

הערכת שווי הלוואה המירה

הוכן לבקשת

נקסט ג'ן ביומד בע"מ

יוני, 2024



Intelligent Financial Solutions

10 ביוני, 2024

לכבוד:

הנהלת

נקסט ג'ן ביומד בע"מ

לבקשת נקסט ג'ן ביומד בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "המלווה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של הלוואה המירה אשר ניתנה לחברת סנט טכנולוגיות רפואיות בע"מ (להלן: "סנט טכנולוגיות" ו/או "הלווה") נכון ליום 31.12.2023. העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS).

על פי התקינה הבינלאומית, שווי הוגן הנו המחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת החברה בהערכת השווי ההוגן של מרכיבי ההלוואה והאופציה.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של החברה.

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של הלוואה המירה, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. 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 וההנחות 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.

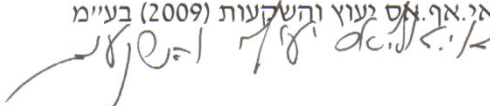
אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיוני 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 לשגיא בן שלוש, ר"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330 או במייל sagi@ifs-consulting.co.il

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תיאור החברה
3	מתודולוגיה
4	הערכת שווי
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	16

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי הוגן של הלוואה המירה ליום 31.12.2023 על בסיס התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS).
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה ו/או המלווה-	נקסט ג'ן ביומד בע"מ
הלווה ו/או סנט טכנולוגיות-	סנט טכנולוגיות רפואיות בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
אש"ח -	אלפי ש"ח
מח"מ-	משך חיים ממוצע

מקורות מידע

- דיווחי החברה לבורסה לניירות ערך בתל אביב.
- דוחות כספיים מבוקרים של הלווה לשנים 2021-2022 וכן ונתונים נוספים שקיבלנו מהלווה.
- הסכם ההלוואה.
- מאגרי מידע, לרבות "מרווח הוגן".

פרק 2

תאור החברה

2.1 תיאור החברה²

חברת נקסט ג'ן ביומד בע"מ התאגדה כחברה פרטית ביום 26 בדצמבר, 1990, תחת השם סלע גרופ. קום בע"מ. ביום 6 בדצמבר, 1999 הפכה החברה לציבורית. ביום 14 בפברואר, 2010, שינתה החברה את שמה לנקסט ג'ן ביומד בע"מ.

2.2 עסקת המיזוג עם חברת סנט טכנולוגיות³

ביום 23 ביוני, 2020, נחתם הסכם מחייב בין החברה לבין סנט טכנולוגיות לביצוע מיזוג משולש הופכי שבהשלמתו סנט-טכנולוגיות תהפוך לחברת בת של החברה, ובתמורה יוקצו לבעלי המניות של סנט-טכנולוגיות מניות רגילות של החברה. ביום 27.4.2021 עדכון חלק מתנאי ההסכם.

על פי עסקת המיזוג, החברה תרכוש את מלוא ההון המונפק והנפרע של סנט-טכנולוגיות בתמורה לכך שהחברה תקצה לבעלי מניות סנט-טכנולוגיות 74.99% מההון המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא, ובלבד שבמועד הקצאת המניות כאמור ההקצאה לא תעלה בפועל על 74.99% מההון המונפק והנפרע של החברה.

במסגרת עסקת המיזוג, החברה עמידה לסנט-טכנולוגיות הלוואות בסך מצטבר של כ-3,900 אלפי ש"ח (קרן בלבד). מעבר לכך, החברה העמידה לסנט-טכנולוגיות הלוואות נוספות בסך מצטבר של כ-4,658 אלפי ש"ח (קרן בלבד), כך שנכון למועד פרסום הדוח, סך ההלוואות המצטבר שהעמידה החברה לסנט-טכנולוגיות עומד על כ-8,558 אלפי ש"ח (קרן בלבד) ("ההלוואות").

² להרחבה ראה דוח תקופתי לשנת 2023 של החברה
³ להרחבה ראה דוח תקופתי לשנת 2023 של החברה

עסקת המיזוג כוללת תנאים מתלים להשלמתה, וביניהם קבלת היתר רשות ניירות ערך לפרסום תשקיף, בשים לב לכך שמספר בעלי המניות של סנט-טכנולוגיות מדיקל מהווה "ציבור", כמשמעותו בחוק ניירות ערך. במהלך תקופת הדוח, פעלה החברה, יחד עם סנט-טכנולוגיות, לקבלת היתר הרשות כאמור, ללא הצלחה.

ביום 21 במרץ 2024, הודיעה החברה כי ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה קיימו דיון ביחס לדרך הרצוי והיעילה ביותר לקדם את המיזוג ו/או פירעון ההלוואות, בשים לב לכך שלא עולה בידי החברה לקבל את היתר הרשות לפרסום תשקיף, הנדרש כאמור לצורך ביצוע עסקת המיזוג.

במסגרת זו, נשקלה האפשרות לקדם את עסקת המיזוג בדרך של רכישת פעילותה של סנט-טכנולוגיות, בתמורה להקצאת מניות החברה לסנט-טכנולוגיות (להבדיל מהקצאת מניות החברה לבעלי מניות של סנט-טכנולוגיות, לפי עסקת המיזוג המקורית), וזאת לפי הסדרים ותנאים פרטניים שיידונו ויסוכמו בין הצדדים, אשר יכללו, בין היתר, התייחסות לפירעון מלוא ההלוואות.

להערכת החברה, העסקה לרכישת הפעילות, ככל שתתגבש, תגדיל את הסיכוי להחזר ההלוואות, וכן צפויה להציף ערך לחברה, ועדיפה על פני החלופות האחרות העומדות בפני החברה.

בנסיבות המתוארות, ובהתחשב בכך שלסנט-טכנולוגיות אין משאבים להחזיר את ההלוואות, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה החליטו בישיבותיהם שלא לנקוט בשלב זה בצעדים אופרטיביים לאכיפת החזר ההלוואה עד ליום 31

באוקטובר 2024, זאת על מנת לאפשר לצדדים לקדם את העסקה לרכישת הפעילות עד לאותו מועד ואת פירעון ההלוואות במסגרתה. נכון למועד עריכת חוות דעת זו, טרם נדונו וגובשו התנאים לעסקה לרכישת הפעילות, ואין ודאות כי עסקה זו תצא אל הפועל ו/או תושלם עד ליום 31 באוקטובר 2024, או בכלל. לפרטים נוספים ראה דיווח החברה מיום 21 במרץ 2024 (מס' אסמכתא: 2024-01-030021), הנכלל בדוח זה על דרך ההפניה.

פרק 3

מתודולוגיה

3.1 הנחיות חשבונאיות רלוונטיות – מדרג שווי הוגן⁴

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 במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס

⁴ מקור: IFRS13

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.

פרק 4

הערכת שווי ההלוואה

4.1 תיאור פרטי ההלוואה הרלוונטיים לעבודה זו

בהמשך לדיווחי החברה בדבר חתימת החברה על הסכם מיזוג מחייב עם חברת סנט טכנולוגיות ובהמשך לכך שהלוותה לסנט-טכנולוגיות סך כולל של 3.9 מיליון ש"ח (להלן: "ההלוואות הראשונות") ולאור הסכם המיזוג שהחברה ולאור העובדה שסנט-טכנולוגיות נדרשת לתזרים מזומנים לטובת שימור וקידום פעילותה, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה החליטו לאשר את התקשרות החברה בהסכם למתן הלוואה נוספת על סך של 4 מיליון ש"ח (להלן: "ההלוואה החדשה"), כאשר חצי מיליון ש"ח יועברו במידי לתפעול שוטף של סנט-טכנולוגיות ואילו יתרת ההלוואה תועבר לאחר רישום השעבודים. הצדדים חתמו על הסכם ההלוואה החדשה.

להלן עיקר תנאי עסקת ההלוואה:

- **תקופת ההלוואות.** ההלוואות הראשונות וקרן ההלוואה החדשה יהיו למשך תקופה בת 18 חודשים ממועד העמדת הלוואה החדשה.
- **ריבית.** ההלוואות הראשונות וההלוואה החדשה יישאו ריבית שנתית בשיעור של 5% החל ממועד העמדתם בפועל לסנט-טכנולוגיות ועד למועד פירעונם. מבלי לגרוע מהאמור לעיל, כל סכום שסנט-טכנולוגיות מדיקל נדרשת לשלם מכוח הסכם זה שלא ישולם במלואו במועד יישא את הריבית הפיגורים המקסימלית הנגבית על ידי בנק לאומי לישראל בע"מ מלקוחות בגין סכומי פיגור בפירעון אשראי.
- **ניהול סנט-טכנולוגיות לאחר קבלת ההלוואה.** סנט-טכנולוגיות התחייבה להשתמש בכספי ההלוואות הראשונות וההלוואה החדשה בהתאם לדוח

מקורות ושימושים שהועבר לאורגני החברה. כן צוין כי הצדדים להסכם פועלים יחד למיזוג.

- **המרה חלקית של ההלוואה להון סנט-טכנולוגיות.** סנט-טכנולוגיות העניקה לחברה את שיקול הדעת הבלעדי, וללא צורך באישור מראש או בכתב מסנט-טכנולוגיות, עד למועד הקובע, להחליט כי חלף פירעון ההלוואות כולן או חלקן, להמיר כל מיליון ש"ח מקרן ההלוואה בכמות מניות רגילות של סנט-טכנולוגיות בהנחה של 25% מהשווי של סנט-טכנולוגיות בגיוס האחרון שבוצע על ידה.
 - **בטוחות.** סנט-טכנולוגיות מדיקל התחייבה לרשום על שם החברה מספר שעבודים.
 - **פירעון ההלוואות.** ההלוואות הראשונות וההלוואה החדשה יפרעו בתשלום אחד לאחר 18 חודשים ממועד העמדת קרן ההלוואה.
- נכון למועד חוות דעת זו סך ההלוואות המצטבר עומד על כ- 8,558 אלפי ש"ח (קרן בלבד).**
- ביום 21 במרץ 2024 דיווחה החברה בדבר דחיות מועד הפירעון של ההלוואות שהעמידה החברה, כך שנכון למועד הדיווח הפירעון הקבוע ליום 31.3.2024 ציין הדירקטוריון "יבהתחשב בכך שלסנט-טכנולוגיות אין כרגע משאבים להחזיר את ההלוואה, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה החליטו בישיבותיהם שלא לנקוט כעת בצעדים אופרטיביים לאכיפת החזר ההלוואה עד ליום 31.10.2024, זאת על-מנת לאפשר לצדדים לקדם את העסקה לרכישת הפעילות עד לאותו מועד ואת פירעון ההלוואות במסגרתה".

- סך הקרן והריבית הצבורה בגין ההלוואות הראשונות וההלוואה הנוספת, למועד החישוב נאמד ביותר מ-9 מיליון ש"ח.
- השפעת מלחמת "חרבות ברזל" - ביום 7 לאוקטובר, 2023, בעקבות מתקפת פתע של ארגון הטרור חמאס כנגד מדינת ישראל ואזרחיה' הכריזה ממשלת ישראל על מלחמת "חרבות ברזל" ("המלחמה"), הנמשכת גם נכון למועד פרסום הדוח. המלחמה הביאה לגיוס כוחות מילואים, היערכות והתחמשות הצבא, מיגון ציבור האזרחים, הגבלת תנועות אזרחים וסגירת גבולות. למלחמה השלכות רוחביות על הכלכלה בישראל וכן על הכלכלה העולמית אשר היקפן והשלכותיהן טרם ניתנות לאמדן.
- על פי מידע שנמסר לנו מהנהלת החברה, לסנט -טק אין מזומנים ואינה מצליחה לגייס הון מהותי לצורך המשך פעילותה.
- נכון למועד הערכת השווי ועריכת חוות דעת זו אין בידי החברה דוחות כספיים לשנת 2023 או נתונים חשבונאיים אחרים שך סנט -טק.
- כאמור לעיל, ביום 21 במרץ 2024 דיווחה החברה בדבר דחיות מועד הפירעון של ההלוואות שהעמידה החברה, כך שנכון למועד הדיווח הפירעון הקבוע ליום 31.3.2024 ציין הדירקטוריון "בהתחשב בכך שלסנט-טכנולוגיות אין כרגע משאבים להחזיר את ההלוואה, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה החליטו בשיבותיהם שלא לנקוט כעת בצעדים אופרטיביים לאכיפת החזר ההלוואה עד ליום 31.10.2024, זאת על-מנת לאפשר לצדדים לקדם את העסקה לרכישת הפעילות עד לאותו מועד ואת פירעון ההלוואות במסגרתה".
- בהתאם לכך, אנו סבורים שהשווי ההוגן של ההלוואה הנו 0.

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 וכחות 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.
- בעל ניסיון של מעל ל-20 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) בארגון בינלאומי למערכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACV

הערכת שווי של EyePen והתחייבות לערך פיננסיים

הוכן לבקשת
נקסט ג'ן ביומד בע"מ

יוני, 2024

15 ביוני, 2024

לכבוד:

הנהלת חברת

נקסט ג'ין ביומד בע"מ

הנדון: הערכת שווי EyePen

לבקשת נקסט ג'ין ביומד בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "נקסט ג'ין") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי ל-EyePen¹ נכון ליום 31.12.2023 (להלן: "מועד ההערכה") במטרה לאמוד את שווי ההוגן, וזאת במסגרת יישום תקן חשבונאות בין-לאומי מס' 36 (להלן "תקן 36").

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת החברה (להלן: "ההנהלה") באומדן השווי ההוגן כאמור למועד ההערכה. עבודה זו נערכה בהתאם לתנאים המפורטים במכתב ההתקשרות בין החברה לבין IFS מחודש מאי 2024.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של החברה לציבור, לרבות דיווחים תקופתיים ומידיים, על פי חוק ניירות ערך והתקנות על פיו.

¹ כהגדרתו בהמשך

הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של ה-EyePen לצורך רישום חשבונאי וזאת בהתאם לתקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS), על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי החברה, 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 הפעילות 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 וההנחות 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.

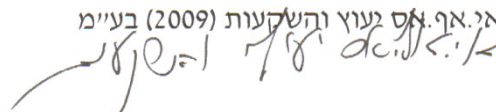
אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), 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 בישראל².

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

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


² לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תיאור החברה ו-EyePen
3	מתודולוגיה
4	אומדן שווי ה-EyePen
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
ב'	אומדן מחיר ההון
ג'	תזרים ה-EyePen
ד'	חיובים תורמים

פרק 1

כללי

- מידע גלוי ורלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט.
- שיחות עם נציגי החברה.

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי ה- EyePen נכון ליום 31.12.2023 בהתאם לתקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS).
- כל הנתונים בעבודה זו, הינם בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- שע"ח דולר -ש"ח ליום 31.12.2023 הנו 3.63.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה ו/או נקסט ג'ן –	נקסט ג'ן ביומד בע"מ
ערך פיננסי-	ערך פיננסים כהלכה בע"מ
פעילות EyePen / IP-	תחום פעילות ה- EyePen כמפורט בחוות הדעת
הבורסה-	הבורסה לניירות ערך בתל אביב
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
מועד ההערכה –	31.12.2023
אש"ח –	אלפי ש"ח
דולר / \$-	דולר ארה"ב

- לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים:

- מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהחברה
- דו"חות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2021-2023.
- דיווחים שוטפים של החברה לגבי ה-EyePen.
- תחזיות EyePen.

תיאור החברה ו-EyePen

החברה הינה חברה ציבורית (כהגדרתה בחוק החברות, תשנ"ט-1999), כאשר נכון למועד הערכת השווי, פעילותה של החברה הינה החזקה במוצר ה-EyePen, שהינו מכשיר חכם ומודולרי המורכב על עטים להזרקת אינסולין, ומסייע למשתמשים בניהול עצמי של הטיפול במחלת הסוכרת, על ידי תיעוד זמנים ומינוני נטילת אינסולין באמצעות זריקה. מערכת ה-EyePen כוללת קישוריות ומעקב אחרי הזרקות האינסולין באמצעות אפליקציית מובייל ייעודית, המאפשרת לה לבצע איסוף וניהול מידע. השימוש ב-EyePen ובאפליקציה מאפשר למשתמשים לקבל טיפול אפקטיבי באופן פשוט יותר, עקב צמצום הצורך לזכור ולתעד את פרטי הטיפול, הכוללים הזרקות רבות ומינונים העשויים להשתנות מידי יום.

עקב כך, שימוש ב-EyePen מגביר את היענות המשתמש (compliance) לטיפול המומלץ בסוכרת. אפליקציית המובייל של ה-EyePen מספקת התראות מפני טעויות אנוש כמו שכחה של עט ההזרקה, הזרקות אינסולין כפולות או דילוג על הזרקות, וכן, מספקת התראה על מצבים בעייתיים, כמו חשיפה לטמפרטורות גבוהות המזיקות ליעילות האינסולין. מערכת ה-EyePen כוללת גם אפליקציית ענן המיועדת לשימוש ע"י הצוות הרפואי והמטופל בעצמו. מערכת הענן מאפשרת לרופא לבצע מעקב אחרי החולה במהלך פגישה עם החולה או בביקור וירטואלי יזום. אפליקציית הענן מאפשר לרופא לנהל את זמנו ביתר יעילות.

2.2 רכישת פעילות EyePen

ביום 15 ביולי 2020 הודיעה החברה כי תרכוש את פעילות מוצר ה-EyePen המתוארת להלן מחברת ערך פיננסים. בתמורה למכירת פעילות מוצר ה-EyePen, נקסט ג'ן שילמה לערך פיננסים את המפורט כדלקמן:

- א. 2,350,000 כתבי אופציה (לא רשומים) אשר ניתנים למימוש ל-2,350,000 מניות רגילות ללא ערך נקוב כל אחת של החברה בתמורה ל-30 אגורות למניה. ניתנות למימוש במשך 12 חודשים.
- ב. נקסט ג'ן שילמה לערך פיננסים סך של 1,000,000 ש"ח במזומן, בשני תשלומים שווים ועוקבים כאשר התשלום הראשון ישולם בעת השלמת העסקה (התשלום בוצע בתאריך 22 בדצמבר 2020) והתשלום השני לאחר רבעון.
- ג. **תמורה מותנית** - ככל שיהיו רווחים מפעילות מוצר ה-EyePen, אלו יחולקו כך: 51% יועברו לנקסט ג'ן ו-49% יועברו לחברת ערך פיננסים וזאת עד לסך רווח מצטבר של 15,000,000 ש"ח, לאחר מכן 100% מהרווחים יועברו לנקסט ג'ן ולערך פיננסים לא תהיה כל זכות במישרין ו/או בעקיפין בכל הנוגע לפעילות מוצר ה-EyePen, לרבות זכות לתמלוגים.

נקסט ג'ן תמשיך לתמוך בפעילות הקיימת של מוצר ה-EyePen, הכוללת פיילוט מתקדם הנערך מול שירותי בריאות כללית. תמיכה זו תכלול תשלום עבור עובדים ספקים ציוד כלל שיידרשו.

בנוסף הוקצו למתווך העסקה סך של 117,500 אופציות של החברה, הניתנות למימוש לתקופה בת 12 חודשים בתמורה למחיר מימוש של 30 אגורות למניה.

2.3 השקעות במו"פ

במהלך שנת 2018 השקיעה חברת ערך פיננסים למעלה מ-3 מיליון ש"ח במוצר ה-EyePen. במהלך שנת 2019 השקיעה חברת ערך פיננסים כ-1.3 מיליון ש"ח במוצר ה-EyePen, במהלך המחצית הראשונה של שנת 2020 השקיעה חברת ערך פיננסים כ-200 אלפי ש"ח במוצר.

במהלך שנת 2021 הושקעו 351 אלפי ש"ח בפיתוח המוצר ובמהלך שנת 2022 הושקעו 455 אלפי ש"ח בפיתוח.

במהלך שנת 2023 הושקעו במו"פ סך של 796 אש"ח.

2.4 גורמי ההצלחה הקריטיים בתחום הפעילות מוצר ה-EyePen³

- ✓ השלמת פיתוח הגרסה המסחרית של מוצר ה-EyePen אשר יוכיחו את בטיחותו ויעילותו.
- ✓ השלמה מוצלחת של ניסויי הפיילוט יחד עם קופת חולים כללית.
- ✓ שילוב המוצר עם מוצרים קיימים בשוק.
- ✓ יכולת להגיע להסכמים מהותיים עם חברות בינלאומיות לשיתופי פעולה להפצת המוצר.
- ✓ גיוס כוח אדם מקצועי ומיומן.

³ מקור: דו"ח תקופתי לשנת 2022 של החברה

✓ מיצוב המוצר בקרב רופאים ומטפלים שהינם מובילים בעולם בתחום הסוכרת לשם המשך ביצוע ניסויים והמלצה על המוצר.

✓ השגה ושימור של כל האישורים הרגולטוריים הנדרשים לצורך שיווק המוצר.

✓ קבלת שיפוי ממבטחים בעולם וכניסה לסלי תרופות.

✓ הגנה על זכויות הקניין הרוחני בפירות הפיתוח המחקרי, בין היתר, באמצעות הגשת בקשות לרישום פטנטים.

2.5 מבנה תחום הפעילות והשינויים שחלים בו⁴

על פי דוח של הפדרציה העולמית לסוכרת ה-IDF וכן על פי סקרי השוק שנערכו עבור החברה מחלת הסוכרת מתפשטת בקצב מואץ בעולם המערבי ואף יותר מכך בעולם המתפתח. הטיפול באינסולין חיוני לחולים בסוכרת מסוג 1 ומסוג 2 בשלבים המתקדמים של המחלה. תחום הפעילות נשלט על ידי מספר חברות דומיננטיות. למיטב ידיעת החברה, החברות הדומיננטיות בתחום האינסולין הן: Eli Lilly ו-Novo-Nordisk; ובתחום משאבות האינסולין והקטטרים למשאבות Medtronic Minimed, Animas, Roche Diagnostics GmbH ו-Tyco ו-Unomedical בתחום הציוד הנלווה המתכלה להזרקת אינסולין: Tyco ו-Dikinson Becton.

ניתן להצביע על מספר מגמות ושינויים עיקריים בתחום:

ההוצאות הרבות הכרוכות בטיפול בחולי סוכרת מחד, יחד עם ההכרה מצד מערכות הבריאות של עלויות הטיפול בסיבוכים במקרה והחולים לא מטופלים

⁴ מקור: דו"ח תקופתי לשנת 2022 של החברה

כראוי מאידך, מביאה לרפואה מבוססת הוכחה בה נדרשים מוצרים וטיפולים חדשים להוכיח יעילות רפואית ותועלת כלכלית לצורך קבלת שיפוי ביטוחי (Reimbursement). עניין זה דורש מהחברה השקעת משאבים בניהול ניסויים קליניים אשר יאפשרו לחברה להראות את היעילות הרפואית והכלכלית של מוצריה.

עם הפיכת חלק מהמכשירים לטיפול ומהתרופות לסוכרת למוצרי צריכה, כאשר אין כמעט הבדל בין המוצרים של היצרנים השונים, יש נטייה להיאבק על נתח שוק על ידי תחרות מחירים המובילה להורדת סכום השיפוי הביטוחי. מוצרי החברה יאפשרו ליצרנים בתחום אשר ישלבו אותם במוצריהם ליצור בידול ביחס למוצרים אחרים מתוך שאיפה להגדיל או לשמור את חלקם בשוק.

הגברת השימוש באינסולין בחולי סוכרת מסוג 2 יכולה להגביר בהמשך גם את השימוש באינסולין לארוחות כדי שהחולים ישיגו איזון טוב יותר, וכתוצאה מכך להגדיל את הביקוש למוצר ה-EyePen.

יתרונות

מוצר ה-EyePen הוא המוצר היחיד, למיטב ידיעת החברה, המשתמש בטכנולוגיית מצלמה ועיבוד תמונה לצורך קריאת המידע מחלונית המינון של העט ובכך פועל למעשה בצורה דומה לשימוש האנושי בעט האינסולין ומודד באופן ישיר את המינון הניתן תוך תהליך ההזרקה. מוצרים אחרים הדומים למוצר ה-EyePen עוקבים אחרי פעילויות אחרות המשתנות בעקבות הזרקה כגון מעקב אחרי כמות האינסולין הנותר, כאשר בעקבות זאת המוצרים הדומים חשופים יותר לטעויות הנובעות מ"משחק" של משתמשים בעט

האינסולין. מוצר ה-EyePen יודע להבחין בין הזרקה אמיתית לבין "משחק" עם עט האינסולין במספר רב של מתארים.

שינויים בהיקף הפעילות מוצר ה-EyePen וברווחיותו:

שוק הניהול הדיגיטלי של מחלת הסוכרת גדל בקצב שנתי של 23.6% השוק עתיד לגדול מגודל שוק של 5.6 ביליון דולר בשנת 2018 לצפי של 24.5 ביליון דולר בשנת 2025. הגידול בשוק נובע בעיקר מהתפשטות מחלת הסוכרת ומהגדלת המודעות לצורך בניהול יעיל יותר של המחלה. השוק הנ"ל כולל:

- מוצרים רפואיים כגון מדי סוכר עם יכולות תקשורת ועטי אינסולין חכמים;
- תוכנות ניהול כדוגמת אפליקציות ניהול אישיות בטלפון החכם ופתרונות ענן לניהול מחלת הסוכרת;
- שירותי רפואה דיגיטליים.

רוב החברות המרכזיות אשר פועלות בתחום הסוכרת מציעות אפליקציות אישיות לניהול הסוכרת. קיים היצע של מוצרים מתוקשבים לטיפול בסוכרת כגון, מדי סוכר עם תקשורת, עטי אינסולין חכמים לא מתכלים, משאבות עם תקשורת, מדי סוכר רציפים עם תקשורת ומוצרים אחרים. חלק גדול מהמידע הנאסף מועלה לענן וחברות ניהול סוכרת משתמשות במידע הזה על מנת לשפר את ניהול המחלה מרחוק. בין החברות המרכזיות בתחום ניתן למנות את: חברת אונדו (Onduo) שנוסדה במקור כשיתוף פעולה בסך 500 מיליון דולר של סאנופי עם חברת ורילי (שהיא חברת בת של גוגל לתחום הביו-מד). חברת רוש עם אפליקציית ניהול הסוכר, MySugar. חברת לילי יסדה את חטיבת care

integrated שמציעה פתרון כולל לניהול הסוכרת לחולי סוכרת המשתמשים באינסולין חברת נובו - נורדיסק עם סדרת עטי האינסולין המציעים רמות שונות של תקשורת ומידע. חברת Bigfoot medical שרכשה את חברת Timesulin ומפתחת פתרונות חכמים לניהול הסוכרת. חברת Glooko שמפתחת פתרונות ניהול סוכרת ואיסוף מידע אישי של החולה בסוכרת. חברת livngo מספקת פתרונות לניהול הסוכרת. פתרון נוסף של חברה ללא כוונת רווח Tidepool שממומן על ידי ה-JDRF מספק פלטפורמה לאיסוף נתונים מחולי סוכרת והצגתם בענן וחברות נוספות.

תחרות:

בשוק קיימים כבר מספר שנים מוצרים המספקים מידע לגבי מועד הפתיחה האחרונה של עט האינסולין כדוגמת Timesulin, InsulinCheck, Dukada, מוצרים אלו זמינים בשוק עם טווח מחירים של 15-70 דולר. מוצרים אלו נחותים יחסית למוצר ה-EyePen, שכן אינם מספקים מידע אמין על אירוע הזרקה אמיתי, אינם מספקים מידע על מינון ההזרקה, אינם כוללים תקשורת ואינם כוללים אפליקציית ניהול.

קיימים מספר עטי אינסולין חכמים רב פעמיים הכוללים תקשורת ואפליקציית ניהול כגון ה-echo 5 inPen, Novopen של חברת נובו-נורדיסק הכולל צג על העט שמציג את מינון הזרקה האחרונה. חברת נובו -נורדיסק מתכונת להוציא לשוק את הגרסה ה-6 של המוצר שתאפשר תקשורת ואגירה של נתוני כל ההזרקות ולא רק את נתוני ההזרקה האחרונה כמו בגרסה ה-5. חברת Pendiq מגרמניה מציעה מערכת ניהול סוכרת הכוללת עט חכם רב פעמי, מד סוכר

ואפליקציה המקשרת ביניהם. מוצרים אלו אינם מספקים פתרון לרוב משתמשי עטי האינסולין המשתמשים בעטי אינסולין מתכלים.

בתחום שבו פועלת החברה, שהוא תוסף חכם לעטי אינסולין מתכלים, קיימים מספר פתרונות שחלקם כבר בשוק. מוצר ה-Clipsulin של חברת Diabnext נמצא בשוק וזמין לקניה, המוצר כולל תוסף לעט אינסולין המזהה הזרקות על ידי הקשבה לקולות שמשמיע העט בזמן סיבוב כפתור המינון ואפליקציית ניהול סוכרת. תפעול המוצר דורש הדלקה של המוצר על ידי המשתמש ותיקון (אם יש צורך) של מינון המופיע על הצג ואישור המידע לשליחה.

גודל השוק למוצר ה-EyePen:

קיימות שלוש גרסאות של מוצר ה-EyePen בהתאם לערוצי השיווק השונים:

- גרסת OEM של מוצר ה-EyePen למקרה של שימוש ב מוצר ה-EyePen יחד עם אפליקציות ניהול הסוכרת של חברות אחרות;
- מוצר ה-EyePen יחד עם אפליקציית EyePen ייעודית לשיווק ישיר של המערכת למשתמשים על ידי החברה והמפיצים;
- מוצר ה-EyePen יחד עם אפליקציית EyePen ייעודית ואפליקציית ענן לניהול הסוכרת לשיווק דרך גורמי אספקת רפואה. מוצר זה נמצא בתהליכי הכנה לניסוי פיילוט קליני ב קופת חולים כללית.

לגישת החברה, מספר חולי הסוכרת המשתמשים באינסולין מוערך ב- 50 מיליון איש. רוב המשתמשים משתמשים בעטי אינסולין. להערכת הנהלת החברה, מספר עטי האינסולין בשימוש הוא כ- 32.5 מיליון ובהתאם לכך זה גודל השוק:

הנתונים המוצגים בטבלה לעיל הינם בעיקר נתונים המתייחסים לפוטנציאל שוק התרופות. מוצר ה- EyePen מהווה מוצר משלים למתן התרופה ו/או מאפשר את מתן התרופה באופן תת עורי. נכון למועד הדו"ח אין יכולת לאמוד את גודל השוק השנתי של המוצר.

סוג המוצר	מחיר המוצר	גודל שוק (מיליון \$)
מוצר ה-EyePen בלבד	36\$ (מחיר העברה)	~1500
מוצר ה-EyePen + אפליקציית ניהול	80\$	~2600
מוצר ה-EyePen + אפליקציית ניהול + אפליקציית ענן עבור הצוות הרפואי	300\$ (דמי ניהול שנתיים)	~9750

להלן טבלה המסכמת את הנתונים הכספיים בדבר גודל השווקים בהם פועלת החברה או מתכננת לפעול או העשויים להיות רלוונטיים עבורה:

השוק שעשוי להיות רלוונטי למוצר ה-EyePen	סה"כ גודל השוק השנתי (בדולר)
שוק ניהול מחלת הסוכרת (2019)	5.6 מיליארד דולר
אינסולין מהיר	1.2 מיליארד
קטטרים מתכלים למשאבות אינסולין	1.2 מיליארד
אינסולין בזאלי	12 מיליארד
שוק התרופות במתן תת עורי	326 מיליארד (רק חלק קטן מהשוק רלבנטי, לפיכך קשה להעריך את גודל השוק).

פרק 3 **מתודולוגיה**

3.1 הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים

3.1.1 גישות להערכת שווי נכסים

כללית, קיימות שלוש גישות מקובלות להערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים:

- גישת ההכנסות (Income Approach);
- גישת השוק (Market Approach);
- גישת העלות (Cost Approach).

גישת הכנסות, המיושמת באמצעות שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF method) – בגישה זו נקבע השווי ההוגן על סמך השווי המהווך של תזרימי

המזומנים העתידיים הצפויים להיות מופקים כתוצאה מהבעלות על הנכס. בשיטה זו יש לנתח את פוטנציאל הרווחים מהנכס ואת הסיכון הגלום בהפקת רווחים אלו. תחזית זרמי מזומנים לתקופה של 5 עד 15 שנים, בתוספת לערך הגרט לתום התקופה, מהווים לשווי נוכחי, תוך שימוש בשיעור היוון המשקף את התשואה על ההון הנדרשת מהנכס. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש במספר שיטות הכולל:

בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בגרסה של שיטת היוון זרמי המזומנים, המכונה שיטת "ההימנעות מתמלוגים" (Relief From "Royalties"), על מנת להעריך את שוויים של הנכסים הבלתי מוחשיים. בשיטת

ההימנעות מתמלוגים מוערך השווי ההוגן של הנכס הבלתי מוחשי באמצעות הערכת התמלוגים שנחסכו מן החברה, הודות להיותה בעלת הנכס.

גישה נוספת בה נהוג להשתמש הנה: היוון הרווחים העודפים (Excess Earnings) - על פי שיטה זו מוערך שווי הנכס הבלתי מוחשי לפי היוון "הרווחים העודפים" העתידיים המיוחסים לנכס. רווחים עודפים מוגדרים כהפרש שבין הרווחים התפעוליים הצפויים מהנכס ובין התשואה הראויה על השווי ההוגן של הנכסים אשר תורמים לרווחים התפעוליים, כאמור.

שיטות נוספות המקובלות בגישה זו הן:

- Technology Factor;
- Real Options.

גישת השוק – גישת השוק מבוססת על מחירי מכירה בעסקאות דומות ועל מחירי נכסים דומים המוצעים למכירה בעסקאות בין קונה מרצון למוכר מרצון. הערכת השווי בגישה זו מבוססת על אומדן השווי הבלתי מוחשי, נשוא ההערכה, ביחס לנכס בלתי מוחשי דומה. בעת הצורך, נעשות התאמות על-בסיס הבדלים במאפיינים של הנכסים המוערכים והנכסים המשווים. הבדלים במאפיינים כוללים, בין היתר, מיקום, מועד המכירה, תנאי המכירה, מצב הנכס המוערך והשימושים בו.

גישת השוק כוללת מספר שיטות⁵:

BRONWYN H. HALL, INNOVATION AND MARKET VALUE (Nat'l Bureau of Econ. Res., Working Paper No. 6984, 1999), available

⁵ בהקשר להערכת שווי פטנטים בגישה זו ראה גם:

- Transaction Oriented
- Price Oriented
- Profit Oriented
- License Based

גישת העלות – גישה זו, כפי שמיושמת בהערכת השווי של נכסים בלתי מוחשיים, מתבססת על עקרון "עלות השחלוף" או עלות ייצורו כאינדיקאטור לשווי הוגן. השווי הנגזר מהערכת שווי בגישת העלות מהווה חסם עליון לשווי הנכס, היות והנחת היסוד של גישה זו הנה שמשקיע סביר לא ישלם תמורת נכס יותר מהסכום בו יכול היה לשחלף את הנכס.

3.2 הנחיות חשבונאיות רלוונטיות – מדרג שווי הוגן⁶

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 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.

INC., TRRU® PROFESSIONAL METRICS, <http://www.pl-x.com/xhtml/homepage.jsp> describing TRRU Professional Metrics, a product designed to assist in the valuation of intellectual property (last visited April 9, 2002) (on file with the author.)

⁶ מקור: IFRS13

<http://www.nber.org/papers/w6984>; IAIN COCKBURN & ZVI GRILICHES, INDUSTRY EFFECTS AND APPROPRIABILITY MEASURES IN THE STOCK MARKET'S VALUATION OF R&D AND PATENTS (Nat'l Bureau of Econ. Res., Working Paper No. 2465, 1987), available at <http://papers.nber.org/papers/w2465>; THE PATENT & LICENSE EXCHANGE,

פרק 4

אומדן שווי ה-EyePen

4.1 בחירת גישת הערכת השווי המתאימה

השווי ההוגן של ה-EyePen הוערך בגישת ה-DCF תוך יישום שיטת "Excess Earning" (להרחבה ראה פרק 3 לעיל). על פי שיטה זו מוערך שווי ה-EyePen לפי היוון "הרווחים העודפים" העתידיים המיוחסים לנכס. רווחים עודפים מוגדרים כהפרש שבין הרווחים התפעוליים הצפויים מה-EyePen ובין התשואה הראויה על השווי ההוגן של הנכסים (מוחשיים ובלתי מוחשיים) אשר תורמים לרווחים התפעוליים, כאמור.

4.2 אומדן בגישת ה-DCF

כאמור, השווי ההוגן של ה-IP הוערך בגישת ה-DCF תוך יישום שיטת "Excess Earning" (להרחבה ראה פרק 3 לעיל).

לצורך אומדן השווי ההוגן של ה-EyePe ביצענו את הפעולות הבאות:

א. השפעת מלחמת "חרבות ברזל" על פעילותה של החברה –

ביום 7 לאוקטובר, 2023, בעקבות מתקפת פתע של ארגון הטרור חמאס כנגד מדינת ישראל ואזרחיה' הכריזה ממשלת ישראל על מלחמת "חרבות ברזל" ("המלחמה"), הנמשכת גם נכון למועד פרסום הדוח. המלחמה הביאה לגיוס כוחות מילואים, היערכות והתחמשות הצבא, מיגון ציבור האזרחים, הגבלת תנועות אזרחים וסגירת גבולות. למלחמה השלכות רוחביות על הכלכלה בישראל וכן על הכלכלה העולמית אשר היקפן והשלכותיהן טרם ניתנות לאמדן. המלחמה הביאה לתנודתיות בשער החליפין (השקל מול הדולר); עלייה במחירי השילוח (הימי והיבשתי) כאמור לעיל; גיוס נרחב של עובדים

חיוניים במשק, וכיו"ב. כחלק מהליך הייצור של מוצר ה-Eyepen, נדרשת הלחמה (Soldering) ייחודית של מיקרו-רכיבים, הדורשת מיומנות גבוהה. מאמצי המלחמה הביאו לגיוס נרחב לצרכי המלחמה של מלחמים בעלי המיומנות הנדרשת לצורך עבודת ההלחמה של מוצר ה-Eyepen, באופן המעכב משמעותית את המשך הפיתוח (ברמת החומרה) של מוצר ה-Eyepen. במהלך תקופת הדוח, פעלה החברה לנסות ולבצע את פעולות ההלחמה על-ידי ספקים חיצוניים בסין, אך שיעור הכשל בהלחמה היה משמעותי, ולא איפשר את המשך העבודות שם.

להערכת החברה, ככל ותימשך המלחמה יהיו לכך השלכות על המשך הזמינות של המלחמים וכפועל יוצא מכך – המשך הפיתוח של החומרה של ה-Eyepen. למועד פרסום הדוח, החברה מעריכה כי, ככל שלא ימצאו פתרונות הלחמה בחו"ל, ובהנחה שהמלחמה תהיה בעצימות נמוכה בחזית הדרומית בלבד, שלב ההלחמה בפיתוח מוצר ה-Eyepen יתאפשר רק במהלך החציון הראשון של שנת 2025

ב. בנינו תחזית ההכנסות עד לשנת 2031. אומדן תחזית ההכנסות מבוסס על הנהלת החברה:

- תחילת מכירות במהלך רבעון אחרון של שנת 2025.
- החל מסוף שנת 2029 תהיה שחיקה בטכנולוגיה ולכן הונח קיטון של כ-20% בשנה ביחס לשנה קודמת.
- תחזית הכנסות עד לתום שנת 3031, תום ההגנה הפטנטית.

ג. שיעור הרווחיות (EBITDA) מסך ההכנסות מבוסס על מדגם של 849 חברות בוגרות הפועלות בענף ה- Healthcare Products. שיעור זה נאמד בכ-7% 20.7.

ד. שיעור מס חברות חזוי הנו 23% התואם את תחזית שיעור מס החברות בישראל.

ה. תחת המתודולוגיה של הערכת ה-IP, יש לקחת בחשבון כי נכסים אלו אינם עומדים בפני עצמם באופן מלא, במובן כי הם נדרשים לשירותים שונים מנכסים אחרים של החברה הנרכשת אשר יש להם עלות כלכלית אשר יש להביאה לידי ביטוי תחת ההנחה כי הינו Stand Alone. לפיכך, זקפנו לתחזית של זרמי המזומנים הנקי, נטו ממס, הוצאות כלכליות בגין השימוש של ה-IP בנכסים אחרים. הוצאות אלה כוללות הוצאות רעיוניות המשקפות זקיפת דמי שכירות שעל ה-IP לשלם לנכסים שונים, מוחשיים ובלתי מוחשיים, כאחד. הוצאות רעיוניות אלה נקראות גם חיובים הוניים, דמי שכירות כלכלית או תרומה רעיונית. ראה גם נספח ד' להלן.

ו. התחזית של זרמי המזומנים הנקי, נטו ממס הוונה במחיר ההון של 32% (להרחבה ראה נספח ב').

ז. מחיר ההון מגלם את הסיכון בהשלמת פיתוח ה-IP וחדירת המוצר בשוק. לעומת זאת, מחיר ההון אינו מגלם את התלות בגיוס הון לצורך השלמת הפיתוח ותחילת שיווק. לכן נלקח דיסקאונט של 25%.

על בסיס תחשיב זה נאמד השווי ההון של ה-EyePen נאמד בסכום זניח (בקרוב אפס) (ראה נספח ג').

4.3 אומדן שווי הון של תמלוגים לערך פיננסיים

כמצויין לעיל, ביום 15 ביולי 2020 הודיעה החברה כי תרכוש את פעילות מוצר ה-EyePen המתוארת להלן מחברת ערך פיננסיים. בתמורה למכירת פעילות מוצר ה-EyePen, נקסט ג'ן שילמה לערך פיננסיים את המפורט כדלקמן:

א. 2,350,000 כתבי אופציה (לא רשומים) אשר ניתנים למימוש ל-2,350,000 מניות רגילות ללא ערך נקוב כל אחת של החברה בתמורה ל-30 אגורות למניה. ניתנות למימוש במשך 12 חודשים.

ב. נקסט ג'ן שילמה לערך פיננסיים סך של 1,000,000 ש"ח במזומן, בשני תשלומים שווים ועוקבים כאשר התשלום הראשון ישולם בעת השלמת העסקה (התשלום בוצע בתאריך 22 בדצמבר 2020) והתשלום השני לאחר רבעון.

ג. תמורה מותנית - ככל שיהיו רווחים מפעילות מוצר ה-EyePen, אלו יחולקו כך: 51% יועברו לנקסט ג'ן ו-49% יועברו לחברת ערך פיננסיים וזאת עד לסך רווח מצטבר של 15,000,000 ש"ח, לאחר מכן 100% מהרווחים יועברו לנקסט ג'ן ולערך פיננסיים לא תהיה כל זכות במישרין ו/או בעקיפין בכל הנוגע לפעילות מוצר ה-EyePen, לרבות זכות לתמלוגים.

⁷ מקור: Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu

לצורך אומדן השווי ההוגן של התמורה המותנית, אמדנו את שווי ה-EyePen כאשר התזרים כולל תשלום 49% מהרווחים עד לסך מצטבר של 15 מיליון ש"ח. ההפרש בין שווי הנכס לבין החישוב כולל התמורה, הנו השווי ההוגן של התמורה המותנית⁸.

בהתאמה, גם השווי ההוגן של ההתחייבות לערך פיננסים הנו בקרוב 0.

⁸ כמובן ששאר הפרמטרים הנם ללא שינוי

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 השכלה אקדמית של עורך פטנטים (אינו מחזיק ברישיון).
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-20 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

נספח ב' - אומדן מחיר ההון

לצורך קביעת מחיר ההון של פעילות ה-EyePe נעשה שימוש בשיעור היוון המשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים הגלומים בפעילות.

מודל CAPM ו-WACC

היות ו-IP של הפעילות הנו בשלבים בשלבי פיתוח וטרם נרשמו הכנסות, מחיר ההון נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחה כמפורט להלן:

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

כאשר:

-WACC שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות;

-K_d שיעור התשואה על החוב;

-D/(E+D) שיעור החוב מסך הנכסים;

-K_e שיעור התשואה על ההון העצמי;

-E/(E+D) שיעור ההון העצמי מסך הנכסים;

מחיר ההון העצמי, או התשואה הנדרשת על ההון העצמי, נקבע תוך יישום מודל CAPM (Capital Asset Pricing Model). מחיר ההון העצמי לפי מודל זה מורכב משער ריבית חסר סיכון על אגרות חוב ארוכות טווח, בתוספת מכפלת פרמיית הסיכון הממוצעת של שוק המניות במקדם הסיכון היחסי של החברה, ביטא, המשקף את הרגישות של שווי השקעה לתנודות בשוק ההון בכללותו ובתוספת פרמייה ספציפית, בהתאם לנוסחה הבאה:

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

-R _f	ריבית חסרת סיכון. ריבית זו נקבעת על בסיס התשואה הנומינלית של אג"ח חסרת סיכון דולרית.
-(R _m -R _f)	פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק.
-β	<p>מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. ה-β נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה גבוהה יותר. בזמן אמידת ה-β בעזרת השוואה לחברות אחרות, יש לתקן את ה-β והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של החברה. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המינוף הפיננסי של ה-β בשלב הראשון, כלומר חישוב ה-β"ה התפעולית", וחישוב דרגת המינוף הספציפית של החברה, בשלב השני. הקשר בין ה-β"ה התפעולית" ל-β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי הוא: $\beta_I = \beta_U [1 + (1-T)(D/E)]$ כאשר E- שווי החברה, D-שווי ההון הזר, T- שיעור המס, β_U - "β התפעולית" ואילו β_I הנה ה-β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי⁹. לצורך אמידת הביטא לקחנו את ממוצע הביטא של חברות דומות הפעילות בתחום.</p> <p>שיעור תשואה נוסף, המיוחס לגודל חברה.</p>
-R _s	שיעור תשואה נוסף, המיוחס לפעילות ומשקף סיכונים ספציפיים במקרים בהם פרמיית סיכון השוק (Market Risk Premium), הביטא ופרמיית הגודל (Size Premium) יחדיו, אינם מבטאים באופן מקיף ושלם את הסיכון הספציפי של החברה. פרמייה זו מותאמת בעת חישובה למספר סיכונים ופרמטרים, המשקפים את מצבה של החברה המוערכת, לרבות: הידע והניסיון של ההנהלה הבכירה, מספר עובדים ביישות, מספר חברי הנהלה, גיוון בסל מוצריה, פיזור גיאוגרפי, תלות בגיוס תזרים מזומנים ועוד. לפרוט בנושא זה נא ראה גם ב-
-R _a	שיעור תשואה נוסף, המיוחס לפעילות ומשקף סיכונים ספציפיים במקרים בהם פרמיית סיכון השוק (Market Risk Premium), הביטא ופרמיית הגודל (Size Premium) יחדיו, אינם מבטאים באופן מקיף ושלם את הסיכון הספציפי של החברה. פרמייה זו מותאמת בעת חישובה למספר סיכונים ופרמטרים, המשקפים את מצבה של החברה המוערכת, לרבות: הידע והניסיון של ההנהלה הבכירה, מספר עובדים ביישות, מספר חברי הנהלה, גיוון בסל מוצריה, פיזור גיאוגרפי, תלות בגיוס תזרים מזומנים ועוד. לפרוט בנושא זה נא ראה גם ב-
	AICPA Practice Aid – "Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation"

⁹ לפירוט ראה משה בן חורין "שוק ההון וניירות הערד", (פרק 18).

להלן הפרמטרים אשר על בסיסם חושב שיעור ההיוון :

פרמטר	31.12.2023	הערות
R _f	5.4%	תזרים הכנסות צפוי להיות דולרי, נלקח מח"מ 15 שנים. מקור: מאגר מידע מרווח הוגן
-β	1.0	חברות המדגם ענף (Software) (Internet). מקור: Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
-(R _m -R _f)	5.6%	הפעילות עתידה לפעול בישראל. מקור: מאגר מידע Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
-R _s	11%	פרמיית גודל, מקור: D&P 2020 Valuation
-R _a	10%	אומדן מעריך השווי. משקף גם את הפער הטכנולוגי בין חברות המדגם לבין הפעילות והשלב המוקדם בו נמצאת החברה.
מחיר ההון (K _e)	32%	
¹⁰ D/(D+E)	0%	
Tax	NR	
R _d	NR	
שיעור הון משוקלל	32%	מעוגל

¹⁰ חברות בשלב בו נמצאת הפעילות אינן ממונפות ומתבססות על הנפקת הון.

בדיקה אמפירית לצורך סבירות התוצאה

חברות בשלבים מוקדמים נדרשות, לעיתים קרובות, למימון ממשקיעים פרטיים, כולל קרנות הון סיכון. זירת ההון סיכון מספקת מידע אודות מחיר ההון של חברות פרטיות. הטבלה הבאה ממחישה את שיעורי התשואה הממוצעים לקרנות הון סיכון מסוגים שונים, כפי שפורסמו על ידי Venture Economics, לתקופה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר, 2002:

Type of Fund	5-Year Return	10-Year Return	20-Year Return
Seed/Early Stage (1)	51.4%	34.9%	20.4%
Balanced (2)	20.9%	20.9%	14.3%
Later Stage (3)	10.6%	21.6%	15.3%
All Ventures	28.3%	26.3%	16.6%

1) Seed stage to refer to enterprises that have not yet fully established commercial operations and may involve continued research and development. Early Stage to refer to enterprises involved in product development and initial marketing, manufacturing, and sales activities;
2) Balanced to refer to enterprises at a variety of stages of development;
3) Later Stage to refer to enterprises that are producing, shipping, and increasing sales volume.

התשואה השנתית הממוצעת מתבססת על מדד הביצועים הפרטיים של קרנות הון סיכון ("המדד"¹¹). המדד מחושב מדי רבעון מתוך מאגר הביצועים הפרטי של Equity Economics, אשר עוקב אחר הביצועים של 1,400 קרנות הון סיכון ואחרות מאז שנת 1969.

¹¹ Private Equity Performance Index (PEPI)

שיעורי התשואה הממוצעים ממחיש את התשואות למשקיעים בקרנות הון סיכון. התשואות בפועל על תיקי ההשקעות של הקרנות בחברות פרטיות, שכן התשואה לקרנות הון סיכון למשקיעים, הינה בניכוי עמלות ואחוז מהרווחים אותם מקבלים השותפים בקרן, מתוך רווחי ההשקעות של הקרן.

בנוסף, מחקרים שהתבצעו על-ידי Plummer,¹² Sahlman, Stevenson, and Bhidé¹³ ו-Scherlis and Sahalman¹⁴ לגבי התשואה הנדרשת של קרנות הון סיכון מהשקעותיהן בחברות הזנק בשלבי ההתפתחות השונים קובעים, לדוגמא, ששיעור התשואה הנדרש בהשקעה בחברות הנמצאות בשלב ה-Seed הינו כ-50%-70%. גישה זו אומצה, לגבי חברות בשלבים מוקדמים, בספר עזר (Practice Aid¹⁵) שפרסמה לשכת רואי חשבון האמריקאית. הטבלה שלהלן מציגה את ממצאי שני המחקרים שצוינו לעיל - שיעורי התשואה אשר נדרשים על-ידי משקיעים בהשקעות בחברות הזנק על פי שלבי ההתפתחות החברה:

Stage of Development	Plummer	Scherlis and Sahlman	Sahlman, Stevenson, and Bhidé
Start-up	50%-70%	50%-70%	50%-100%
First stage or "early development"	40%-60%	40%-60%	40%-60%
Second stage or "expansion"	35%-50%	30%-50%	30%-40%
Bridge/IPO	25%-35%	20%-35%	20%-30%

¹² William A. Sahlman, Howard H. Stevenson, Amar V. Bhidé, et al., —Financing Entrepreneurial Ventures, I Business Fundamental Series (Boston: Harvard Business School Publishing, 1998.)

¹³ Plummer, James L., QED Report on Venture Capital Financial Analysis, Palo Alto: QED Research, Inc., 1987.

¹⁴ Scherlis, Daniel R. and William A. Sahlman, "A Method for Valuing High-Risk, Long Term, Investments: The Venture Capital Method," Harvard Business School Teaching Note 9-288-006, Boston: Harvard Business School, 1989.

¹⁵ Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation

- Start-up- startup-stage investments typically are made in enterprises that are less than a year old. The venture funding is to be used substantially for product development, prototype testing, and test marketing.
- First stage or "early development"- early development-stage investments are made in enterprises that have developed prototypes that appear viable and for which further technical risk is deemed minimal, although commercial risk may be significant.
- Second stage or "expansion"- enterprises in the expansion stage usually have shipped some product to consumers (including beta versions).
- Bridge/IPO- bridge/IPO-stage financing covers such activities as pilot plant construction, production design, and production testing, as well as bridge financing in anticipation of a later IPO.

נספח ג' - תזרים EyePen (מוצג באש"ח)

שנה	2024 1.12.2023	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
תחזית הכנסות באלפי דולר	-	13.3	134.1	302.9	544.7	860.6	688.5	550.8
שע"ח 31.12.2023	3.627							
סה"כ הכנסות (באש"ח)	-	48	486	1,099	1,975	3,121	2,497	1,998
סה"כ הוצאות תפעוליות	(500)	(600)	(900)	(1,000)	(1,566)	(2,475)	(1,980)	(1,584)
EBITDA	(500)	(552)	(414)	99	409	647	517	414
	#DIV/0!	-1140.1%	-85.0%	9.0%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
מס חברות @ 23%	(3)						48	95
רווח תפעולי לאחר מסים	(500)	(552)	(414)	99	409	647	470	319
חיובים תורמים:								
רכוש קבוע	(4)	-	-	-	-	-	-	-
הון חוזר	(5)	1.7	16.6	37.5	67.4	106.5	85.2	68.2
הון אנושי	(6)	1.9	19.5	43.9	79.0	124.9	99.9	79.9
סה"כ חיובים תורמים	-	4	36	81	146	231	185	148
סה"כ תזרים מ-IP	(500)	(555)	(450)	17	263	415	285	171
Partial Period	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Mid-Year Adjustment	(7)	1.500	2.500	3.500	4.500	5.500	6.500	7.500
Preasent Value Factor @ 32%	(6)	0.870	0.659	0.378	0.287	0.217	0.165	0.125
תזרים שנתי מהוון	(435)	(366)	(225)	6	75	90	47	21
ערך מהוון של IP	(786)							

- (1) אומדן כל העלויות עד להשלמת פיתוח הפעילות, רישום ה-IP, עלויות שיווק וכיו"ב
- (2) שיעור רווחיות של מדגם חברות בוגרות- 20.7%.
- (3) מס חברות בישראל. תחילת תשלום מסים צפויה בשנת 2030
- (4) אינו מהותי, לכן לא כלול בתחשיב
- (5) מבוסס על הון חוזר נטו בשיעור של 25.7% מההכנסות, עלות אשראי 13.3%. מהווה כ-3.4% (נטו) מסך ההכנסות
- (6) מבוסס על עלות הון אנושי של כ-12.5% מההכנסות. מהווה כ-4% (נטו) מסך ההכנסות
- (7) הנחה שהכנסות והוצאות מתפלגות באופן אחיד על פני השנה
- (8) שיעור היוון של 32% (ראה נספח ב')

נספח ד' - חיובים תורמים

הערכת נכס בלתי מוחשי נעשית תחת ההנחה, כי הנכס עומד בפני עצמו. על-כן בתזרים המזומנים הנקי, בניכוי מס, יש להביא זקיפת הוצאות רעיוניות (או חיובים תורמים) בגין השימוש בנכסים אחרים. במסגרת הוצאות אלו נכללות ההוצאות, הנדרשות על-מנת לתמוך בקיום הנכס הבלתי מוחשי, ובכלל זה הוצאות רעיוניות המשקפות את זקיפת דמי השכירות הכלכלית שעל הנכס הבלתי מוחשי לשלם לנכסים השונים של העסק, מוחשיים ובלתי מוחשיים, בגין השימוש בהם. נכסים אלו כוללים, במקרה שלנו, כוח עבודה מיומן, רכוש קבוע והון חוזר.

- **הון חוזר** - ההון החוזר (working capital) של פעילות מייצג את הכספים הדרושים לשם מימון עסקיה השוטפים ולגישור על פערי הזמן שבין מועד הוצאת הכספים לבין מועד קבלת התשלומים על שירותיה. הונח חיוב תורם אחרי מס בגובה 3.35% מההכנסות החזויות. חישוב זה מתבסס על שיעור תשואה לאחר מס של כ- 13.3%¹⁶ על ההון החוזר (שיעור הון חוזר מסך המכירות הנו 25.7%)¹⁷.
- **כוח עבודה מיומן** - הונח חיוב תורם, אחרי מס, בגובה 4% מההכנסות החזויות. שיעור זה חושב בהתבסס על הנחות החברה בקשר לגיוס והכשרת כוח אדם מיומן בחברה. השווי ההוגן של כוח האדם חושב בשיטת העלות. קיומו של כוח זה חוסך את העלויות הבאות הכרוכות בהקמתו של מערך כוח אדם המקביל בהיקפו ויכולותיו:
 - א. הוצאות בגין מיון וגיוס עובדים.
 - ב. הוצאות בגין הדרכת עובדים. קיים פרק זמן מיום העסקתו של עובד חדש עד להבאתו למתן תפוקה מרבית. הוצאות ההדרכה של עובד חדש מייצגות את פרק הזמן בו תפוקת העובד אינה מרבית במהלך חודשי העבודה הראשונים.חישוב החיוב התורם מתבסס על שיעור תשואה לאחר מס של 32%¹⁸ ועל-סמך השווי ההוגן של כוח האדם.

¹⁶ מקור: מרווח הוגן. חוב שקלי, מח"מ 1 שנים, דרוג NR1.

¹⁷ מבוסס על מדגם של 849 חברות בוגרות הפועלות בענף ה- Healthcare Products. מקור: Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu

¹⁸ מחיר ההון – ראה נספח ב'.