים בחברות המוחזקות.
- ◀ נתונים אודות מבנה ההון של החברות.
- ◀ דיווחי גפן לבורסה.
- ◀ נתונים פיננסיים, תחזיות וביאורים שונים.
- ◀ מאגרי מידע של IFS ; וכן
- ◀ מידע ציבורי.

פרק 2

תמצית הערכת השווי

2.1 כללי

נכון לתקופת הדוח, גפן הנה חברה ציבורית. החברה פעלה ופועלת, בעצמה, באמצעות חברות הבת, לקידום השקעה והשבחה של פרויקטים קיימים בחברות החממה והפרוטפוליו שלה.

להרחבה ראה דו"ח תקופתי של החברה לשנת 2020.

2.2 ממצאים

הדו"ח המצורף כולל את פירוט ההנחות וההסברים לממצאינו והינו חלק בלתי נפרד מהממצאים המוצגים להלן.

בהתבסס על הניתוח שערכנו, להלן המלצתנו לגבי שווי החזקות גפן בחלק מחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2020 :

- אוקסיטון – 0

- ביואקסטרים- 1,874 אלפי דולר.

פרק 3

מתודולוגיה

3.1 מדרג שווי הוגן²

שווי הוגן הוא מחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים (כלומר מחיר יציאה) מבלי להתחשב אם מחיר זה ניתן לצפייה במישרין או אם מחיר זה נאמד תוך שימוש בטכניקת הערכה אחרת.

מדידת שווי הוגן לנכס לא פיננסי מביאה בחשבון את היכולת של משתתף בשוק להפיק הטבות כלכליות באמצעות הנכס בשימוש המיטבי שלו או על ידי מכירתו למשתתף אחר בשוק שישתמש בנכס בשימוש המיטבי שלו.

תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 13 קובע מידרג שווי הוגן המסווג לשלוש רמות את הנתונים לטכניקות הערכה שמשמשות למדידת שווי הוגן:

- **נתוני רמה 1** הם מחירים מצוטטים (שלא תואמו) בשווקים פעילים עבור נכסים זהים או עבור התחייבויות זהות שלישות יכולה להיות גישה אליהם במועד המדידה. מחיר מצוטט בשוק פעיל מספק את הראייה המהימנה ביותר לשווי הוגן ויש להשתמש בו כדי למדוד שווי הוגן בכל עת שהוא ניתן להשגה.
- **נתוני רמה 2** מוגדרים כנתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה 1, אך ניתנים לצפייה עבור נכס או התחייבות, במישרין או בעקיפין.
- **נתוני רמה 3** הם נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס או עבור ההתחייבות. נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישמשו כדי למדוד שווי הוגן

IFRS13²

במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס או עבור ההתחייבות במועד המדידה. אולם, מטרת המדידה של השווי ההוגן נותרת ללא שינוי, כלומר מחיר יציאה במועד המדידה מנקודת המבט של משתתף בשוק שמחזיק בנכס או שחב את ההתחייבות. לפיכך, נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישקפו את ההנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, כולל הנחות לגבי סיכון.

3.2 גישות להערכת שווי חברות

בבואנו לאמוד את שווי מניות רגילות או מניות בכורה, בהתאם לאחזקתה של גפן בחברות המוחזקות, בחנו את המתודולוגיות המקובלות לביצוע הערכות שווי ואת התאמתן לעבודתנו.

להלן הגישות המקובלות לביצוע הערכת שווי החברות:

3.2.1 גישת ההשוואה (Market Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה ששווי החברה בר השוואה לשווי השוק של חברות נסחרות דומות, או לחליפין, בר השוואה לשווי החברה הנגזר מעסקאות שנעשו בעבר הלא רחוק, בין מוכר מרצון לבין קונה מרצון. העיקרון המנחה גישה זו הינו שהכפלת נתון כלכלי חזוי הקשור במישרין או בעקיפין לרווחיותה העתידית של החברה ביחס, שהינו המכפיל שלפיו חברות ציבוריות דומות נסחרות או שלפיו חברות פרטיות דומות גייסו הון, מעניק סדר גודל לגבי שווייה של החברה המוערכת.

קיימות שתי שיטות נפוצות להערכת שווי תחת גישה זו :

◀ Guideline Public Company Method – השוואה בין החברה

הציבורית לפרטית, בהתאם למדדים כגון מכפיל רווח, לצורך הערכה שווי החברה, תוך ביצוע התאמות נוספות הנובעות מאי סחירות, והבדלים אחרים בין החברות.

◀ Guideline Transaction Method – לפי שיטה זו מעריך השווי

משתמש בשווי החברה המוערכת, כפי שנקבע בעסקאות הוניות שנעשו בעבר, בין החברה לבין משקיעים או בין המשקיעים עצמם, ובתנאי שהמשקיעים אינם צדדים קשורים לחברה או האחד לשני, בהתאמה.

המגבלה העיקרית של גישת ההשוואה הינה שבמקרים מעטים ניתן למצוא שתי חברות שהן זהות, דהיינו, ברות השוואה מכל בחינה, וכן היעדרותן של עסקאות במניות החברה המוערכת במועדים הסמוכים למועד בערכת השווי.

3.2.2 גישת ההכנסה (Income Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה ששווי החברה הוא תזרים המזומנים החזוי של החברה, כשהוא מהווה בשיעור המשקף את הסיכון הגלום בתזרימי החברה. אחת השיטות הנפוצות ביותר תחת גישה זו הינה שיטת ה-DCF³, לפיה שווי החברה נקבע כערך נוכחי של תזרימי המזומנים שלה בתוספת נכסים לא תפעוליים שלה (לרוב, נכסים פיננסיים), נטו.

הערכת השווי תלויה, במידה רבה, בשיעור ההיוון הנבחר אשר אמור לשקף את ערך הזמן, האינפלציה ואת הסיכון הגלום בפעילות חברה.

³ Discounted Cash Flow

⁴ Capital Asset Pricing Model

בהערכות שווי של חברות ציבוריות שיעור ההיוון מבוסס על התנודתיות של מחיר המניה בהשוואה למדד המניות (הביטא ממודל ה-CAPM⁴). אולם, במקרה של חברות פרטיות מדידת שיעור זה אינה אפשרית. לפיכך, נהוג להשתמש בשיעור היוון של חברות ציבוריות דומות.

3.2.3 גישת השווי הנכסי (Asset Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה כי שווי החברה הינו ערך נכסי החברה בניכוי ערך התחייבויות החברה. ההנחה עליה מושתתת גישה זו הינה ששווי החברה שקול לשווי ההוגן של נכסי החברה בניכוי השווי ההוגן של התחייבויות החברה. אחת השיטות ליישום גישה זו הינה הערכת השווי ההוגן של כל נכס וכל התחייבות בנפרד ולאחר מכן סך ערך ההתחייבויות מנוכה מסך ערך הנכסים (Asset accumulation method).

מתודולוגיה נפוצה להערכת שווי הנכסים הינה הערכת גובה העלויות שתיווצרנה במידה שהנכס יוחלף בנכס אחר המפיק את אותה התועלת ("עלות ההחלפה").

בהעדר מוניטין או נכסים בלתי מוחשיים מהותיים, שווי החברה הינו שווי הנכסים המוחשיים בניכוי שווי ההתחייבויות. לפיכך, גישת השווי הנכסי יעילה ביותר כאשר היא מיושמת על חברות אשר מרבית נכסיהן מוחשיים. על פי רוב, יישום גישת השווי הנכסי אינו נאות במקרים בהם לחברה נכסים לא מוחשיים ומוניטין פנימי מהותיים.

על מעריך השווי לשקול אפוא את השימוש בכל אחת מהגישות ולבחור בגישה או גישות המתאימה/ות ביותר בהתאם לשלב ההתפתחותי שבו מצויה החברה.

3.3 בחירת הגישה המתאימה לביצוע הערכת שווי

בספר עזר (Practice Aid) שפרסמה לשכת רואי חשבון האמריקאית (להלן: "הפרסום")⁵ מצוין כי בכדי לבצע הערכת שווי לחברה יש לקבוע תחילה באיזה שלב התפתחותי נמצאת החברה ואלה אבני דרך הושגו על-ידה.

הרציונל ששימש אותנו בביצוע עבודה זו הוא כי לרוב הגעה של חברה לאבן הדרך אמורה להפחית אי-הוודאות לגבי התממשות התוכנית העסקית שלה. כתוצאה מכך, המשקיעים רואים את ההשקעה כמסוכנת פחות ושיעור התשואה אותו הם ידרשו על השקעתם בחברה יורד בהתאם. יחד עם זאת, השלב ההתפתחותי חשוב לא רק להבנת רמת הסיכון הגלומה בהשקעה בחברה אלא גם לצורך בחירת השיטה המתאימה לביצוע הערכת השווי.

הפרסום מציין שישה שלבים בהתפתחות החברה, כדלקמן:

◀ **שלב 1.** לחברה אין מכירות, קיימים מעט נתוני עבר לגבי הוצאות החברה ולא ניתן להעריך את מרכיבי ההוצאות העתידיות. הצוות הניהולי קיים רק בחלקו. לצוות יש רעיון, תוכנית וייתכן אף שקיים פיתוח התחלתי של המוצר. לרוב, הון ראשוני מוזרם לחברה על-ידי הנפקת מניות רגילות או מניות בכורה לחברים ומשפחה, ל"מלאכים" או לקרנות הון-סיכון המתמקדות במיזמים בשלב ההתחלתי;

⁵ מקור: AICPA Practice Aid – "Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation".

◀ **שלב 2.** גם בשלב זה לחברה עדיין אין מכירות, אך קיימים נתונים רבים יותר באשר להוצאות החברה, בשל נתונים מהעבר ומכיוון שהמוצר נמצא בתהליך פיתוח והאתגרים העסקיים ברורים. לרוב, בשלב זה מבוצע סיבוב שני או שלישי של הזרמת הון לחברה על-ידי הנפקת מניות בכורה לקרנות הון סיכון, המספקות גם שירותי ניהול לחברה;

◀ **שלב 3.** החברה ביצעה התקדמות משמעותית בפיתוח המוצר, עמדה באבני דרך מהותיים (לדוגמא: גיבוש צוות ניהולי) והפיתוח קרוב לסיומו (לדוגמא: המוצר נמצא בשלב ה-Alpha או ה-Beta). בשלב זה, בדרך כלל, עדיין אין מכירות. קרנות הון סיכון ושותפים אסטרטגיים מזרימים הון לחברה בתמורה למניות בכורה;

◀ **שלב 4.** החברה עומדת באבני דרך מהותיים נוספים (לדוגמא: הזמנות ראשונות מלקוחות, משלוח סחורה ללקוחות וכו'). ישנן מכירות אך קיים הפסד תפעולי. בשלב זה מוזרמות הלוואות "שכבת-ביניים" (Mezzanine) לחברה;

◀ **שלב 5.** החברה מוכרת והושגו יעדים כגון רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים מאוזן או חיובי. בשלב זה ייתכן שהחברה תונפק בבורסה, תימכר או תמוזג (אירועים אלה יביאו לרוב להמרת מניות הבכורה למניות רגילות). בשלב זה סוג ההון המונפק על-ידי החברה הינו מניות רגילות;

◀ **שלב 6.** בשלב זה לחברה עבר של רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים חיובי. הנפקה לראשונה לציבור עשויה להתרחש בשלב זה.

השלב ההתפתחותי בו נמצאת החברה משפיע על החלטת מעריך השווי לגבי הגישה בה יש להשתמש בכדי להעריך את שווי החברה.

3.4 שיטות לייחוס שווי בין המניות הרגילות למניות הבכורה

3.4.1 Current-value method

לפי שיטה זו, יש לקבוע תחילה את שווי החברה לפי אחת מ-3 הגישות להערכת שווי שפורטו לעיל (השוואה, הכנסה ושווי נכסי). לאחר מכן, יש לייחס את שווי החברה לסוגים השונים של המניות לפי הגבוה מבין סכומן בפירוק או ערכן בהנחה המרה.

3.4.2 Probability-weighted expected return method

לפי שיטה זו, שווי המניה הרגילה נקבע על פי ניתוח השווי העתידי של החברה בקורות תרחישים עתידיים שונים (לדוגמא: IPO, מכירה, מיזוג, פירוק וכד'). מחיר המניה מחושב כערך הנוכחי של ההשקעה בכל תרחיש, משוקלל בהסתברות התממשותו של התרחיש ובהתחשב בזכויות של המניות השונות.

3.4.3 Option pricing method

שיטה זו רואה במניית הבכורה והמניה הרגילה אופציית Call על שווי החברה, כאשר "מחיר המימוש" הינו גובה הסכום ב"אירוע הנזלה", Liquidation, Preference, אותו בעלי מניות הבכורה אמורים לקבל במועד הפירוק. מודל זה מאפשר ביצוע אלוקציה של שווי החברה בין מניות רגילות לבין מניות בכורה תוך שימוש במודל מקובל לתמחור אופציות.

פרק 4

הערכת שווי החזקות באוקסיטון

4.1 תיאור אוקסיטון⁶

אוקסיטון מדיקל בע"מ (בפרק זה גם "החברה") הנה חברה פרטית הרשומה בישראל. החברה מפתחת מוצר המתוכנן למדידת רוויון חמצן ודופק באופן רציף אשר ימוקם על פרק כף היד. הטכנולוגיה המהפכנית מאפשרת שילוב ייחודי של חיישן PPG ספציפי וחיישן DLS. המרכיבים העיקריים של המכשיר הם גלאים אופטיים, מיקרו-מעבד, מעגלים אלקטרוניים, Bluetooth וצג. כל המרכיבים האלו משולבים בתוך שעון יד או בתצורה דומה.

כאמור, מדובר בצמיד/שעון יד, המנטר לראשונה בזמן אמת את ריווי החמצן בדם (SpO2) וכן את קצב דופק הלב, הנמדד כיום בבתי חולים על האצבע. המכשיר מאפשר לחולים כרוניים הסובלים מבעיות נשימתיות לענוד שעון בכל שעות היממה ללא פגיעה באיכות חייהם. הפתרון הטכנולוגי של החברה, המוגן על ידי פטנטים, אפשר את בניית הביו-סנסור הראשון בעולם, אשר מנצל את מבנה האנטומיה של היד כאלמנט מעין-אופטי.

4.2 סבבי השקעה אחרונים בחברה

- ביום 6 בינואר 2015 הודיעה החברה על הסכמה שהושגה עם ד"ר רוז סינג- ביליונר ויזם ותיק ומצליח בתחום הטלקום (TLV), באשר להשקעה של מיליון וחצי דולר בחברה בשני שלבים. במהלך הרבעון הראשון של 2015 בוצעה השקעה נוספת של 500 אלף דולר ובמהלך הרבעון השלישי עוד 1 מיליון דולר מ-TLV בהתאם לעמידה באבני דרך.

⁶ מקור: הנהלת גפן. להרחבה ראה דיווח גפן לבורסה

בינואר 2017 גיוס 520 אלף דולר בהלוואות בעלים המירה ובמהלך הרבעון השני גויסו 850 אלף דולר בדרך של הלוואות בעלים.

- בשנת 2018 גייסה החברה בתצורה של הלוואות המירות סך של 1,200 אלפי דולר.
- בחציון הראשון של שנת 2019 גייסה החברה סך נוסף של 2 מיליון דולר בתוצרה של הלוואה המירה.
- בשנת 2020 המשיכה החברה להתממן בתוצרה של הלוואות המירות.

4.3 הערכת שווי החזקות גפן בחברה ליום 31.12.2020

על פי הנהלת גפן והנהלת אוקסיטון, לצורך המשך פעילותה נדרשת החברה לגייס סך כולל של 5 מיליון דולר. נכון למועד הערכת השווי החברה טרם גייסה הון. בנוסף, בהתאם למידע שקיבלנו, החברה לא התקדמה באופן מהותי בשנת 2020. לכן, אנו סבורים ששווי החזקות גפן בחברה אינו שונה באופן מהותי מהשווי ליום 30.6.2020 שהנו זניח, ובהתאמה גם שוויין של ההלוואות ההמירות הנו זניח.

פרק 5

הערכת שווי החזקות בביואקסטרים

5.1 תיאור ביואקסטרים⁷

ביואקסטרים הינה חברה פרטית ישראלית. ביואקסטרים עוסקת בפיתוח מערכת רובוטית לשיקום כישורים מוטוריים לאחר שבץ מוחי.

5.2 סבב השקעה אחרון בביואקסטרים

בחודש ינואר בוצעה השקעה בסך 360 אלפי דולר בחברה והונפקו 41,096 מניות רגילות (8.76\$ PPS). בנוסף הומרו הלוואות המירות למניות רגילות של החברה.

5.3 הערכת שווי החזקות גפן בביואקסטרים ליום 31.12.2020

לצורך גזירת השווי ההוגן של החזקות גפן התבססנו על סבב ההשקעה מסוף מחודש דצמבר 2020. סבב זה לא כלל משקיעים חיצוניים אך ניתנה האפשרות לכלל המשקיעים להשתתף באותם תנאים ובנוסף על בסיס סבב זה הומרו הלוואות המירות. לכן, אני סבורים שסבב זה מהווה אינדיקציה נאותה לאומדן שווי החזקות גפן.

5.3.1 הון המניות

להלן הון המניות של החברה למועד הסבב:

סוג הנייר	ינואר, 2021
מניות רגילות	971,827
בכורה	57,636
warrants	3,383
ESOP שהוענקו	39,057
סה"כ	1,071,903

5.3.2 זכויות בפירוק

תקנון החברה קובע כי במקרה של הנזלה⁸ כל נכסי החברה העומדים בין בעלי המניות של החברה יחולקו לפי סדר העדיפות שלהלן:

- ראשית, כל בעל מניות בכורה יהא זכאי לקבל, לפני בעלי המניות האחרים, את הסכום שהושקע על ידו בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8%. במידה וסך הסכום לחלוקה יהיה נמוך מהסכום הנדרש, כל בעל מניות בכורה יהא זכאי לקבל את חלקו היחסי מהסכום הזמין לחלוקה.
- במקרה שנכסי החברה הזמינים לחלוקה יעלו על הסכום הנחוץ על מנת לשלם לבעלי מניות הבכורה, יחולק הסכום שיוותר לכל בעלי המניות פרו רטה.
- בעלי מניות הבכורה יהיו זכאים לקבל עד פי 3 ממחיר ההנפקה המקורי (9.56\$).

להלן טבלה המציגה את סך ההשקעה של כל שכבת מניות בכורה למועד ההנזלה⁹ (מוצג באלפי-\$):

⁹מועד הנזלה חזוי הנו כ-2-4 שנים.

⁷ מקור: הנהלת גפן. להרחבה ראה דיווח גפן לבורסה

⁸ ראה פירוט בתקנון החברה. כולל פירוק, M&A וכדי (למעט IPO במקרים מסויימים).

מספר מניות	מחיר	סה"כ למועד הנזלה	מניה ב- ריבית	תאריך
מניות רגילות	971,827			
בכורה	57,636	1,248	697	20/05/12
warrants	3,383			
ESOP	39,057			
סה"כ	1,071,903	1,248		

להלן טבלה המרכזת את סכומי הזכויות העדיפות באירוע הנזלה והחלוקה בין הסגמנטים השונים למועד הסבב (מוצג באלפי-):

אופציה	1,248	7,534	21,960	אינסוף
א'	ב'	ג'	ד'	
מניות רגילות	0%	91%	96%	91%
בכורה	100%	5%	0%	5%
warrants	0%	0.3%	0.3%	0.3%
ESOP	0%	4%	4%	4%
סה"כ	100%	100%	100%	100%

5.3.3 פרמטרים נוספים

- חישוב שווי המניה הרגילה ובכורה בוצע על-ידי יישום מודל ה- OPM בהתאם לזכויות המוקנות לכל מכשיר.

¹⁰מקור: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

¹¹ עקף: Healthcare Products .Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
¹² מפאת הסודיות אין אנו מציגים את שווי החברה.

- תוספת המימוש של שכבת מניות הבכורה הינה זכויות הנזלה העדיפות.
- אורך חיים – הינו משך הזמן המוערך עד להתרחשות אירוע הנזלה. אומדן מועד ההנזלה מתבסס על הערכות הנהלת החברה והנו בין 2 ל-4 שנים.
- ריבית חסרת סיכון- ריבית חסרת סיכון על אג"ח של ממשלת ארה"ב בעלת מח"מ שתואם לתקופה עד למועד ההנזלה הנאמדת ליום בחודש ינואר בכ-0.3%¹⁰.
- תנודתיות – קיים, אפוא, קושי בהצבת הנתון על סטית התקן במקרה וצפוי שעד למועד אירוע הנזילות החברה צפויה לעבור שלב התפתחות, ולכן גם סטיית התקן צריכה להשתנות תוך כדי המודל. אנו מקטינים את ההשפעה של החיסרון הנ"ל באמצעות הצבת נתוני סטיית תקן הנלקחים ממדגם של חברות הנמצאות בשלבי התפתחות שונים אך פועלות בתחום בו פועלת החברה. שיעור סטיית התקן הנו כ-46%¹¹.
- על פי הנהלת החברה הסבירות ל-QIPO הנה בשיעור מאוד זניח.

5.3.4 גזירת שווי החברה

תחילה חישבנו, בעזרת חתירה למטרה, את שווי החברה על בסיס השקעה במניות רגילות בהתאם לזכויות המוקנות למניות אלו. לאחר גזירת שווי החברה¹² אמדנו את שווי מניית בכורה.

5.3.5 שווי החזקות גפן בחברה

על בסיס ההנחות המפורטות לעיל ולאחר גזירת שווי החברה, אמדנו את השווי ההוגן של מניית בכורה בהתאם לזכויות המוקנות לכל בעל מניה. להלן טבלה מרכזת את שווי החזקת גפן בחברה (באלפי-):

סוג נייר	כמות	PPS	באלפי \$
מניות רגילות (ATI)	58,700	8.76	514
מניות רגילות (גפן)	112,756	8.76	988
מניות בכורה (גפן)	13,855	26.83	372
	185,311		1,874

בהתאם לעיל ולאור שסבב השקעה עדכני מהווה את הראיה הטובה ביותר לשוויה ההוגן של ההשקעה¹³, אנו סבורים ששווי החזקות גפן בחברה ליום 31.12.2020 אינו שונה באופן מהותי מכ-1.88 מיליון דולר, שווי החזקות אשר נגזר מהסבב שפורט לעיל.

את השימוש בנתונים שאינם ניתנים לצפייה כדי לקיים את המטרה של מדידת שווי הוגן ... בתנאי שוק נוכחיים.

¹³ בהקשר זה, ראוי לציין כי סעיף 7 ל- IFRS13 מגדיר "שווי הוגן" כ"המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס... בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד - המדידה...". סעיף 11 לתקן זה מוסיף וקובע כי "ישות תמקסם את השימוש בנתונים שניתנים לצפייה רלוונטיים ותמזער

פרטי החברה המעריכה

חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ, מתמחה במתן ייעוץ כלכלי ומימוני והערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות, על פי כללי חשבונאות בין לאומית IFRS ותקינה ישראלית, לצורכי דיווח כספי וכחוות דעת מומחה לבתי משפט. בין לקוחות החברה נמנות עשרות חברות ציבוריות הנסחרות בארץ ובחו"ל וחברות פרטיות.

תחומי ידע ופעילות

- ✓ ליווי חברות בתהליכי הנפקה ראשונה לציבור.
- ✓ חוות דעת מומחה בלתי תלוי בהליכים משפטיים.
- ✓ דיו-דיליג'נס כלכלי וחשבונאי.
- ✓ הערכת שווי חברות ועסקים.
- ✓ בדיקת כדאיות כלכלית.
- ✓ הכנת תוכניות עסקיות.
- ✓ ליווי חברות מול המערכת הבנקאית.
- ✓ ליווי חברות בתהליכי מיזוג ורכישה.
- ✓ הערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים.
- ✓ הערכת שווי התחייבויות תלויות, ערבויות והלוואות.
- ✓ הערכת שווי של מכשירים פיננסיים ונגזרים.

פרטי עורך חוות הדעת, שגיא בן שלוש, רו"ח

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-19 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למערכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACVA

הערכת שווי חלק מהחזקות

גפן השקעות ביומד בע"מ

בחברות הפרוטפוליו

ליום 31.12.2020

מרץ, 2021



Intelligent Financial Solutions

15 במרץ, 2021

לכבוד:

מר אורי בן אור, סמנכ"ל כספים

גפן השקעות ביומד בע"מ

הנדון: הערכת שווי החזקות גפן בחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2020

לבקשת גפן השקעות ביומד בע"מ (להלן: "גפן" ו/או "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של החזקות החברה בחלק מחברות הכלולות בפרוטפוליו שלה, ליום 31.12.2020 (להלן: "מועד ההערכה"). העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS) לרבות תקן IFRS13.

הערכת השווי הנה לצרכי רישום חשבונאי בלבד ומתבססת על עקרונות התקינה החשבונאית בלבד. אין לעשות שימוש בהערכת שווי זו מלבד לצורך רישום חשבונאי.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של גפן. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים שלה ובדיווחיה השוטפים של גפן לבורסה, לרבות במסגרת של צרוף לתשקיף.

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של חלק מחברות גפן, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלות חברות הפרוטפוליו והנהלת גפן, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

ככלל, תחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות ליום התחזית. הנחות אלו עשויות להשתנות על פני תקופת התחזית, ועל כן תחזיות אשר נערכו לימי ההערכה עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל ו/או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. אנו סבורים שחוות דעת זו הינה סבירה בהתבסס על המידע שסופק לנו, וכי מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לתוצאה שונה.

עבודתנו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם. אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו. המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה או נכס כלשהוא למשקיע כלשהוא. המושג "שווי הוגן" מוגדר כמחיר שבו יחליף נכס ידיים, בין קונה מרצון למוכר מרצון, כאשר לשני הצדדים מידה סבירה של ידע אודות העובדות הרלבנטיות לעסקה.

לצורך הערכת השווי, נקטנו בשיטות ההערכה המתאימות לדעתנו ובכפוף למידת ישימות השיטה. חוות דעתנו כוללת את תיאור המתודולוגיה והנחות אשר שימשו להערכת השווי. התיאור הכולל בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם.

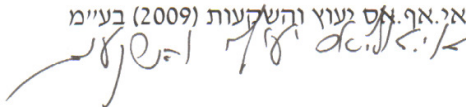
הננו בלתי תלויים בחברה בהתאם לכל דין, ובכלל זה, בהתאם לעמדה מספר 30-105 של רשות ניירות ערך בעניין גילוי קיומה של תלות בין מעריך השווי לבין התאגיד, לרבות לעניין הערכות שווי מהותיות מאוד לתאגיד, מיום 22 ביולי 2015.

החברה מתחייבת לשפות אותנו בקשר עם כל פיצוי אשר עולה על פי 3 מגובה שכר הטרחה שישולם על ידי החברה לנו בגין חוות דעת זו. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני העבודה ישפו אותנו על כך בהתאם, והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל¹.

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות שגיא בן שלוש, רו"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי של החזקות גפן בחלק מחברות הפרוטפוליו נכון ליום 31.12.2020 על בסיס עקרונות התקינה החשבונאית הבינלאומית.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בדולר ארה"ב או בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

גפן ו/או החברה –	גפן השקעות ביומד בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
מועד ההערכה –	31.12.2020
ביואקסטרים-	ביואקסטרים בע"מ
דולר/\$-	דולר ארה"ב
אש"ח-	אלפי ש"ח

מקורות מידע

במסגרת עבודתנו, התבססנו, בין היתר, על נתונים ומידע פיננסי של גפן והחברות המוחזקות, אשר התקבלו מהנהלת גפן והחברות המוערכות. ידוע לכם והנכם מסכימים, כי אנו מסתמכים על המידע שהומצא לנו כאמור ללא כל אימות או בדיקה עובדתית שלו או של תוכנו, ולפיכך אנו לא נהיה אחראים לתוצאות הסתמכותנו עליו ו/או להשפעת הסתמכותנו כאמור על עבודתנו ו/או

על תוצאותיה. יחד עם זאת, לאור שיחותינו עם ההנהלה ניכר כי אין לנו כל סיבה להאמין כי המידע והנתונים שהתקבלו אינם סבירים.

להלן מקורות המידע העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודתנו:

- ◀ דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של חלק מהחברות ושל גפן.
- ◀ מסמכי התאגדות ככל ורלוונטיים.
- ◀ הסכמי הלוואות, הסכמי השקעה והסכמים אחרים בחברות המוחזקות.
- ◀ נתונים אודות מבנה ההון של החברות.
- ◀ דיווחי גפן לבורסה.
- ◀ נתונים פיננסיים, תחזיות וביאורים שונים.
- ◀ מאגרי מידע של IFS ; וכן
- ◀ מידע ציבורי.

פרק 2 **תמצית הערכת השווי**

2.1 כללי

נכון לתקופת הדוח, גפן הנה חברה ציבורית. החברה פעלה ופועלת, בעצמה, באמצעות חברות הבת, לקידום השקעה והשבחה של פרויקטים קיימים בחברות החממה והפרוטפוליו שלה.

להרחבה ראה דו"ח תקופתי של החברה לשנת 2020.

2.2 ממצאים

הדו"ח המצורף כולל את פירוט ההנחות וההסברים לממצאינו והינו חלק בלתי נפרד מהממצאים המוצגים להלן.

בהתבסס על הניתוח שערכנו, להלן המלצתנו לגבי שווי החזקות גפן בחלק מחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2020 :

- ביואקסטרים- 1,874 אלפי דולר.

פרק 3

מתודולוגיה

3.1 מדרג שווי הוגן²

שווי הוגן הוא מחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים (כלומר מחיר יציאה) מבלי להתחשב אם מחיר זה ניתן לצפייה במישרין או אם מחיר זה נאמד תוך שימוש בטכניקת הערכה אחרת.

מדידת שווי הוגן לנכס לא פיננסי מביאה בחשבון את היכולת של משתתף בשוק להפיק הטבות כלכליות באמצעות הנכס בשימוש המיטבי שלו או על ידי מכירתו למשתתף אחר בשוק שישתמש בנכס בשימוש המיטבי שלו.

תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 13 קובע מידרג שווי הוגן המסווג לשלוש רמות את הנתונים לטכניקות הערכה שמשמשות למדידת שווי הוגן:

- **נתוני רמה 1** הם מחירים מצוטטים (שלא תואמו) בשווקים פעילים עבור נכסים זהים או עבור התחייבויות זהות שלישות יכולה להיות גישה אליהם במועד המדידה. מחיר מצוטט בשוק פעיל מספק את הראייה המהימנה ביותר לשווי הוגן ויש להשתמש בו כדי למדוד שווי הוגן בכל עת שהוא ניתן להשגה.
- **נתוני רמה 2** מוגדרים כנתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה 1, אך ניתנים לצפייה עבור נכס או התחייבות, במישרין או בעקיפין.
- **נתוני רמה 3** הם נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס או עבור ההתחייבות. נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישמשו כדי למדוד שווי הוגן

² IFRS13

במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס או עבור ההתחייבות במועד המדידה. אולם, מטרת המדידה של השווי ההוגן נותרת ללא שינוי, כלומר מחיר יציאה במועד המדידה מנקודת המבט של משתתף בשוק שמחזיק בנכס או שחב את ההתחייבות. לפיכך, נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישקפו את ההנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, כולל הנחות לגבי סיכון.

3.2 גישות להערכת שווי חברות

בבואנו לאמוד את שווי מניות רגילות או מניות בכורה, בהתאם לאחזקתה של גפן בחברות המוחזקות, בחנו את המתודולוגיות המקובלות לביצוע הערכות שווי ואת התאמתן לעבודתנו.

להלן הגישות המקובלות לביצוע הערכת שווי החברות:

3.2.1 גישת ההשוואה (Market Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה ששווי החברה בר השוואה לשווי השוק של חברות נסחרות דומות, או לחליפין, בר השוואה לשווי החברה הנגזר מעסקאות שנעשו בעבר הלא רחוק, בין מוכר מרצון לבין קונה מרצון. העיקרון המנחה גישה זו הינו שהכפלת נתון כלכלי חזוי הקשור במישרין או בעקיפין לרווחיותה העתידית של החברה ביחס, שהינו המכפיל שלפיו חברות ציבוריות דומות נסחרות או שלפיו חברות פרטיות דומות גייסו הון, מעניק סדר גודל לגבי שווייה של החברה המוערכת.

קיימות שתי שיטות נפוצות להערכת שווי תחת גישה זו :

◀ Guideline Public Company Method – השוואה בין החברה

הציבורית לפרטית, בהתאם למדדים כגון מכפיל רווח, לצורך הערכה שווי החברה, תוך ביצוע התאמות נוספות הנובעות מאי סחירות, והבדלים אחרים בין החברות.

◀ Guideline Transaction Method – לפי שיטה זו מעריך השווי

משתמש בשווי החברה המוערכת, כפי שנקבע בעסקאות הוניות שנעשו בעבר, בין החברה לבין משקיעים או בין המשקיעים עצמם, ובתנאי שהמשקיעים אינם צדדים קשורים לחברה או האחד לשני, בהתאמה.

המגבלה העיקרית של גישת ההשוואה הינה שבמקרים מעטים ניתן למצוא שתי חברות שהן זהות, דהיינו, ברות השוואה מכל בחינה, וכן היעדרותן של עסקאות במניות החברה המוערכת במועדים הסמוכים למועד בערכת השווי.

3.2.2 גישת ההכנסה (Income Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה ששווי החברה הוא תזרים המזומנים החזוי של החברה, כשהוא מהווה בשיעור המשקף את הסיכון הגלום בתזרימי החברה. אחת השיטות הנפוצות ביותר תחת גישה זו הינה שיטת ה-DCF³, לפיה שווי החברה נקבע כערך נוכחי של תזרימי המזומנים שלה בתוספת נכסים לא תפעוליים שלה (לרוב, נכסים פיננסיים), נטו.

הערכת השווי תלויה, במידה רבה, בשיעור ההיוון הנבחר אשר אמור לשקף את ערך הזמן, האינפלציה ואת הסיכון הגלום בפעילות חברה.

³ Discounted Cash Flow

⁴ Capital Asset Pricing Model

בהערכות שווי של חברות ציבוריות שיעור ההיוון מבוסס על התנודתיות של מחיר המניה בהשוואה למדד המניות (הביטא ממודל ה-CAPM⁴). אולם, במקרה של חברות פרטיות מדידת שיעור זה אינה אפשרית. לפיכך, נהוג להשתמש בשיעור היוון של חברות ציבוריות דומות.

3.2.3 גישת השווי הנכסי (Asset Approach)

גישה זו מתבססת על ההנחה כי שווי החברה הינו ערך נכסי החברה בניכוי ערך התחייבויות החברה. ההנחה עליה מושתתת גישה זו הינה ששווי החברה שקול לשווי ההוגן של נכסי החברה בניכוי השווי ההוגן של התחייבויות החברה. אחת השיטות ליישום גישה זו הינה הערכת השווי ההוגן של כל נכס וכל התחייבות בנפרד ולאחר מכן סך ערך ההתחייבויות מנוכה מסך ערך הנכסים (Asset accumulation method).

מתודולוגיה נפוצה להערכת שווי הנכסים הינה הערכת גובה העלויות שתיווצרנה במידה שהנכס יוחלף בנכס אחר המפיק את אותה התועלת ("עלות ההחלפה").

בהעדר מוניטין או נכסים בלתי מוחשיים מהותיים, שווי החברה הינו שווי הנכסים המוחשיים בניכוי שווי ההתחייבויות. לפיכך, גישת השווי הנכסי יעילה ביותר כאשר היא מיושמת על חברות אשר מרבית נכסיהן מוחשיים. על פי רוב, יישום גישת השווי הנכסי אינו נאות במקרים בהם לחברה נכסים לא מוחשיים ומוניטין פנימי מהותיים.

על מעריך השווי לשקול אפוא את השימוש בכל אחת מהגישות ולבחור בגישה או גישות המתאימה/ות ביותר בהתאם לשלב ההתפתחותי שבו מצויה החברה.

3.3 בחירת הגישה המתאימה לביצוע הערכת שווי

בספר עזר (Practice Aid) שפרסמה לשכת רואי חשבון האמריקאית (להלן: "הפרסום")⁵ מצוין כי בכדי לבצע הערכת שווי לחברה יש לקבוע תחילה באיזה שלב ההתפתחותי נמצאת החברה ואלה אבני דרך הושגו על-ידה.

הרציונל ששימש אותנו בביצוע עבודה זו הוא כי לרוב הגעה של חברה לאבן הדרך אמורה להפחית אי-הוודאות לגבי התממשות התוכנית העסקית שלה. כתוצאה מכך, המשקיעים רואים את ההשקעה כמסוכנת פחות ושיעור התשואה אותו הם ידרשו על השקעתם בחברה יורד בהתאם. יחד עם זאת, השלב ההתפתחותי חשוב לא רק להבנת רמת הסיכון הגלומה בהשקעה בחברה אלא גם לצורך בחירת השיטה המתאימה לביצוע הערכת השווי.

הפרסום מציין שישה שלבים בהתפתחות החברה, כדלקמן:

◀ **שלב 1.** לחברה אין מכירות, קיימים מעט נתוני עבר לגבי הוצאות החברה ולא ניתן להעריך את מרכיבי ההוצאות העתידיות. הצוות הניהולי קיים רק בחלקו. לצוות יש רעיון, תוכנית וייתכן אף שקיים פיתוח התחלתי של המוצר. לרוב, הון ראשוני מוזרם לחברה על-ידי הנפקת מניות רגילות או מניות בכורה לחברים ומשפחה, ל"מלאכים" או לקרנות הון-סיכון המתמקדות במיזמים בשלב ההתחלתי;

⁵ מקור: AICPA Practice Aid – "Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation".

◀ **שלב 2.** גם בשלב זה לחברה עדיין אין מכירות, אך קיימים נתונים רבים יותר באשר להוצאות החברה, בשל נתונים מהעבר ומכיוון שהמוצר נמצא בתהליך פיתוח והאתגרים העסקיים ברורים. לרוב, בשלב זה מבוצע סיבוב שני או שלישי של הזרמת הון לחברה על-ידי הנפקת מניות בכורה לקרנות הון סיכון, המספקות גם שירותי ניהול לחברה;

◀ **שלב 3.** החברה ביצעה התקדמות משמעותית בפיתוח המוצר, עמדה באבני דרך מהותיים (לדוגמא: גיבוש צוות ניהולי) והפיתוח קרוב לסיומו (לדוגמא: המוצר נמצא בשלב ה-Alpha או ה-Beta). בשלב זה, בדרך כלל, עדיין אין מכירות. קרנות הון סיכון ושותפים אסטרטגיים מזרימים הון לחברה בתמורה למניות בכורה;

◀ **שלב 4.** החברה עומדת באבני דרך מהותיים נוספים (לדוגמא: הזמנות ראשונות מלקוחות, משלוח סחורה ללקוחות וכו'). ישנן מכירות אך קיים הפסד תפעולי. בשלב זה מוזרמות הלוואות "שכבת-ביניים" (Mezzanine) לחברה;

◀ **שלב 5.** החברה מוכרת והושגו יעדים כגון רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים מאוזן או חיובי. בשלב זה ייתכן שהחברה תונפק בבורסה, תימכר או תמוזג (אירועים אלה יביאו לרוב להמרת מניות הבכורה למניות רגילות). בשלב זה סוג ההון המונפק על-ידי החברה הינו מניות רגילות;

◀ **שלב 6.** בשלב זה לחברה עבר של רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים חיובי. הנפקה לראשונה לציבור עשויה להתרחש בשלב זה.

השלב ההתפתחותי בו נמצאת החברה משפיע על החלטת מעריך השווי לגבי הגישה בה יש להשתמש בכדי להעריך את שווי החברה.

3.4 שיטות לייחוס שווי בין המניות הרגילות למניות הבכורה

3.4.1 Current-value method

לפי שיטה זו, יש לקבוע תחילה את שווי החברה לפי אחת מ-3 הגישות להערכת שווי שפורטו לעיל (השוואה, הכנסה ושווי נכסי). לאחר מכן, יש לייחס את שווי החברה לסוגים השונים של המניות לפי הגבוה מבין סכומן בפירוק או ערכן בהנחה המרה.

3.4.2 Probability-weighted expected return method

לפי שיטה זו, שווי המניה הרגילה נקבע על פי ניתוח השווי העתידי של החברה בקורות תרחישים עתידיים שונים (לדוגמא: IPO, מכירה, מיזוג, פירוק וכד'). מחיר המניה מחושב כערך הנוכחי של ההשקעה בכל תרחיש, משוקלל בהסתברות התממשותו של התרחיש ובהתחשב בזכויות של המניות השונות.

3.4.3 Option pricing method

שיטה זו רואה במניית הבכורה והמניה הרגילה אופציית Call על שווי החברה, כאשר "מחיר המימוש" הינו גובה הסכום ב"אירוע הנזלה", Liquidation, Preference, אותו בעלי מניות הבכורה אמורים לקבל במועד הפירוק. מודל זה מאפשר ביצוע אלוקציה של שווי החברה בין מניות רגילות לבין מניות בכורה תוך שימוש במודל מקובל לתמחור אופציות.

פרק 4

הערכת שווי החזקות בביואקסטרים

4.1 תיאור ביואקסטרים⁶

ביואקסטרים הינה חברה פרטית ישראלית. ביואקסטרים עוסקת בפיתוח מערכת רובוטית לשיקום כישורים מוטוריים לאחר שבץ מוחי.

4.2 סבב השקעה אחרון בביואקסטרים

בחודש ינואר בוצעה השקעה בסך 360 אלפי דולר בחברה והונפקו 41,096 מניות רגילות (8.76\$ PPS). בנוסף הומרו הלוואות המירות למניות רגילות של החברה.

4.3 הערכת שווי החזקות גפן בביואקסטרים ליום 31.12.2020

לצורך גזירת השווי ההוגן של החזקות גפן התבססנו על סבב ההשקעה מסוף מחודש דצמבר 2020. סבב זה לא כלל משקיעים חיצוניים אך ניתנה האפשרות לכלל המשקיעים להשתתף באותם תנאים ובנוסף על בסיס סבב זה הומרו הלוואות המירות. לכן, אני סבורים שסבב זה מהווה אינדיקציה נאותה לאומדן שווי החזקות גפן.

4.3.1 הון המניות

להלן הון המניות של החברה למועד הסבב:

סוג הנייר	ינואר, 2021
מניות רגילות	971,827
בכורה	57,636
warrants	3,383
ESOP שהוענקו	39,057
סה"כ	1,071,903

4.3.2 זכויות בפירוק

תקנון החברה קובע כי במקרה של הנזלה⁷ כל נכסי החברה העומדים בין בעלי המניות של החברה יחולקו לפי סדר העדיפות שלהלן:

- ◀ ראשית, כל בעל מניות בכורה יהא זכאי לקבל, לפני בעלי המניות האחרים, את הסכום שהושקע על ידו בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8%. במידה וסך הסכום לחלוקה יהיה נמוך מהסכום הנדרש, כל בעל מניות בכורה יהא זכאי לקבל את חלקו היחסי מהסכום הזמין לחלוקה.
- ◀ במקרה שנכסי החברה הזמינים לחלוקה יעלו על הסכום הנחוץ על מנת לשלם לבעלי מניות הבכורה, יחולק הסכום שיוותר לכל בעלי המניות פרו רטה.
- ◀ בעלי מניות הבכורה יהיו זכאים לקבל עד פי 3 ממחיר ההנפקה המקורי (9.56\$).

להלן טבלה המציגה את סך ההשקעה של כל שכבת מניות בכורה למועד ההנזלה⁸ (מוצג באלפי-\$):

⁸ מועד הנזלה חזוי הנו כ-2-4 שנים.

⁶ מקור: הנהלת גפן. להרחבה ראה דיווח גפן לבורסה

⁷ ראה פירוט בתקנון החברה. כולל פירוק, M&A וכדי (למעט IPO במקרים מסויימים).

מספר מניות	מחיר	סה"כ למועד הנזלה	מניה ב- ריבית	תאריך
מניות רגילות	971,827			
בכורה	57,636	1,248	697	20/05/12
warrants	3,383			
ESOP	39,057			
סה"כ	1,071,903	1,248		

להלן טבלה המרכזת את סכומי הזכויות העדיפות באירוע הנזלה והחלוקה בין הסגמנטים השונים למועד הסבב (מוצג באלפי-\$):

אופציה	1,248	7,534	21,960	אינסוף
מניות רגילות	0%	91%	96%	91%
בכורה	100%	5%	0%	5%
warrants	0%	0.3%	0.3%	0.3%
ESOP	0%	4%	4%	4%
סה"כ	100%	100%	100%	100%

4.3.3 פרמטרים נוספים

- ❖ חישוב שווי המניה הרגילה ובכורה בוצע על-ידי יישום מודל ה- OPM בהתאם לזכויות המוקנות לכל מכשיר.

⁹מקור: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

¹⁰ עקף: Healthcare Products, adamodar@stern.nyu.edu, Aswath Damodaran
¹¹ מפאת הסודיות אין אנו מציגים את שווי החברה.

- ❖ תוספת המימוש של שכבת מניות הבכורה הינה זכויות הנזלה העדיפות.
- ❖ אורך חיים – הינו משך הזמן המוערך עד להתרחשות אירוע הנזלה. אומדן מועד ההנזלה מתבסס על הערכות הנהלת החברה והנו בין 2 ל-4 שנים.
- ❖ ריבית חסרת סיכון- ריבית חסרת סיכון על אג"ח של ממשלת ארה"ב בעלת מח"מ שתואם לתקופה עד למועד ההנזלה הנאמדת ליום בחודש ינואר בכ-0.3%⁹.
- ❖ תנודתיות – קיים, אפוא, קושי בהצבת הנתון על סטית התקן במקרה וצפוי שעד למועד אירוע הנזילות החברה צפויה לעבור שלב התפתחות, ולכן גם סטיית התקן צריכה להשתנות תוך כדי המודל. אנו מקטינים את ההשפעה של החיסרון הנ"ל באמצעות הצבת נתוני סטיית תקן הנלקחים ממדגם של חברות הנמצאות בשלבי התפתחות שונים אך פועלות בתחום בו פועלת החברה. שיעור סטיית התקן הנו כ-46%¹⁰.
- ❖ על פי הנהלת החברה הסבירות ל-QIPO הנה בשיעור מאוד זניח.

4.3.4 גזירת שווי החברה

תחילה חישבנו, בעזרת חתירה למטרה, את שווי החברה על בסיס השקעה במניות רגילות בהתאם לזכויות המוקנות למניות אלו. לאחר גזירת שווי החברה¹¹ אמדנו את שווי מניית בכורה.

4.3.5 שווי החזקות גפן בחברה

על בסיס ההנחות המפורטות לעיל ולאחר גזירת שווי החברה, אמדנו את השווי ההוגן של מניית בכורה בהתאם לזכויות המוקנות לכל בעל מניה. להלן טבלה מרכזת את שווי החזקת גפן בחברה (באלפי- $\$$):

סוג נייר	כמות	PPS	באלפי $\$$
מניות רגילות (ATI)	58,700	8.76	514
מניות רגילות (גפן)	112,756	8.76	988
מניות בכורה (גפן)	13,855	26.83	372
	185,311		1,874

בהתאם לעיל ולאור שסבב השקעה עדכני מהווה את הראיה הטובה ביותר לשוויה ההוגן של ההשקעה¹², אנו סבורים ששווי החזקות גפן בחברה ליום 31.12.2020 אינו שונה באופן מהותי מכ-1.88 מיליון דולר, שווי החזקות אשר נגזר מהסבב שפורט לעיל.

את השימוש בנתונים שאינם ניתנים לצפייה כדי לקיים את המטרה של מדידת שווי הוגן ... בתנאי שוק נוכחיים.

¹² בהקשר זה, ראוי לציין כי סעיף 7 ל- IFRS13 מגדיר "שווי הוגן" כ"המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס... בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד - המדידה...". סעיף 11 לתקן זה מוסיף וקובע כי "ישות תמקסם את השימוש בנתונים שניתנים לצפייה רלוונטיים ותמזער

פרטי החברה המעריכה

חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ, מתמחה במתן ייעוץ כלכלי ומימוני והערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות, על פי כללי חשבונאות בין לאומית IFRS ותקינה ישראלית, לצורכי דיווח כספי וכחוות דעת מומחה לבתי משפט. בין לקוחות החברה נמנות עשרות חברות ציבוריות הנסחרות בארץ ובחו"ל וחברות פרטיות.

תחומי ידע ופעילות

- ✓ ליווי חברות בתהליכי הנפקה ראשונה לציבור.
- ✓ חוות דעת מומחה בלתי תלוי בהליכים משפטיים.
- ✓ דיו-דיליג'נס כלכלי וחשבונאי.
- ✓ הערכת שווי חברות ועסקים.
- ✓ בדיקת כדאיות כלכלית.
- ✓ הכנת תוכניות עסקיות.
- ✓ ליווי חברות מול המערכת הבנקאית.
- ✓ ליווי חברות בתהליכי מיזוג ורכישה.
- ✓ הערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים.
- ✓ הערכת שווי התחייבויות תלויות, ערבויות והלוואות.
- ✓ הערכת שווי של מכשירים פיננסיים ונגזרים.

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-19 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למערכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACVA