



אייכה טכנולוגיות בע"מ

הערכת שווי החזקות איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלות

נכון ליום 31/12/2023

אפריל 2024

מטרה והיקף

מטרת התקשרות זו הינה לסייע להנהלת איי ארגנטו להעריך את השווי ההוגן של החזקותיה בחברה, נכון לתאריך ההערכה, לצורך הדיווח הכספי בספריה ולמטרה זו בלבד. בהתאם, צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא ידיעה והסכמה מפורשת בכתב מאת מעריך השווי. כמו כן אני נותן את חוות דעתי זו לצורך הכללתה בדוחותיה הכספיים של החברה המפורסמים לציבור במערכת המגנ"א.

פרטי המומחה והצהרות

- שם המומחה: גדעון שלום בנדור
- מקצוע: שותף מנהל תחום הערכות שווי בעל תואר שני במנהל עסקים
- מקום עיסוק: אס קיוב ייעוץ כלכלי בע"מ
- ההתקשרות: חברת אס קיוב מספקת שירותי הערכת שווי לחברת איי ארגנטו מאז ינואר 2022 למטרות שונות הקשורות כולן בדוחות כספיים. הגורם שהחליט על ההתקשרות מול חברת אס קיוב הינו יו"ר איי ארגנטו.

4 באפריל, 2024

לכבוד:

מר יפתח יעקב

יו"ר

איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת

מר יעקב הנכבד,

מכתב זה מיועד על מנת לספק לך סקירה אודות המטרה וההיקף של הניתוחים והמסקנות שלנו. הינך מופנה לדוח המצ"ב ובו דיון והצגת הניתוחים שבוצעו בקשר להתקשרות זו.

בהתאם לבקשתך, S-Cube Financial Consulting Ltd. (להלן: "מעריך השווי") הכין ניתוח עצמאי בקשר להחזקות של איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת (להלן: "איי ארגנטו"), לפי שווי הוגן, בחברת אייכה טכנולוגיות בע"מ (להלן: "אייכה" או "החברה"), נכון ליום 31 בדצמבר 2023 (להלן: "תאריך ההערכה"), בהתאם לדיווח הכספי שלה לפי תקני דיווח כספי בינלאומיים ("IFRS").

אין לנו זיקה לחברה ואין לנו זכות נוכחית או צפויה בחברה או בנכסיה. התוצאות של ניתוחינו לא הושפעו, בכל דרך שהיא, מהשכר ששולם עבור שירותינו. הוראות ותנאים עסקיים נוספים אשר לפיהם בוצעה עבודתנו, כלולים כחלק מדוח זה על דרך ההפניה. במסגרת ההסכם שלנו עם איי ארגנטו, יש שיפוי בגובה פעם אחת שכר הטרחה.

הננו מעריכי שווי בלתי תלויים בהתאם לעמדה 3-105 של רשות ניירות ערך.

בכל מקרה של שאלה בנוגע לניתוח או לדוח שלנו, אנו צרו קשר עם S-Cube Financial Consulting Ltd. במספר טלפון +972-3-561-4929. בברכה,

S-Cube Financial Consulting Ltd.

שם: גדעון שלום בנדור, MBA
מנכ"ל ומייסד

היקף הניתוח

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

- שיחות עם ההנהלה בנוגע לנכסיה, ההיסטוריה הפיננסית והתפעולית של החברה ותחזית הפעילות הצפויה של החברה;
- בדיקת מסמכים תאגידיים, לרבות במידת הצורך הסכמי בעלי מניות בכורה ומניות רגילות, אופציות וכתבי אופציה;
- ניתוח והערכה לגבי השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו, נכון ליום ההערכה.

תקציר הממצאים

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדוח המצ"ב, לדעתנו השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו בחברה, נכון לתאריך ההערכה, מוערך באופן סביר בסכום של כ- **5.47 מיליון דולר**.

נכון ל- 31.12.22, שווי החזקות איי ארגנטו היו 6.78 מיליון דולר. הסיבה לירידה בשווי נבעה מהסיבות הבאות: (1) לאור אי עמידה בתחזיות הנהלת החברה לשנת 2023, תחזיות הנהלת החברה עודכנו כלפי מטה באופן מהותי; (2) מנגד, לנוכח עדכון תחזיות הנהלת החברה כאמור לעיל, באופן אשר מגדיל להערכתנו את ההסתברות להתממשותן, הפחתנו את הסיכון הספציפי באחוז אחד לעומת הערכת השווי הקודמת.

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, הדוח והמסקנות אינם מיועדים על ידי המחבר, ועל הקורא להימנע מלפרשן, כייעוץ השקעות בכל אופן שהוא. המסקנות הכלולות בדוח זה מייצגות את דעתו של מעריך השווי, בהתבסס על המידע שסופק לו על ידי החברה ומקורות אחרים.

8. תוכנו של דוח זה, כולו או חלקו (בעיקר מסקנות באשר לשווי, זהות מומחה(ים) הערכת שווי, או הפירמה אליה קשורות מומחי הערכת שווי כאמור, או כל התייחסות לתפקידיהם המקצועיים), אין להפיץ בציבור באמצעות מדיות פרסום, יחסי ציבור, מדיות חדשות, מדיות מכירות, דואר, העברה ישירה, או כל אמצעי תקשורת ציבורי אחר, ללא אישור מראש ובכתב מאת מעריך השווי. למרות האמור לעיל, אין לנו התנגדות לצירוף הדוח, במידה ותידרשו בהתאם לתקנות והנחיות הרשות לניירות ערך, לדוחותיה הכספיים של החברה.

9. שכר הטרחה הנוכחי אינו כולל שירותים עתידיים בקשר עם נשוא דוח זה, לרבות מתן עדות או נוכחות בבית המשפט, ויתומחרו בנפרד.

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 שוויה מוערך.

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 החברה ואת תוצאותיה התפעוליות עבור התקופות השונות, למעט ככל שמצוין אחרת.

4. מידע ציבורי ומידע ענפי וסטטיסטי, הושגו ממקורות שלדעתנו הינם אמין; 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

קיצורים:

איי ארגנטו	איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת
החברה או אייכה	אייכה טכנולוגיות בע"מ
הנהלה	הנהלת איי ארגנטו
מערך השווי או S-Cube	S-Cube Financial Consulting Ltd.
תאריך הערכה	31/12/2023
DCF	שיטת היוון תזרימי המזומנים
EBITDA	רווח לפני ריבית מיסים, פחת והפחתות
WACC	ממוצע משוקלל של עלות ההון

1.	סקירת החברה ופעילותה	7
1.1.	ניתוח דוחות כספיים	10
2.	הערכת שווי החברה	12
2.1.	גישות להערכת שווי	12
2.2.	הגישה הנבחרת - DCF	13
2.3.	יישום הגישה	13
2.4.	מסקנה: שווי חברה	16
3.	הערכת שווי החזקות איי ארגנטו	17
3.1.	גישות להקצאת הערכת שווי החברה	17
3.2.	שיטה נבחרת להקצאת הערכת השווי - OPM	18
3.3.	מניין המניות	19
3.4.	זכויות בעת אירוע נזילות	20
3.5.	סכום העדיפות בעת אירוע נזילות	20
3.6.	יישום שיטת תמחור אופציה	21
3.7.	מסקנה: שווי מניות	25
3.8.	מסקנה: החזקותיה של איי ארגנטו לפי השווי ההוגן	25
3.9.	ניתוח רגישות	26
	נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון של החברה	27
	נספח ב': העדפה בעת אירוע נזילות מתוך תקנון החברה	28
	נספח ג': כישורי מעריך השווי	30

1. סקירת החברה ופעילותה¹

אייכה הינה חברה פרטית הרשומה בישראל אשר התאגדה ביום 4 בינואר 2011. בין השנים 2011-2015 התמקדה החברה בפיתוח מוצר החברה (הן רכיב החומרה והן התוכנה) ועבודה מול לקוחות beta ראשוניים בארץ, והחל משנת 2015, מתקדמת החברה במסחר המוצר, כולל שיווקו במדינות שונות בעולם ובשווקים שונים, ובפיתוח דורות המשך של החומרה ופלטפורמת התוכנה. לחברה שתי חברות בנות בבעלות מלאה, המשמשות כחברות הפצה: Ayyeka Inc. (ארה"ב) ו-Ayyeka B.V. (הולנד) (אשר אינה פעילה).

המוצר העיקרי אותו מפתחת ומוכרת אייכה הינו מערכת גמישה, משולבת תוכנה וחומרה, לאיסוף מידע מהשטח. פלטפורמת אייכה הינה מערכת אוניברסלית מוגנת סייבר ועמידה לפגעי מזג האוויר, אשר מאפשרת ללקוח לנטר באופן רציף ולנהל את נכסי המערכות שלו הפזורים בשטח (כדוגמת מדי ספיקה, מערכות ביוב, צינורות המובילים חומרים שונים ועוד) ("נכסי הקצה") באמצעות קבלת מידע בזמן אמת מנכסי הקצה ועיבודו. החברה עוסקת בפיתוח, שיווק ומכירה של הפלטפורמה עבור תחום ה-IoT (Industrial Internet of Things - האינטרנט של הדברים בענף התעשייה - ערים חכמות, רשתות מים ושפכים, מערכות אנרגיה, נפט וגז וכיוצ"ב. הפתרון של החברה מייצל ומאבטח את תהליך העברת הנתונים מנכסי הקצה בשטח למערכות שליטה ובקרה ולמקבלי ההחלטות באופן אינטראקטיבי, וכן יוצר חיסכון רב בעלויות. הפלטפורמה מפעילה, קוראת ומעבדת מידע מחיישנים שונים ומעבירה מידע זה למספר רב של לקוחות. החברה מתמקדת במערכות חישה בעלות אספקת אנרגיה עצמאית המותקנות על נכסי הקצה.

¹ מתוך תשקיף איי ארגנטו.

אייכה זיהתה כי קיים צורך משמעותי בשוק לייעול התפעול והתחזוקה של נכסי הקצה ברשתות קריטיות, אשר 99% מהם כלל אינם מחוברים למכשירי ניטור ואיסוף מידע, דבר הפוגע ביעילות התפעול והתחזוקה של נכסי הקצה ומשכך יוצר עלויות גבוהות של תפעול ותחזוקה וכן איבוד רב של משאבים שונים. כמו כן, המידע המנוטר כיום בנכסי הקצה, ככלל, אינו מוצג בזמן אמת ללקוח, אינו מותאם למכשירים שונים, קשה לניהול ולעיבוד וכן חשוף לסכנות סייבר (אשר כוללות, בין היתר, מניפולציות של הנתונים הנאספים). רוב פעילות ניטור המידע מנכסי קצה הקיימת כיום בשוק מתבצעת בשטח בו נמצאים נכסי הקצה באופן ידני ולא ממוכן (מצריכה הגעה פיזית של עובד לנכס עצמו). המידע המנוטר לרוב אינו נגיש דיו, וכן קיימת נגישות מוגבלת למערכות ההפעלה והתקשורת של נכסי הקצה, הממוקמים בשטח הפתוח או בסביבה עם תנאים קשים. פלטפורמת אייכה נותנת מענה מלא לבעיות אלה כמפורט לעיל.

היתרונות העיקריים של השימוש בפלטפורמה הינם: היכולת לאסוף מידע מנכסי קצה מרוחקים בזמן אמת, ייעול ניהול ותפעול נכסי קצה, חיסכון בעלויות, במים ובדלקים עקב איתור מידי של נזקים פיסיים ופיצוצים הנגרמים לתשתיות השונות, וביניהן תשתיות ההולכה, תמיכה בתפעול תומך חקיקה ומותאם לדרישות רגולציה ושיפור רוחבי בכל פעילות הלקוח - בעל הנכסים, עמידות לפגעי מזג האוויר, וכן הגנת סייבר מקצה לקצה על כל מערכת האינפורמציה בארגון לרבות נכסי הקצה.

כאמור מזדקנות ומתקרבות לקצה טווח החיים האפקטיבי שלהן. רשתות מים, שפכים, אנרגיה, גז ונפט סובלות מהתדרדרות מתמדת במצבן והקצב בו הן מתוקנות או מוחלפות אינו מתקרב לנדרש על מנת לשמור אותן במצב תפעולי תקין. בנוסף להזדקנות התשתיות, מרבית שוק התשתיות הקריטיות טרם הטמיע מתודות ניהול מודרניות הכוללות שימוש במערכות מידע בזמן אמת וניהול מוכוון אילוצים ומשאבים. בנוסף, במאה (100) השנים האחרונות מתרחש בעולם תהליך אורבניזציה מואץ הגורם לצורך דחוף בהקמה, ניהול ואחזקה של מערכות תשתית עצומות בהיקפן שאינן יכולות להתנהל ביעילות בדרכים המסורתיות בהן נוהלו מערכות אלו. בהקשר זה, יצוין כי בנובמבר 2021 חתם נשיא ארה"ב, ג'ו ביידן, על חוק התשתיות, שיעביר כ-1 מיליארד דולר למדינות ארה"ב במטרה לשדרג כבישים מיושנים, גשרים, מערכות תחבורה וכדומה.

- שינויי אקלים - מרבית העולם חווה שינויי אקלים קיצוניים אשר משפיעים באופן ישיר על התשתיות (בצורת, הצפות, סערות, רעידות אדמה, טווחי טמפרטורה קיצוניים וכו'). שילוב הגורמים המתואר לעיל מהווה את הבסיס לצורך עליו פלטפורמת אייכה עונה. יצירת והנגשת מידע מהשטח ומנכסי הקצה הינו תנאי ראשון לשינוי תפיסת התחזוקה והתפעול של התשתיות הקריטיות והשינוי הנדרש באופן מידי.
- עלייה ברמת החיים - ברחבי העולם, במדינות מפותחות ומתפתחות כאחד קיימת עלייה רציפה ברמת החיים אשר מתאפיינת בצריכת אנרגיה מוגברת, צריכת מים מוגברת ועליה תלולה בדרישה לשירותים קריטיים. כמקביל לעלייה ברמת החיים, קיימת תופעת הגירת אוכלוסייה מאזורים

לצורך פיתוח הפלטפורמה, החברה משתמשת בטכנולוגיה המתקדמת ביותר הקיימת בשוק הכוללת מחשוב ענן, טכנולוגיות תקשורת חדישות, יכולות בינה מלאכותית (AI) ועיבוד נתונים מתקדם.

סביבה כללית:

הסביבה המקרו-כלכלית בה פועלת אייכה הינה תחום התשתיות הקריטיות ומתן שירותים לתחום זה. הסביבה מתאפיינת ביציבות ארוכת טווח וגדילה רציפה לאורך עשרות שנים ושילוב גורמי מקרו כגון הזדקנות תשתיות, שינויי אקלים ושיפור מתמיד ברמת החיים הגלובלית מבטיחים את המשך ואף התחזקות הצורך בפתרונות דיגיטליים לניהול תשתיות כגון פלטפורמת אייכה.

- המהפכה התעשייתית הרביעית ("Industry 4.0") - בעולם התעשיות המסורתיות מדובר רבות על מגמת ה-Industry 4.0 - שהיא מהפכת הטכנולוגיה המעסיקה מאוד את העולם היצרני והתפעולי. מהפכה זו כוללת שינויים רבים שבעיקרם מתאפיינים באוטומציות של תהליכי עבודה וייצור, שיפורי תפעול באמצעות איסוף מידע, שימוש רב במידע וניתוחו, בינה מלאכותית, למידת מכונה, IoT ואופן היישום של המידע על יעול הארגון היצרני והתפעולי. ההנחה של אייכה היא כי מגמת ההתייעלות והרצון לסגור את הפערים בין הקיים בארגון לבין היכולות לגשת למידע וליישמו יהיה בליבת העיסוק של כל ארגון בעולם בשנים הקרובות. כמו כן, אייכה סבורה כי מגפת הקורונה האיצה מגמה זו.
- "הזדקנות תשתיות" - מרבית התשתיות הקריטיות בעולם הוקמו עוד לפני מלחמת העולם השנייה ומיד לאחר המלחמה כחלק מתהליך השיקום של מדינות אירופה, ארה"ב ויפן. התשתיות במדינות אלה

כל המידע של אייכה, כולל המידע של הלקוחות המשתמשים בפלטפורמת אייכה, מאוחסן, מנוהל ומגובה בשרת ענן בטכנולוגיה המתקדמת ביותר הקיימת בשוק, וכן מוגן מפני חדירות סייבר למערכת מקצה לקצה (מהחיישן בנכסי הקצה ועד למידע בענן).

פלטפורמת אייכה מקנה ללקוחותיה יכולות רבות ואת היתרונות העיקריים הבאים:

- יכולת ניטור שוטף על נקודות קריטיות ברשת וקישור ללקוח הכולל צפייה ישירה בכל סנסור דרך אתר אייכה וחיבוריות למערכות ה-SCADA של הלקוח.
 - יכולת זיהוי מצבים חריגים וייצור התראות מיידיות.
 - אופטימיזציה מקומית של תהליכי המדידה והדיווח לצורך חסכון באנרגיה הצבורה בקיבול הסוללה ביחידת האיסוף והשידור שקובע למעשה את זמן השירות או ההחלפה של הסוללה (המטרה היא שיהיה ארוך ככל האפשר).
 - לימוד בשרת בענן של מערכות דומות לשם זיהוי מאפיינים המאפשרים לימוד יעיל יותר של המצבים והעמקת החיסכון האנרגטי ביחידת האיסוף והשידור.
- נכון למועד הערכת השווי, אייכה מפתחת הן דור חדש ומודרני יותר של חומרה (Wavelet 5) והן יכולות תוכנה נוספות בפלטפורמת הנתונים של החברה כגון אפליקציות ייעודיות וממשק מודרני.

כפריים לאזורים עירוניים אשר מכבידה על התשתיות הקיימות ומחייבת שימוש בפתרונות דיגיטליים לניהול התשתית הקיימת והמודקנת.

המידע שלעיל בדבר הסביבה הכללית והגורמים החיצוניים המשפיעים על פעילות אייכה, הינם מידע צופה פני עתיד כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך המתבסס על הערכות ואומדנים סובייקטיביים של אייכה בהתחשב בניסיון מנהליה ועל פרסומים וסקרים שנכתבו ופורסמו על ידי גורמים מקצועיים במשק הישראלי, בקשר עם המצב במשק, אשר נכונים למועד הערכת השווי. לאור האמור, יכול והתוצאות בפועל וההשלכות של הסביבה הכללית תהיינה שונות מהערכות המפורטות לעיל, בשל גורמים שאינם בשליטת אייכה, אשר לכולם עשויה להיות השפעה על פעילות אייכה.

מוצרים:

כאמור לעיל, המוצר העיקרי אותו מפתחת אייכה הינו פלטפורמת אייכה. פלטפורמת אייכה עושה שימוש במערכות חישה בעלות אספקת אנרגיה עצמאית המותקנות על חלקים קריטיים בנכס הקצה (כגון ברזים, מגופים, שערים, משאבות, וסתים, צינורות, מונים וכדומה). הפלטפורמה מורכבת מיחידות חומרה מנהלות חיישנים - Wavelet - אליהן מחוברים חיישנים שונים. היחידות מקושרות באמצעות ממסרי תקשורת נתונים סלולרי אל שרת אייכה בענן אשר משרת את כל לקוחותיה. פלטפורמת אייכה מורכבת מחומרת ניטור וחישוב להפעלת חיישנים כאמור, המאפשרת קביעת קצב דגימה אופטימלי מלימוד המצב התקין וזיהוי חריגות על ידי אלגוריתמים מתקדמים לשידור מידע, וכן מאפשרת שידור שוטף בהספק נמוך בזמני קליטה טובים לחסכון בקיבול סוללה. המידע המנוטר נשמר בשרת בענן להצבת מידע חיישנים, עדכון קושחה וממשק משתמש ו-SCADA.

1.1. ניתוח דוחות כספיים

הנתונים המוצגים לשנים 2021-2023 להלן ערוכים בהתאם לכללי US GAAP.

דוח רווח והפסד:

אלפי דולר	FY2021 מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2023 לא-מבוקר
הכנסות	4,045	3,614	4,351
עלות המכר	2,468	2,200	1,873
רווח גולמי	1,577	1,414	2,478
% רווח גולמי	39.0%	39.1%	57.0%
הוצאות תפעוליות	4,737	4,881	3,206
רווח תפעולי	(3,160)	(3,467)	(728)
% רווח תפעולי	-78.1%	-95.9%	-16.7%

הכנסות

בשנת 2023 הכנסות החברה הסתכמו בכ-4.35 מיליון דולר, לעומת הכנסות של כ-3.61 מיליון דולר בשנת 2022 ושל כ-4.05 מיליון דולר בשנת 2021. הקיטון בהכנסות בשנת 2022 נבע מההאטה הכלכלית העולמית וכתוצאה מעיכובים באספקת רכיבים עקב משבר עולמי בתחום שהתחיל בתקופת הקורונה ובשנת 2023 חזרה החברה לצמיחת הכנסות חיובית.

רווח גולמי

הרווח הגולמי של החברה בשנת 2023 עמד על כ-1.87 מיליון דולר, המהווה כ-57% מהכנסות החברה.

השוק בו פועלת אייכה:

שוק היעד של פלטפורמת אייכה הוא השווקים באירופה, בארה"ב ובמזרח הרחוק, מעבר לשוק בישראל המהווה שדה ניסוי מתקדם לפלטפורמת אייכה, וכן לחידושים ולפיתוחים שלה.

בנוסף לשווקים המצוינים לעיל, בוחנת החברה באופן שוטף גם הזדמנויות עסקיות בשווקים נוספים כגון רוסיה, אפריקה, המזרח התיכון ומרכז אסיה.

הלקוחות הפוטנציאליים של אייכה הם גופים המפעילים, מתחזקים, מקימים או מפקחים על רשתות קריטיות כגון ערים, רשויות מקומיות, תאגידי מים ושפכים, רשתות חשמל, תעשיות קריטיות, גופי תכנון ובקרה, גופים רגולטוריים ומשרדי ממשלה.

אלפי דולר	FY2021 מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2023 לא-מבוקר
ספקים	427	275	234
זכאים	1,154	869	486
הכנסות נדחות	-	-	243
הלוואה	427	275	950
זכאים שונים	-	-	102
התחייבויות שוטפות	2,706	2,269	2,015
הלוואות	218	223	859
הון מניות	3,526	65	(547)
סה"כ התחייבויות והון מניות	6,450	2,557	2,328

הוצאות תפעוליות

הוצאות אלו כוללות בעיקר הוצאות שכר ונלוות, משרדיות, נסיעות לחו"ל, שירותים מקצועיים וכדומה. ההפסד התפעולי של החברה בשנת 2023 עמד על כ-0.73 מיליון דולר לעומת הפסד תפעולי של 3.47 מיליון דולר בשנת 2022. הקיטון בהפסד החברה נובע בעיקר מירידה בהוצאות התפעוליות ועקב הגידול בהכנסות.

מאזן :

אלפי דולר	FY2021 מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2023 לא-מבוקר
מזומנים	4,401	439	265
לקוחות	524	714	816
חייבים	198	54	96
מלאי	962	1,024	855
נכסים שוטפים	6,085	2,231	2,032
פקדונות ז"א	122	122	201
מזומן משועבד	96	81	-
רכוש קבוע נטו	147	123	94
סה"כ נכסים	6,450	2,557	2,328

גישת ההכנסה

גישת ההכנסה מבוססת על ההנחה כי ערך 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 תזרים מזומנים מהוון. ניתוח תזרים מזומנים מהוון כרוך בחיזוי תזרים 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 כאינדקסאטור 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 החלפת הנכס, בניכוי פחת כתוצאה מהתדרדרות פיזית והתיישנות תפקודית, במידה וישנן וניתנות למדידה. גישה זאת בדרך כלל מספקת את האינדיקציה האמינה ביותר לגבי ערכם של שיפורים בקרקע, בניינים למטרה מיוחדת, מבנים מיוחדים, וכדומה. מתוך שלוש הגישות להערכת שווי, הגישה מבוססת הנכסים בדרך כלל נחשבת לחלשה ביותר מבחינה קונספטואלית 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, הגישה מבוססת הנכסים בדרך כלל נחשבת לחלשה ביותר מבחינה קונספטואלית מכיוון ששיטה זו מתעלמת

2. הערכת שווי החברה

2.1. גישות להערכת שווי

להלן הגישות המרכזיות המקובלות להערכת שווי חברות:

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

בתוך כל קטגוריה, 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 השוק

גישת השוק מתייחסת לעסקאות בפועל בהן החברה אשר שוויה מוערך, או לעסקאות בחברות דומות אשר נסחרות בשווקים הציבוריים. עסקאות צד ג' בהן החברה, בדרך כלל מייצגות את האומדן הטוב ביותר לשווי ההוגן, אם הן נעשות בתנאי שוק. במסגרת שימוש בעסקאות בחברות דומות, ישנן שתי שיטות עיקריות. הראשונה, הידועה בדרך כלל כשיטת העסקאות המנחות, כרוכה בקביעת מכפילים לפי מכירות חברות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים והחלת המכפילים הללו על החברות הנדונות. השנייה, הידועה כשיטת החברה הציבורית המנחה, כרוכה בזיהוי ובחירת חברות ציבוריות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים לחברה אשר שוויה מוערך. לאחר זיהוי חברות ציבוריות, ניתן לגזור את המכפילים, לתאם אותם לשם השוואה, ולאחר מכן להחילם על החברה הנדונה לשם הערכת שווי הונה או הונה המושקע.

ערך השארית בהסתמך על צמיחה לטווח ארוך, ריבית אפקטיבית להיוון ותחזית המזומנים לשנה המייצגת.

להלן עיקרי ההנחות והחישובים במודל היוון תזרים המזומנים:

הכנסות

הכנסות החברה לשנים 2024 עד 2033 נערכו עפ"י תחזיות ההנהלה ושיחות עם הנהלת החברה. החברה החלה בפרוייקטים גדולים ומתמשכים המהווים turnkey projects אשר יוצרים לחברה הכנסות גדולות ומשמעותיות בהמשך. בנוסף, החברה הגדילה הכנסות ממפצים בצורה משמעותית. כמו כן, הנהלת החברה צופה שהחברה תצליח לחדור לשווקים חדשים ותחל בפרוייקטים נוספים דומים. כמו כן, ההנהלה בחברה הוחלפה ומגייסים אנשי פיתוח ומכירות מוכשרים אשר יביאו לגידול משמעותי במכירות. זאת ועוד, הצמיחה גדלה בצורה משמעותית כיוון שהחברה ניגשת לפרוייקטים גדולים בהיקפם אשר עד היום החברה לא ניגשה אליהם. כיום יש לחברה את כל הכלים לחדור לשוק בארה"ב כמו בפרוייקט ניו יורק שעובד ולהכניס עוד פרוייקטים בעלי היקף הכנסות גדול מאוד. בנוסף החברה החלה לגבש הסכמים מול מדינות כמו פקיסטן וגם שם הפוטנציאל מאוד גדול כאשר המטרה היא להכניס עוד ועוד פרוייקטים דומים. החברה הניחה גידול שמרני יחסית ב- 2025 וההנחה היא שהפריצה הגדולה והעלייה המשמעותית בהכנסות תתחיל מ- 2026 והלאה - מדובר בכניסה למכרזים שהם פרוייקטים מתמשכים אשר את ההכנסות בגינן לעיתים רואים רק לאחר כשנה וחצי שנתיים של עבודה. ההכנסות צפויות לעלות מ- 7.02 מיליון דולר ב- 2024 ולהגיע עד לכ- 178.55 מיליון דולר בשנת 2033.

מיצירת ערך מעבר לשווי נכסי החברה והיא מהווה אינדיקציה לשווי בעת פירוק או שווי מינימאלי כאשר הנחת עסק חי לא מתקיימת.

2.2. הגישה הנבחרת - DCF

בקביעת שווי החברה הסתמכנו על גישת ההכנסה, ספציפית על שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF), מכיוון שהחלק העיקרי בשווי החברה נובע מפוטנציאל עתידי אשר מגמתו התחילה ויבוא לידי ביטוי בעתיד.

גישת השוק או גישת ההשוואה אינה מתאימה מאחר ולא נמצאו חברות ציבוריות בנות השוואה לחברה וציטוטי שוק רלוונטיים להתייחס אליהם. בנוסף, גישה זו אינה בוחנת את ערך הפעילות בכללותה ולא מוגבלת לתקופת הפעלה ספציפית. לכן בחרנו בגישת ההכנסה לצורך קביעת שווייה של החברה.

גישת העלות או השווי הנכסי אינה מתאימה מאחר ולפי שיטה זו לא ניתן להעריך את הנכסים הבלתי מוחשיים בחברה, מאחר והחברה משקיעה רבות בפיתוח, לכן נכסיה הבלתי מוחשיים מהווים מרכיב מהותי בשווייה. בנוסף, גישה זו אינה משקפת את ערך העסק החי של החברה.

2.3. יישום הגישה

לצורך הערכת השווי, הנהלת החברה מסרה לנו תחזיות לגבי הכנסות והוצאות החברה בעתיד. התחזיות כוללות נתונים בדבר ההכנסות, וכן העלויות השונות הנגרמות בשל ייצור ההכנסה כגון: הוצאות מו"פ, שיווק ומכירה, והנהלה וכלליות וזאת לתקופה של 6 שנים. לאחר התחזית של ה- 6 שנים, הוספנו 4 שנים נוספות לתחזית על מנת להוריד בהדרגה את קצב צמיחת ההכנסות לשיעור צמיחה לטווח ארוך. לאחר 10 שנים, הנחנו שההכנסות וההוצאות יגדלו בשיעור יציב לטווח ארוך. לבסוף, חישבנו את

בנוסף, נערכה תחזית הון חוזר שוטף לצרכי הפעילות השוטפת בהסתמך על ההנחות הבאות:

- ימי לקוחות - 60 ימים, בהתבסס על הערכת הנהלת חברת אייכה.
- ימי מלאי - 170 ימים, בהתבסס על ממוצע ימי המלאי של חברת אייכה בשלוש השנים האחרונות.
- ימי ספקים - 90 ימים, בהתבסס על הערכת הנהלת חברת אייכה.

שיעור ההיוון (WACC):

מאחר ולצורך הערכת השווי השתמשנו בתחזית ההנהלה לגבי תזרימי המזומנים החזויים, יש צורך בהיוון התזרימים וערך השארית ליום 31 בדצמבר 2023. לצורך כך, השתמשנו בשיעור היוון משוקלל לאחר מס של כ- 23.60%.

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.

NYU Damodaran Online³

עלות המכר ורווח גולמי

בשנת 2029 החברה צופה להגיע לרווח גולמי משוער של 63.5%. נציין כי רווחיות זו מתאימה לרווחיות הגולמית של ענף ה- Software (System & Application)².

עלויות תפעוליות

עלויות אלה כוללות: מחקר ופיתוח, שיווק ומכירה והנהלה וכלליות (לא כולל פחת). הגידול הנומינאלי בעלויות אלה בא על מנת לענות על צרכי הגידול והצמיחה בהכנסות. כמו כן, ההוצאות עולות באחוזים גבוהים יותר במו"פ ובמכירות עפ"י הערכה של גיוס כח אדם נוסף עבור הפרוייקטים השונים. הרווח התפעולי של החברה צפוי לעמוד על כ- 30.4% בשנת 2029. נציין כי רווחיות זו מתאימה לרווחיות התפעולית של ענף ה- Software (System & Application)³.

מיסים על ההכנסה

נכון לתאריך 31.12.2022, לחברה הפסד מועבר משוער לצרכי מס ישראלי בסך כ- 23.73 מיליון דולר. לאחר ניצול הפסדי המס המועברים, הנחנו שהחברה תשלם מס בשיעור של 23% בישראל.

פריטי תזרים המזומנים

לפי הערכת הנהלת החברה, השקעות החברה ברכוש קבוע צפויות להיות לא מהותיות לאורך תקופת התחזית. תחזיות החברה לא כללו פחת. נכון לתאריך ההערכה, לחברה מזומן בגובה 265 אלף דולר וחוב בגובה 1.37 מיליון דולר.

NYU Damodaran Online²

בהכנסות, הסיכון הפיננסי, סיכון תפעולי, רווחיות וריכוזיות הלקוחות. בנוסף לפרמטרים שצוינו, הסיכון הספציפי של החברה לוקח בחשבון שהחברה תלויה בגיוס כספים נוסף להמשך פעילותה. נלקחה פרמיית סיכון נוספת בשיעור של 7%.

מכיוון שהחברה אינה ממונפת, השתמשנו בשיעור היוון של עלות ההון העצמי (Ke) בשיעור של 23.6% (מעוגל).

ערך השארית

ערך השארית מייצג את ערך החברה החל מסוף תקופת הרווחים הנובעים משנות התחזית שנלקחו בחשבון במסגרת תזרים המזומנים המהוון, כאשר בשלב זה הכנסות החברה צפויות להתייבב. המכפיל לפי מודל גורדון הוא 4.85. חישוב זה מבוסס על שיעור היוון של 23.6% פחות שיעור צמיחה של 3%. שיעור צמיחה של 3% נקבע על בסיס ציפיות החברה ובהתחשב בציפיות השוק לגבי האינפלציה העתידית.

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 4.20% המבוסס על נתוני תשואה על אג"ח ממשלתית של ארה"ב לתקופה של 20 שנים.

RM - פרמיית הסיכון של השוק. מוגדר בתור התשואה הנוספת הנדרשת ע"י המשקיע מעל שיעור הריבית חסרת סיכון. פרמיית הסיכון הממוצעת של השוק נקבעה בהתאם לתשואה הריאלית הממוצעת של מדד המניות הכללי בארה"ב בעשר שנים האחרונות, 6.07%⁴.

β - הביטא של החברה מבטאת את מידת השפעת סיכון השוק של החברה הספציפית. חישובנו את הביטא של החברה על ידי שימוש בנתוני הביטא הממוצעת של חברות דומות בענף ה-Software (System & Application). בהתאם לכך הביטא נאמדה ב-1.27⁵.

Sp - פרמיית הסיכון לגודל החברה הינה 4.70%⁶.

Scr - פרמיית סיכון ספציפי לחברה. סיכון זה מודד את אי הוודאות של התשואות הנובעות המאפיינים של התעשייה והחברה בפרט כגון: גידול

⁶ Size premium, CRSP Deciles Size Study. 2024 Kroll, LLC.

⁴ NYU Damodaran Online

⁵ NYU Damodaran Online

2.4. מסקנה: שווי חברה

בהתבסס על הניתוחים המתוארים לעיל והמידע הזמין עליו הסתמכנו בהתאם להערכות ההנהלה, נכון למועד הערכת השווי, שווי פעילות החברה להערכתנו נאמד בסכום של כ- **50.19 מיליון דולר**. לפירוט ראה נספח א' בהערכת השווי.

אלפי דולר	
51,299	שווי פעילות
(1,106)	חוב נטו
50,193	שווי חברה

שיטת תמחור אופציות

שיטת תמחור אופציות מתייחסת למניות רגילות ולמניות בכורה כאופציות call על שווי החברה, כאשר מחירי המימוש מבוססים על ההעדפה בעת אירוע נזילות הניתנת למניות בכורה. לפי שיטה זו, למניות רגילות יש ערך רק אם הכספים העומדים לחלוקה לבעלי מניות, עולים על ערך ההעדפה בעת אירוע נזילות (כגון מיזוג או מכירה), בהנחה שלחברה ישנם די כספים על מנת שההעדפה בעת אירוע נזילות תהא משמעותית וברת-גבייה עבור בעלי המניות. מניות רגילות בנויות לפי מודל של אופציית call אשר מעניקה למחזיקה את הזכות, אולם לא את החובה, לרכוש את ערך חברת הבסיס במחיר קבוע מראש או במחיר מימוש. לפי המודל, מחיר המימוש מבוסס על השוואה עם שווי החברה, ולא - כבמקרה של אופציית call "רגילה" - השוואה עם מחיר למניה. לכן, מניות רגילות נחשבות כאופציית call שצמודה לה זכות תביעה כלפי החברה במחיר מימוש השווה לערך הנותר מיד לאחר הנזלת מניות הבכורה. שיטת תמחור אופציות נוקטת בדרך כלל במודל Black & Scholes על מנת לתמחר את אופציית ה-call.

שיטת תמחור אופציות מתחשבת בתנאים השונים שבהסכמי בעלי המניות - לרבות רמת הבכירות בין ניירות הערך, מדיניות דיבידנדים, יחסי המרה והקצאות מזומן - עם הנזלת החברה. כמו כן, שיטה זו מתחשבת במרומוז בהשפעה של העדפה בעת אירוע נזילות נכון למועד נזילות עתידי, ולא נכון לתאריך ההערכה.

עם זאת, השיטה עשויה להיות מסובכת ליישום, והינה רגישה להנחות מפתח מסוימות, כגון הנחת התנודתיות (אחד מנתוני ההזנה הנדרשים לפי מודל Black & Scholes), אשר לא בהכרח ניתן לאמתן בזמן אמת או בדיעבד. כמו

3. הערכת שווי החזקות איי ארגנטו

3.1. גישות להקצאת הערכת שווי החברה

הגישות להקצאת שווי החברה הינן:

(א) שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות

(ב) שיטת תמחור אופציות

(ג) שיטת ערך נוכחי

שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות

לפי שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות, שווי המניות הרגילות נאמד בהתבסס על ניתוח ערכים עתידיים של החברה, מתוך הנחת תוצאות עתידיות שונות. שווי המניה מבוסס על הערך הנוכחי משוקלל-הסבירות של החזרי השקעה עתידיים חזויים, תוך התחשבות בכל אחת מהתוצאות העתידיות האפשריות העומדות בפני החברה, וכן בזכויות של כל סוג מניות. למרות שהתוצאות העתידיות הנלקחות בחשבון במסגרת מודל הערכת שווי נתון, הינן שונות ותלויות בעובדות ובנסיבות של החברה, תוצאות עתידיות שכיחות עשויות לכלול הנפקה ראשונה לציבור, מיזוג או מכירה, פירוק, או המשך פעילות כחברה פרטית חיונית.

הערכים העתידיים מוקצים לסוגי בעלי המניות השונים, בהתבסס על הזכויות המוענקות לכל סוג, בהנחה כי כל סוג של בעלי מניות ישאף למקסם את ערכו. למשל, ברמות ערך בהן בעלי מניות בכורה ימקסמו את ההחזר שלהם על ידי המרה למניות רגילות, יש להניח שתבוצע המרה. ברמות ערך בהן ההחזר ימוקסם על ידי מימוש העדפה בעת אירוע נזילות, יש להניח כי יבוצע מימוש כאמור.

לוקח בחשבון את העדפתן בעת אירוע נזילות. מניות בכורה ברות המרה "בתוך הכסף", נחשבות כאילו הומרו למניות רגילות. למניות רגילות ניתן שווי השווה לחלקן היחסי בסכום השירי (אם בכלל) אשר נותר לאחר התחשבות בהעדפה בעת אירוע נזילות של מניות בכורה שמחוץ לכסף.

מכיוון ששיטת ערך נוכחי מתמקדת בהווה ואינה צופה פני עתיד, השימושיות שלה מוגבלת בעיקר לשני סוגים של נסיבות. הראשונה מתרחשת כאשר אירוע נזילות במתכונת של רכישה או פירוק של החברה הינו ממשי, וציפיות אודות עתיד החברה כחברה פעילה כמעט ואינן רלבנטיות. השנייה מתרחשת כאשר חברה הינה בשלב מוקדם של התפתחות כאשר (א) לא נערכה התקדמות משמעותית בתכנית העסקית של החברה, (ב) לא נוצר ערך משמעותי להון המניות הרגילות בחברה מעבר להעדפה בעת אירוע נזילות שמוענקת למניות הבכורה, ו-(ג) אין בסיס סביר להערכת הסכום והעיתוי של שווי הון המניות הרגילות כאמור מעבר להעדפה בעת אירוע נזילות אשר עשוי להיווצר בעתיד.

3.2. שיטה נבחרת להקצאת הערכת השווי - OPM

מאחר ואירוע נזילות במתכונת של מכירה או פירוק של החברה הינו מרוחק, לא עשינו שימוש בשיטת ערך נוכחי לבחירת השווי. מאחר וטווח התוצאות העתידיות האפשריות כה קשה לחיזוי, עד שתחזיות יהיו בגדר ספקולציה בלבד ובהינתן כי אין די מידע על מנת לחזות ערכים עתידיים צפויים, לא עשינו שימוש בשיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות להערכת שווי זו. לכן, החלטנו ליישם את שיטת תמחור האופציות.

על מנת להחיל את שיטת תמחור האופציה, התחשבנו במניין המניות, זכויות המניות וסכום העדיפות בעת אירוע נזילות, כפי שמתוארים בסעיפים הבאים.

כן, העדר היסטוריית מסחר עבור חברות פרטיות, הופך את הסובייקטיביות של הנחת התנודתיות למגבלה פוטנציאלית על האפקטיביות של שיטה זאת בקביעת השווי ההוגן.

שיטת תמחור אופציות, כפי שמיושמת על פי מודל Black & Scholes, מתאימה לשימוש כאשר טווח התוצאות העתידיות כה קשה לחיזוי, עד שתחזיות יהיו בגדר ספקולציה רבתי. קרי, שימוש בשיטה זו לפי מודל Black & Scholes, מתאים בדרך כלל במצבים בהם לחברה ישנן חלופות ואופציות רבות, ושווי החברה תלוי באופן בו ינווט בדרך הלא-הידועה בין ההזדמנויות והאתגרים האפשריים השונים. לכן, החלטנו ליישם שיטה זו.

שיטת ערך נוכחי

שיטת ערך נוכחי להקצאה מבוססת על קביעת שווי החברה תוך שימוש באחת או יותר משלוש שיטות הערכת השווי (מבוססת שוק, הכנסה או נכסים), ולאחר מכן הקצאת הערך לסוגים השונים של מניות בכורה בהתבסס על ההעדפה בעת אירוע נזילות המוענקת להם או יחסי ההמרה שלהם, לפי הגבוה. שיטת ערך נוכחי כרוכה בתהליך דו-שלבי, אשר מבחין בינה לבין שתי השיטות האחרות המתוארות לעיל, אשר משלבות הערכת שווי והקצאה בשלב אחד. השימוש בשיטה זו מתאים בשתי נסיבות מוגבלות בלבד.

ההנחה היסודית בשיטה זו הינה כי האופן בו כל סוג של בעלי מניות בכורה יממש את זכויותיו וישיג את ההחזר שלו, נקבע בהתבסס על שווי החברה נכון לתאריך ההערכה ולא נכון לתאריך עתידי כלשהו. בהתאם לכך, בהתבסס על שווי החברה וטיב וסכום ההעדפות השונות בעת אירוע נזילות, בעלי מניות בכורה ישתתפו בהקצאת שווי החברה כבעלי מניות בכורה או, אם המרה תספק להם תוצאות כלכליות טובות יותר, כבעלי מניות רגילות. למניות בכורה ברות המרה "מחוץ לכסף", נכון לתאריך הערכת השווי, ניתן שווי אשר

3.3. מניין המניות

סוג מניות ⁷	מספר המניות	כתבי אופציה למניות בכורה	מניות משתתפות כפי שיומרו למניות רגילות	%
רגילות	756,000		980,138	33.53%
רגילות א'	32,365			
אופציות במחיר מימוש השווה לערך נקוב	191,773			
אופציות מוקצות במחיר מימוש השונה מערך נקוב	27,250		27,250	0.93%
בכורה א'	144,000		144,000	4.93%
בכורה ב'	370,029		370,029	12.66%
בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	138,878		138,878	4.75%
בכורה ג'	197,332	17,367	214,699	7.34%
בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	430,132		430,132	14.71%
בכורה ג'-1	245,916	372,528	618,444	21.15%
סה"כ			2,923,570	100%

פירוט אופציות מוקצות במחיר מימוש השונה מערך נקוב

מחיר מימוש	כמות אופציות מוקצות
אופציות במחיר מימוש 0.5 דולר	3,200
אופציות במחיר מימוש 5 דולר	24,050
סה"כ	27,250

⁷ לחברה הסכם פשוט לרכישת מניות עתידית בגובה 425 אלף דולר שטרם הומר. הנחנו המרה של ההסכם למניות בכורה ג'-1 לפי מחיר המרה של 23.09 דולר למניה. כמו כן, לפי ההסכם המשקיעים יהיו זכאים לכתבי אופציה לרכישת מניות בכורה מאותו סוג בכמות של פי 2 מגובה המניות שיקבלו בגין ההסכם, עם מחיר מימוש השווה למחיר ההמרה, 23.09 דולר.

3.4. זכויות בעת אירוע נזילות

נכון לתאריך ההערכה, החברה הנפיקה מספר סוגים של מניות בכורה ושני סוגים של מניות רגילות. לפי תקנון החברה⁸, במקרה של אירוע נזילות, למניות הבכורה תהא עדיפות ראשונה בחלוקה, לפי סדר ההעדפה הבא: בכורה ג'1, בכורה ג' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה) ובכורה ג'; בכורה ב' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה) ובכורה ב'9.

כל בעל מניות בכורה זכאי לקבל את מחיר המניה באירוע הנזלה.

לאחר חלוקת סך ההעדפה בעת אירוע נזילות לכל מניות הבכורה, בעלי מניות רגילות, מניות רגילות א' ומניות בכורה א' יהיו בעלי זכות תביעה לגבי 100% מהון החברה. כל בעל מניות בכורה ימיר את מניותיו למניות רגילות כאשר זה יהיה לו משתלם.

להלן סיכום תנאי ההעדפה של מניות הבכורה:

סוג מניות	מחיר מניה באירוע הנזלה	סוג זכויות
בכורה ג'1	24.60777 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה ג' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה)	23.91 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה ג'	23.09 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה ב' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה)	10.144 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה ב'	8 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות

3.5. סכום העדיפות בעת אירוע נזילות

נכון לתאריך ההערכה, החברה הנפיקה מניות בכורה בערך כולל של 25.26 מיליון דולר¹⁰.

כל בעל מניות בכורה זכאי לקבל את מחיר המניה באירוע הנזלה כפי שמפורט בסעיף 3.4. בנוסף, ישנן 17,367 כתבי אופציה למניות בכורה ג' במחיר מימוש השווה לערך נקוב. אי לכך, בעת אירוע נזילות, כתבי אופציה אלה יהיו זכאים לסכום העדפה. כמו כן, ישנן 365,960 כתבי אופציות למניות בכורה ג'1 במחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר; לכן, בעת אירוע נזילות מחזיקי כתבי אופציות אלה יהיו זכאים לסכום העדפה בגובה ההפרש בין מחיר מניית בכורה ג'1 לבין מחיר המימוש. אי לכך, סכום ההעדפה בעת אירוע נזילות מסתכם ל- 26.22 מיליון דולר.

סכומי ההעדפה בעת אירוע נזילות מתוארים בטבלה להלן (אלפי דולר):

סוג מניות	מחיר × מס. המניות
בכורה ג'1	6,051
כתבי אופציה למניות בכורה ג'1 עם מחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר	555
בכורה ג' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה)	10,284
בכורה ג'	4,556
כתבי אופציה למניות בכורה ג' עם מחיר מימוש השווה לערך נקוב	401
בכורה ב' (כתוצאה ממממוש כתבי אופציה)	1,409
בכורה ב'	2,960
סה"כ	26,216

¹⁰ כולל ההמרה של ההסכם הפשוט לרכישת מניות עתידית.

⁸ החלק הרלוונטי מתקנון החברה מצ"ב תחת נספח ב'.

⁹ למניות בכורה א' אין עדיפות בחלוקה בעת אירוע נזילות. לכן, התייחסות כוללת למניות בכורה מכאן ואילך לא כוללת את מניות בכורה א'.

3.6. יישום שיטת תמחור אופציה

סוגי מניות משתתפות	תיאור נקודת העצירה	טווח שווי חברה (מיליוני דולר)		
בכורה ג'-1, בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ג', כתבי אופציה למניות בכורה ג' במחיר מימוש השווה לערך נקוב	חלוקה למניות בכורה ג'-1, מניות בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה) ומניות בכורה ג' עד לנקודה בה כתבי אופציה למניות בכורה ג'-1 עם מחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר יחלו להשתתף בחלוקה	20.57	-	0
בכורה ג'-1, כתבי אופציה למניות בכורה ג'-1 עם מחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר, בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	העדפה בעת אירוע נזילות עבור מניות בכורה ג'-1, כתבי אופציה למניות בכורה ג'-1 עם מחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר ומניות בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	21.85	-	20.57
בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ב'	העדפה בעת אירוע נזילות עבור מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה) ומניות בכורה ב'	26.22	-	21.85
בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודה בה מחזיקי אופציות במחיר מימוש 0.5 דולר יממשו	26.78	-	26.22
בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, אופציות במחיר מימוש 0.5 דולר	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודה בה מחזיקי אופציות במחיר מימוש 5 דולר יממשו	31.85	-	26.78
בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה ב', בה ימירו למניות רגילות	35.31	-	31.85
בכורה ב', בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בה ימירו למניות רגילות	38.57	-	35.31
בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ב', בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה ג', בה ימירו למניות רגילות	60.06	-	38.57
בכורה ג', כתבי אופציה למניות בכורה ג' במחיר מימוש השווה לערך נקוב, בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ב', בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בה ימירו למניות רגילות	61.60	-	60.06

סוגי מניות משתתפות	תיאור נקודת העצירה	טווח שווי חברה (מיליוני דולר)		
בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ג', כתבי אופציה למניות בכורה ג' במחיר מימוש השווה לערך נקוב, בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ב', בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה ג'-1, בה ימירו למניות רגילות	63.21	-	61.60
בכורה ג'-1, כתבי אופציה למניות בכורה ג'-1 עם מחיר מימוש השווה ל- 23.09 דולר, כתבי אופציה למניות בכורה ג'-1 במחיר מימוש השווה ל- 24.60777 דולר, בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ג', כתבי אופציה למניות בכורה ג' במחיר מימוש השווה לערך נקוב, בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה), בכורה ב', בכורה א', מניות רגילות א', מניות רגילות, כל האופציות המוקצות	חלוקה יחסית לכל בעלי המניות	∞	-	63.21

תנודתיות בשיעור של 62.50% הינה מתאימה¹². חברות ההשוואה שנבחרו הן:

PowerFleet, Inc., Lantronix, Inc., Digi International Inc., Impinj, Inc., Quectel Wireless Solutions Co., Ltd. and Arlo Technologies, Inc.

הטבלה להלן מסכמת את נתוני ההזנה בהם נעשה שימוש במודל Black-Scholes:

הנחות	נתונים	הערות
נכס הבסיס	50.19 מיליון דולר	שווי חברה
אורך החיים הצפוי	5 שנים	מספר שנים מוערך עד לאירוע נזילות
שיעור ריבית חסרת סיכון	3.84%	שיעור עבור אג"ח ארה"ב ל- 5 שנים
תנודתיות	62.50%	על סמך חברות השוואה

הנחות נוספות במודל

הסעיף הבא מפרט את ההנחות הספציפיות והנתונים המוזנים בהם נעשה שימוש במודל Black-Scholes, כפי שהוא נוגע להערכת השווי שלנו את כל אחת מאופציות ה-call המתוארות לעיל. כל מודלי האופציות עושים שימוש באותן הנחות לגבי (א) ערכו של נכס הבסיס, (ב) תנודתיות, (ג) שיעור ריבית חסרת סיכון, (ד) אורך חיים צפוי. עם זאת, המודלים עושים שימוש בהנחות שונות בקשר למחיר המימוש.

אורך חיים צפוי

לפי ההנהלה, אירוע נזילות באמצעות הנפקה ראשונה לציבור (IPO), מיזוגים ורכישות או פירוק, סביר שיתרחש בדצמבר 2027. לכן, אנו צופים אורך חיים של חמש שנים.

שיעור ריבית חסרת סיכון

כאשר המטבע העיקרי של החברה הינו דולר ארה"ב, שיעור ריבית חסרת סיכון הינו שער התשואה הנוכחי עבור אג"ח ממשלתיות ללא קופון של ארה"ב, בעלת אותה תקופה כנתון המוזן במודל. שיעור הריבית הרלוונטי, נכון לתאריך ההערכה, הינו 3.84%¹¹.

תנודתיות

מכיוון שהחברה הינה חברה פרטית לא ניתן לאמוד את התנודתיות שלה. עקב כך התחשבנו בתנודתיות של חברות השוואה במהלך חמש שנים. נקבע כי

¹¹ מקור: משרד האוצר של ארה"ב.

¹² חישבנו את התנודתיות על בסיס המידע הזמין לכל חברה לתקופה של עד חמש שנים לפני מועד ההערכה; השתמשנו בתנודתיות החצינית של חברות ההשוואה.

עשינו שימוש במודל Black-Scholes לתמחור אופציות על מנת לפתור את מערך המשוואות הבא. נכס הבסיס הינו הערכת שווי החברה כאמור בסעיף 2.4. הטבלה הבאה מתארת את הנוסחאות לשם קבלת ערכן של המניות לפי החזקותיה של איי ארגנטו (בדולר ארה"ב):

שווי מניות בכורה ב'	% מניות בכורה ב'	שווי מניות בכורה ב' (כתוצאה ממנימוש כתבי אופציה)	% מניות בכורה ב' (כתוצאה ממנימוש כתבי אופציה)	שווי מניות בכורה ג' (כתוצאה ממנימוש כתבי אופציה)	% מניות בכורה ג' (כתוצאה ממנימוש כתבי אופציה)	שווי חברה	טווח שווי חברה (מיליוני דולר)		
-	-	-	-	6,050,944	48.29%	12,530,711	20.57	-	0
-	-	-	-	151,960	27.53%	552,074	21.85	-	20.57
1,189,075	67.76%	565,883	32.24%	-	-	1,754,958	26.22	-	21.85
-	-	-	-	-	-	212,690	26.78	-	26.22
-	-	-	-	-	-	1,801,725	31.85	-	26.78
-	-	-	-	-	-	1,118,361	35.31	-	31.85
239,850	24.32%	-	-	-	-	986,171	38.57	-	35.31
1,163,706	22.29%	436,758	8.36%	-	-	5,221,468	60.06	-	38.57
60,681	19.73%	22,775	7.41%	-	-	307,481	61.60	-	60.06
50,427	16.05%	18,926	6.02%	58,618	18.66%	314,142	63.21	-	61.60
3,214,000	12.66%	1,206,267	4.75%	3,736,043	14.71%	25,393,559	∞	-	63.21
5,917,739		2,250,609		9,997,565		50,193,340	סה"כ		

3.7. מסקנה: שווי מניות

הטבלה הבאה מסכמת את שווי סוגי המניות של החברה המוחזקות ע"י איי ארגנטו:

שווי מניות	מניות בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)
\$9,997,565	\$2,250,609	\$5,917,739	
430,132	138,878	370,029	
\$23.24	\$16.21	\$15.99	

3.8. מסקנה: החזקותיה של איי ארגנטו לפי השווי ההוגן

לבסוף, חישבנו את השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו, בהתבסס על מספר המניות אשר היא מחזיקה.

מספר המניות המוחזקות ע"י איי ארגנטו	מניות בכורה ג' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)	מניות בכורה ב' (כתוצאה ממימוש כתבי אופציה)
183,826	37,134	37,134	
\$23.24	\$16.21	\$15.99	
\$4,272,671	\$601,781	\$593,871	

בהתבסס על הצהרות ההנהלה, הנחות המודל וניתוחי הערכת השווי שבוצעו ואשר תוארו לעיל, לדעתנו השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו בחברה, נכון לתאריך ההערכה, נאמד באופן סביר בסכום של כ- 5.47 מיליון דולר.

3.9. ניתוח רגישות

ביצענו ניתוח רגישות לשווי החזקות איי ארגנטו בחברה לפרמטרים: שיעור ההיוון, שיעור צמיחה טווח ארוך, שיעור סטיית התקן.

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור ההיוון:

שיעור ההיוון	21.60%	22.60%	23.60%	24.60%	25.60%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$6,457,180	\$5,932,160	\$5,468,322	\$5,056,167	\$4,687,972

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור צמיחה טווח ארוך:

שיעור צמיחה טווח ארוך	1%	2%	3%	4%	5%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$5,262,865	\$5,360,930	\$5,468,322	\$5,586,452	\$5,717,036

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור סטיית התקן:

שיעור סטיית תקן	52.50%	57.50%	62.50%	67.50%	72.50%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$5,562,762	\$5,518,325	\$5,468,322	\$5,414,653	\$5,358,805

נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון של החברה

אלפי דולר	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	שנה מייצגת
הכנסות	4,265	7,018	9,184	14,075	21,060	40,157	73,385	113,747	147,872	170,052	178,555	183,912
צמיחה		64.6%	30.9%	53.3%	49.6%	90.7%	82.7%	55.0%	30.0%	15.0%	5.0%	3.0%
עלות המכר	1,774	3,074	3,982	5,578	8,022	14,841	26,764	41,485	53,930	62,020	65,120	67,074
רווח גולמי	2,491	3,944	5,201	8,496	13,038	25,315	46,621	72,263	93,942	108,033	113,434	116,837
% רווח גולמי	58.4%	56.2%	56.6%	60.4%	61.9%	63.0%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
הוצאות תפעוליות	3,034	3,648	4,758	6,810	10,742	16,560	24,309	37,679	48,983	56,331	59,147	60,922
רווח תפעולי	(544)	296	444	1,687	2,296	8,755	22,312	34,583	44,958	51,702	54,287	55,916
% רווח תפעולי	-12.8%	4.2%	4.8%	12.0%	10.9%	21.8%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
רווח לאחר מס		254	389	1,603	2,171	8,517	20,157	26,551	34,517	39,694	41,679	42,930
הון חוזר		(504)	(612)	(1,268)	(1,849)	(5,287)	(9,307)	(11,144)	(9,422)	(6,124)	(2,348)	(1,479)
תזרים מזומנים פנוי		(250)	(222)	336	322	3,230	10,851	15,407	25,095	33,570	39,332	41,451
מקדם היוון		0.90	0.73	0.59	0.48	0.39	0.31	0.25	0.20	0.17	0.13	
תזרים מזומנים מהוון		(224)	(162)	198	154	1,245	3,384	3,888	5,124	5,545	5,256	
סה"כ תזרים מזומנים מהוון	24,408											
ערך טרמינלי	26,891											
שווי פעילות	51,299											
חוב נטו	(1,106)											
שווי חברה	\$50,193											

In the event of a liquidation, winding-up or dissolution of the Company, the assets of the Company legally available for distribution to the shareholders of the Company (the “Distributable Proceeds”) shall be distributed to the shareholders in the following order of preference:

- a) First, each Preferred C-1 Share and Preferred C Share shall entitle its holder, prior to payments to the other shareholders of the Company, to a per share distribution in the amount which shall be the greater of: (i) their applicable respective Original Issue Price (adjusted for share combinations or subdivisions or other recapitalizations of the Company’s shares), plus an amount equal to declared but unpaid dividends, if any, on each Preferred C-1 Share and Preferred C Share, less the amount of Distributable Proceeds previously paid in preference on each such Preferred Share, (the “**Preferred C Share Preference**”), or (ii) such amount as would have been payable had all Preferred Shares been converted into Ordinary Shares immediately prior to such liquidation, winding up or dissolution. In the event that the Distributable Proceeds shall be insufficient to pay the Preferred C Share Preference in full to the Preferred C-1 Shareholders and to the Preferred C Shareholders, all of such assets shall be distributed among the holders of the Preferred C-1 Shares and Preferred C Shares on a pro rata basis in proportion to the C/C1 Liquidation Pro Rata Ratio. C/C1 Liquidation Pro Rata Ratio means the ratio of: (i) the preference amount the Preferred C-1 Shareholders would have received had the Distributable Proceeds been sufficient for the distribution of the Preferred C Share Preference in full in

נספח ב': העדפה בעת אירוע נזילות מתוך תקנון החברה

consideration for their Preferred C-1 Shares, and the preference amount the Preferred C Shareholders would have received had the Distributable Proceeds been sufficient for the distribution of the Preferred C Share Preference in full in consideration for their Preferred C Shares, as the case may be, to (ii) the aggregate Preferred C Share Preference.

- b) Then, after payment in full of the Preference C Share Preference in respect of all Preferred C-1 and Preferred C Shares then outstanding, each Preferred B Share shall entitle its holder, prior to payments to the holders of the Ordinary Shares and the Ordinary A Shares and the Preferred A Shares of the Company, to a per share distribution (pari passu among themselves) in the amount which shall be the greater of: (i) the applicable Original Issue Price (adjusted for share combinations or subdivisions or other recapitalizations of the Company’s shares), plus an amount equal to declared but unpaid dividends, if any, on each Preferred B Share, less the amount of Distributable Proceeds previously paid in preference on each such Preferred B Share (the “**Preferred B Share Preference**”), or (ii) such amount as would have been payable had all Preferred Shares been converted into Ordinary Shares immediately prior to such liquidation, winding up or dissolution. In the event that the Distributable Proceeds shall be insufficient to pay the Preferred B Share Preference in full to the Preferred B Shareholders, all of the Distributable Proceeds then remaining shall be distributed among the holders of the Preferred B Shares in proportion to the full Preference such holders would otherwise be entitled to receive.

- c) Finally, after payment in full of all preferential amounts required to be paid to the holders of shares of Preferred C-1 Shares, Preferred C Shares and Preferred B Shares, the remaining Distributable Proceeds shall be distributed among the holders of the Ordinary Shares and the Ordinary A Shares and the Preferred A Shares in proportion to the respective percentage holdings of all of such holders on an as converted basis.

"Original Issue Price" means, with respect to each Preferred Share, the actual price paid therefor, and accordingly (a) (i) with respect to Preferred C-1 Shares issued pursuant to the Series C-1 SPA the Original Issue Price shall be US\$24.60777; (ii) with respect to Preferred C Shares issued pursuant to the Series C SPA, the Original Issue Price shall be US\$ 23.09, Provided, however, that in respect of Preferred C Shares issued under the Warrant (as such term is defined in the Warrant Agreement), the Original Issue Price shall be US\$ 23.66¹³; (iii) with respect to each Preferred B Share: (a) US\$ 8, Provided, however, that in respect of Preferred B Shares issued under the Warrant Agreement between the Company and Aigra Argento for Investment in Ayyeka L.P., the Original Issue Price shall be US\$ 10.144; (b) in respect of Preferred B Shares issued under the Warrant Agreement between the Company and Yiftah Jacob, the Original Issue Price shall be US\$ 10.144; (c) in respect of Preferred B Shares issued under the Warrant Agreement between the Company and a partnership owned by Meir Lavi and Ra'anan Har-Zahav ("M&R"), the Original Issue Price shall be

US\$8, unless said warrants are transferred to Aigra Argento for Investment in Ayyeka L.P., (or as otherwise agreed by M&R and the Company), in such case the Original Issue Price shall be US\$ 10.144; and (iv) with respect to each Preferred A Share the Original Issue Price shall be US\$ 4.3 (in any case, subject to proportional adjustment in the event of share splits, share dividends, reclassifications and other like events as a result of which the number of outstanding Preferred Shares in proportionately increased or decreased).

¹³ לפי ההנהלה, המחיר הנכון במקרה זה הוא 23.91 דולר.

נספח ג': כישורי מעריך השווי

גדעון שלום בנדור, MBA

גדעון משמש כמומחה הערכת שווי מוביל מאז 2005, וביצע ופיקח על למעלה מ- 3,000 הערכות שווי.

לגדעון למעלה מ- 30 שנות ניסיון בניהול ובמו"פ, בייחוד בחברות היי-טק וביו-טק. לפני ייסוד משותף של S-Cube, גדעון היה שותף בבית ההשקעות DB, בו יזם והוביל את מחלקת השירות המקצועי (מתן מגוון של הערכות שווי וניתוחים לגבי אופציות מניות ואג"ח עבור חברות ציבוריות ופרטיות).

הקריירה רבת השנים שלו כוללת ייסוד במשותף וכהונה כמנכ"ל של חברות רבות, לרבות: I-labs, חברה למתן שירותים מקצועיים; I-impact, פיתוח תוכנה ופתרונות אנליטיים לשם הגברת האפקטיביות של שימור לקוחות ותוכניות מכירה ורכישה רוחביות; CytoView, ייצרה כלים לשם ניתוח מורכב של הדמיה מולקולארית עבור מחקר וגילוי תרופות.

גדעון שימש במשך כ- 12 שנים במגוון תפקידי ניהול באפל מחשבים, במשרדים הראשיים של החברה בקליפורניה ובישראל. לגדעון תואר BA במדעי המחשב וכלכלה מאוניברסיטת בר-אילן בישראל, ו-MBA מאוניברסיטת San Jose, במסגרת התכנית היוקרתית של אפל לתואר שני בניהול. גדעון חבר באיגוד האמריקאי למנתחי הערכות שווי מוסמכים (NACVA).

גדעון שלום בנדור

S-Cube Financial Consulting Ltd.

משרד: +972-3-5614929 (שלוחה 302)

פקס: +972-3-5422745

נייד: +972-52-8080034

דוא"ל: gidi@s-cube.co.il



תוכי מערכות בע"מ

הערכת שווי החזקות איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלות

נכון ליום 31/12/2023

אפריל 2024

מטרה והיקף

מטרת התקשרות זו הינה לסייע להנהלת איי ארגנטו להעריך את השווי ההוגן של החזקותיה בחברה, נכון לתאריך ההערכה, לצורך הדיווח הכספי בספריה ולמטרה זו בלבד. בהתאם, צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא ידיעה והסכמה מפורשת בכתב מאת מעריך השווי. כמו כן אני נותן את חוות דעתי זו לצורך הכללתה בדוחותיה הכספיים של החברה המפורסמים לציבור במערכת המגנ"א.

פרטי המומחה והצהרות

- שם המומחה: גדעון שלום בנדור
- מקצוע: שותף מנהל תחום הערכות שווי בעל תואר שני במנהל עסקים
- מקום עיסוק: אס קיוב ייעוץ כלכלי בע"מ
- ההתקשרות: חברת אס קיוב מספקת שירותי הערכת שווי לחברת איי ארגנטו מאז ינואר 2022 למטרות שונות הקשורות כולן בדוחות כספיים. הגורם שהחליט על ההתקשרות מול חברת אס קיוב הינו יו"ר איי ארגנטו.

4 אפריל, 2024

לכבוד:

מר יפתח יעקב

יו"ר

איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת

מר יעקב הנכבד,

מכתב זה מיועד על מנת לספק לך סקירה אודות המטרה וההיקף של הניתוחים והמסקנות שלנו. הינך מופנה לדוח המצ"ב ובו דיון והצגת הניתוחים שבוצעו בקשר להתקשרות זו.

בהתאם לבקשתך, S-Cube Financial Consulting Ltd. (להלן: "מעריך השווי") הכין ניתוח עצמאי בקשר להחזקות של איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת (להלן: "איי ארגנטו"), לפי שווי הוגן, בחברת תוכי מערכות בע"מ (להלן: "תוכי" או "החברה"), נכון ליום 31 בדצמבר 2023 (להלן: "תאריך ההערכה"), בהתאם לדיווח הכספי שלה לפי תקני דיווח כספי בינלאומיים ("IFRS").

הננו מעריכי שווי בלתי תלויים בהתאם לעמדה 3-105 של רשות ניירות ערך.

בכל מקרה של שאלה בנוגע לניתוח או לדוח שלנו, אנו צרו קשר עם S-Cube Financial Consulting Ltd. במספר טלפון +972-3-561-4929. בברכה,

S-Cube Financial Consulting Ltd.

שם: גדעון שלום בנדור, MBA
מנכ"ל ומייסד

היקף הניתוח

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

- שיחות עם ההנהלה בנוגע לנכסיה, ההיסטוריה הפיננסית והתפעולית של החברה ותחזית הפעילות הצפויה של החברה;
- בדיקת מסמכים תאגידיים, לרבות במידת הצורך הסכמי בעלי מניות בכורה ומניות רגילות, אופציות וכתבי אופציה;
- ניתוח והערכה לגבי השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו, נכון ליום ההערכה.

תקציר הממצאים

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדוח המצ"ב, לדעתנו השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו בחברה, נכון לתאריך ההערכה, מוערך באופן סביר בסכום של כ- **2.53 מיליון דולר**.

נכון ל- 31.12.22, שווי החזקות איי ארגנטו היו 2.74 מיליון דולר. הסיבה לירידה בשווי נבעה מכך ש: (1) החברה לא גייסה מספיק כסף על מנת לעמוד בתחזיותיה; (2) עלייה בשיעור ההיוון.

אין לנו זיקה לחברה ואין לנו זכות נוכחית או צפויה בחברה או בנכסיה. התוצאות של ניתוחינו לא הושפעו, בכל דרך שהיא, מהשכר ששולם עבור שירותינו. הוראות ותנאים עסקיים נוספים אשר לפיהם בוצעה עבודתנו, כלולים כחלק מדוח זה על דרך ההפניה. במסגרת ההסכם שלנו עם איי ארגנטו, יש שיפוי בגובה פעם אחת שכר הטרחה.

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, הדוח והמסקנות אינם מיועדים על ידי המחבר, ועל הקורא להימנע מלפרשן, כייעוץ השקעות בכל אופן שהוא. המסקנות הכלולות בדוח זה מייצגות את דעתו של מעריך השווי, בהתבסס על המידע שסופק לו על ידי החברה ומקורות אחרים.

8. תוכנו של דוח זה, כולו או חלקו (בעיקר מסקנות באשר לשווי, זהות מומחה(ים) הערכת שווי, או הפירמה אליה קשורות מומחי הערכת שווי כאמור, או כל התייחסות לתפקידיהם המקצועיים), אין להפיץ בציבור באמצעות מדיות פרסום, יחסי ציבור, מדיות חדשות, מדיות מכירות, דואר, העברה ישירה, או כל אמצעי תקשורת ציבורי אחר, ללא אישור מראש ובכתב מאת מעריך השווי. למרות האמור לעיל, אין לנו התנגדות לצירוף הדוח, במידה ותידרשו בהתאם לתקנות והנחיות הרשות לניירות ערך, לדוחותיה הכספיים של החברה.

9. שכר הטרחה הנוכחי אינו כולל שירותים עתידיים בקשר עם נשוא דוח זה, לרבות מתן עדות או נוכחות בבית המשפט, ויתומחרו בנפרד.

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 שוויה מוערך.

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 החברה ואת תוצאותיה התפעוליות עבור התקופות השונות, למעט ככל שמצוין אחרת.

4. מידע ציבורי ומידע ענפי וסטטיסטי, הושגו ממקורות שלדעתנו הינם אמין; 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

קיצורים:

איי ארגנטו	איי ארגנטו נכסים טכנולוגיים, שותפות מוגבלת
החברה או תוכי	תוכי מערכות בע"מ
הנהלה	הנהלת איי ארגנטו
מערך השווי או S-Cube	S-Cube Financial Consulting Ltd.
תאריך ההערכה	31/12/2023
DCF	שיטת היוון תזרימי המזומנים
EBITDA	רווח לפני ריבית מיסים, פחת והפחתות
WACC	ממוצע משוקלל של עלות ההון

7	סקירת החברה ופעילותה	1.
11	ניתוח דוחות כספיים	1.1.
13	הערכת שווי החברה	2.
13	גישות להערכת שווי	2.1.
14	הגישה הנבחרת - DCF	2.2.
14	יישום הגישה	2.3.
18	מסקנה: שווי חברה	2.4.
19	הערכת שווי החזקות איי ארגנטו	3.
19	גישות להקצאת הערכת שווי החברה	3.1.
20	שיטה נבחרת להקצאת הערכת השווי - OPM	3.2.
21	מניין המניות	3.3.
22	זכויות בעת אירוע נזילות	3.4.
23	סכום העדיפות בעת אירוע נזילות	3.5.
24	יישום שיטת תמחור אופציה	3.6.
27	מסקנה: שווי מניות	3.7.
27	מסקנה: החזקותיה של איי ארגנטו לפי השווי ההוגן	3.8.
28	ניתוח רגישות	3.9.
29	נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון של החברה	
30	נספח ב': העדפה בעת אירוע נזילות מתוך תקנון החברה	
32	נספח ג': כישורי מעריך השווי	

יתרונות הפלטפורמה:

- מוצר All-In-One - פלטפורמת תוכי מאפשרת ניהול יעיל של כלל מערכות הליבה של הארגון (פרויקטים ותהליכים, שימור וניהול ידע, תקשורת פנים ארגונית) בפלטפורמה דיגיטלית אחת (All-In-One), זאת בניגוד לפלטפורמות קיימות אחרות המציעות יכולות דומות אולם כל אחת במערכת נפרדת, הדורשת למידה פרטנית ונפרדת לגבי אופן השימוש בכל אחת מהמערכות כאמור. יכולת ה-All-In-One הינה יכולת פרקטית, מועילה ויעילה במיוחד בקרב עובדים בארגונים מסורתיים, אשר מהווים את עיקר לקוחותיה של תוכי, לאור האפשרות להשתמש בפלטפורמה אחת כוללת שאינה מצריכה למידה והדרכה ממושכת על מנת להשתמש בפלטפורמה באופן מיטבי.
- פשטות - הטמעת הפלטפורמה במערכות הארגון נעשית בתהליך קצר הכולל הדרכה אודות הפלטפורמה לעובדי הארגון. פלטפורמת תוכי מותאמת ליצירת סביבה ארגונית שיתופית, המותאמת הן לעובדים שאינם מורגלים בשימוש במערכות טכנולוגיות והן לעובדים הרגילים בשימוש דיגיטלי בפלטפורמה הכוללת ממשק אינטואיטיבי פשוט, המאפשר שימוש בכלל היכולות באמצעות הדרכה פשוטה של מספר דקות.
- עלויות קבועות - פלטפורמת תוכי כוללת מערכת בעלת תפעול פשוט, שאינה דורשת עלויות הטמעה ואפיון מורכבים המייקרות את השימוש בפלטפורמה. התשלום בעבור השימוש בפלטפורמת תוכי נעשה בעבור

1. סקירת החברה ופעילותה¹

תוכי הינה חברה פרטית הרשומה בישראל אשר התאגדה ביום 26 באפריל 2017 והחלה את פעילותה בשנה זו בפורמט מצומצם. תוכי הינה חברת סטרטאפ העוסקת במחקר ופיתוח של טכנולוגיות דיגיטליות לסביבת עבודה מתקדמת עבור ארגונים בתעשייה המסורתית בארץ ובחו"ל. הפלטפורמה הייחודית של תוכי מצמצמת את פערי הידע בארגונים, מאפשרת לבצע את כל פעילות הליבה של הארגון על גבי פלטפורמה אחת אחודה, ומהווה שדרוג משמעותי של היעילות הארגונית. לתוכי פעילות בישראל, מזרח אירופה ודרום אמריקה.

המוצר העיקרי אותו מפתחת תוכי הינו סביבת עבודה וירטואלית לארגונים בתעשייה המסורתית. הפלטפורמה של תוכי הינה מערכת אשר מהווה סביבת עבודה דיגיטלית אחודה, האוספת מידע מכלי העבודה המקצועיים, מאפשרת שדרוג משמעותי של היעילות הארגונית ומאפשרת לבצע את כל פעילות הליבה של הארגון על גבי הפלטפורמה, ובכלל זה ניהול תהליכים ופרויקטים, שיתוף והפצת ידע ותקשורת פנים ארגונית יעילה על בסיס צ'אט ושיחות וידאו; כל זאת באופן פשוט המותאם אישית לכל עובד בארגון, תוך שימוש בכלי אינטליגנציה מלאכותית (AI), למידת מכונה (ML) ועיבוד שפות טבעי (NLP). הפלטפורמה אותה החברה מפתחת מהווה את ליבת המידע של הארגון ומאפשרת את ניהול הפרויקטים של הארגון, תקשורת פנים ארגונית מלאה מקצה לקצה וארגון ושימור המידע והידע הארגוני תוך דחיפה של המידע המצוי בארגון לכל משימה המוטלת על כל עובד בזמן ובמקום הרלוונטיים. הפלטפורמה כוללת גם אפליקציה אותה ניתן להתקין על מכשיר טלפון נייד.

¹ מתוך תשקיף איי ארגנטו.

יישום תהליך זה בארגונים ישמור את העובדים יעילים אל מול האתגרים והמשימות הארגוניות היומיומיות, יצמצם משמעותית את פער ה"שעתיים ביום" (המתואר לעיל) וישפר את היעילות הארגונית הכוללת).

- שינוי הדרג הניהולי - בשנים האחרונות ניכרת מגמה של החלפת דורות בדרגי הניהול הבכירים בחברות, המוביל לשינוי הארגוני של הדור החדש בשיתוף המידע הקיים בארגון. דור ה-X (ילידי שנות ה-60 וה-70) הינו הדור שמנהל כיום את רוב החברות בעולם, דור זה גדל על טהרת "הידע הוא כוח", כשהעיסוק בשיתוף הידע לא היה בליבת השיח הארגוני. דור ה-Y (ילידי שנות ה-80 וה-90) שמתחיל לתפוס משרות בכירות בארגונים, הינו דור שהתבגר לתוך מהפכת השיתוף עם רוח גבית של הרשתות החברתיות והתעצמות האינטרנט. עבור דור ה-Y, מה שלא שותף לרוב נחשב כ"לא בוצע". השיח הניהולי של דור ה-Y מחזק את השקיפות בפעילות הארגונית ועל כן מאפשר עבודה משותפת בין הגורמים השונים בחברה.

- עבודה מרחוק - מגמה נוספת שניתן לראות בשוק העבודה העתידי היא מגמת העבודה מרחוק. במשך שנים היה המשרד ה"דבק" הארגוני שהכיל את כל תהליכי העבודה המשותפים. בשנים האחרונות חברות רבות פועלות ללא תלות משרדית או במשרדים מבוזרים בעולם, ומשכך נוצר צורך לחיבור כלל העובדים לתהליכי העבודה המשותפים שלא באופן פיזי. יצירת סביבת עבודה אחודה איננה מחליפה את המשרד, אך נותנת יכולות רבות לדרגי הניהול של החברות לייצר סביבה דיגיטלית שתהווה תחליף ל"דבק" המשרדי המחבר את פעילות החברה. נוסף על כן, העבודה מרחוק מייצרת למנהלים רבים צורך בהדרכה על מערכות דיגיטליות

עובדי הארגון במחיר קבוע מראש, היוצרת שקיפות תקציבית המסייעת לתוכי לשמור על נאמנות הלקוחות ומוניטין הפלטפורמה.

סביבה כללית:

תוכי עוסקת בפיתוח, שיווק ומכירה של פלטפורמה לסביבת עבודה חדשנית לארגונים. את החברה ניתן לשייך לתחום ה-Future of Work, עולם העבודה העתידי. תחום זה תופס תאוצה בשנים האחרונות, ובעקבות משבר הקורונה הפך להיות ברירת מחדל לעיסוק עבור ארגונים רבים בעולם. מחקרים מעידים על כך שהעובד הממוצע בארגון מבזבז זמן רב (כשעתיים) במהלך יום העבודה בחיפוש מידע בכלי העבודה הקיימים בארגון, בהמתנה לעזרה ממומחי תוכן ובביצוע מחדש של משימות שכבר בוצעו על ידי עובדים אחרים בעבר. פער זה מייצג את חוסר היעילות בארגונים, כאשר עובדים מתקשים לרכוש את הידע הקיים בארגון בביצוע משימה ספציפית. לאור הגידול המשמעותי בכמויות הידע המיוצר על ידי ארגונים, פער זה הולך וגדל ככל שמתפתח הארגון והוא עלול לעכב פעילויות ליבה.

- התקדמות חברתית - התקדמות טכנולוגיות העוסקות בבינה מלאכותית ולמידת מכונה (Artificial Intelligence ו-Machine Learning, בהתאמה) בשנים האחרונות יצרה לארגונים הזדמנויות טכנולוגיות לסגירת הפער האמור. בעולם ה-B2C (עסקים שמוכרים לצרכנים) בדגש על פלטפורמות צריכת הידע כגון גוגל ופייסבוק, ניתן לראות כי צריכת ידע ברובה איננה מתבצעת על פי דרישה של צורך הידע, אלא בדחיפה על ידי מודלים טכנולוגיים מתקדמים אל מול תחומי העניין של צורך הידע. ההנחה היא כי יישום תהליכים דומים בארגונים יאפשרו את שחרור העובד מתהליך חיפוש הידע, ויבצעו הפיכת קערה טכנולוגית על ידי יצירת סביבת עבודה חכמה שגורמת לידע הקיים בארגון להידחק לעובד.

שמעודדת שיתוף, שתפקידה הוא לפשט את פעילות הליבה של העובד וסגירת הפערים בין הארגון לעובד בצורה הפשוטה והמהירה ביותר.

המגמות לעיל מעידות על שיח ניהולי שמעודד יעילות, ומאמץ טכנולוגיה לליבת הפעילות הארגונית. האצת תחום ה-Future of Work בחסות משבר הקורונה, גרמה למנהלים בכל סוגי הארגונים להפנים כי שדרוג מערכות הליבה איננה עוד "ויטמין", אלא "חיסון" שאי לקיחתו תהווה סכנה פוטנציאלית לעסק, ולקיחתו תהווה יתרון תחרותי למקדמים.

מוצרים:

המוצר העיקרי אותו מפתחת תוכי הינו פלטפורמת תוכי, אשר מהווה סביבת עבודה דיגיטלית, אחידה ואפקטיבית בעיקר לארגונים מסורתיים, העושה שימוש בכלי אינטליגנציה מלאכותית (AI), למידת מכונה (ML) ועיבוד שפות טבעי (NLP).

פלטפורמת תוכי מורכבת ממוצר SaaS הזמין במחשב ובטלפונים הניידים. הפלטפורמה מותאמת לארגונים בתעשייה המסורתית ומאפשרת ניהול יעיל של תהליכי הליבה הארגוניים וזאת בשלושה מודלים עיקריים: (1) ניהול פרויקטים ותהליכים - "מה" הארגון עושה; (2) ניהול הידע - "איך" הארגון עושה; (3) תקשורת ארגונית - השילוב בין ה"מה" ל"איך". פלטפורמת תוכי מאפשרת קיום סביבת עבודה איכותית העונה על הצרכים המרכזיים של העובד בארגון, באמצעות שילוב המודלים כאמור, כפי שיתואר להלן:

- ניהול פרויקטים ותהליכים - הפלטפורמה מאפשרת לנהל תהליכי עבודה אישיים או קבוצתיים, לבצע מעקב על תהליכים, לשייך משימות במסגרת ניהול תהליך או פרויקט, לקבל התראות על ביצוע משימה, להגדיר תהליכים או פרויקטים מסוגים שונים וכן לצפות בדוחות בסיסיים של הפרויקט ולבצע מעקב רציף על התקדמותו.

בארגון, על כן מערכת אחת לניהול תהליכי הליבה של הארגון - כמו פלטפורמת תוכי - חוסכת זמן רב הן בהדרכת עובדים חדשים והן בניהול תהליכי העזיבה ושימור הידע של העובדים העוזבים.

- המהפכה התעשייתית הרביעית ("Industry 4.0") - בעולם התעשיות המסורתיות מדובר רבות על מגמת ה-Industry 4.0 - שהיא מהפכת הטכנולוגיה המעסיקה רבות את העולם היצרני. מהפכה זו מכילה בתוכה שינויים רבים שבעיקרם אוטומציות של תהליכי עבודה וייצור, שימוש רב במידע, ניתוח מידע, IoT ואופן היישום של המידע על יעול הארגון היצרני. מחקר שהתפרסם לאחרונה מעיד כי בשנים הקרובות תהיה ירידה משמעותית בכמות "הידיים העובדות" ועלייה משמעותית בחשיבה יצירתית ושיח על התייעלות ארגונית. ההנחה של תוכי היא כי מגמת ההתייעלות והרצון לסגור את הפערים בין הקיים בארגון לבין היכולות לגשת למידע וליישמו יהיה בליבת העיסוק של כל ארגון בעולם בשנים הקרובות.

סביבות ותהליכי העבודה של ארגונים בעולם משתנים כל עת, וביתר שאת בימים אלה. הראשונים לאמץ גישות אלו הם הארגונים הטכנולוגיים, על כן ישנה עלייה משמעותית בדרישה למוצרי ניהול פרויקטים, ניהול ידע, תקשורת ושיח חברתי ארגוני. כל אחד מהמוצרים המוזכרים לעיל הינו מוצר מקצועי כאשר יחדיו באינטגרציה מושלמת יוצרים את ליבת הארגון הדיגיטלי. עם מגמת ה-Future of Work, יחד עם הרוח הגבית של משבר הקורונה, מוצאים עצמם הארגונים המסורתיים מתעסקים בהתייעלות סביבות העבודה, אך נקודת התורפה של ארגונים אלו היא היכולת לבנות סביבה יעילה ומחוברת ממוצרים רבים, על כן מגמת השוק מעידה על הצורך בסביבת עבודה חדשנית,

בארגון וכן חיבור למערכות מקצועיות בהן משתמשים העובדים (כגון מערכת ERP - מערכת לניהול משאבי הארגון, מערכת ניהול שעות, מערכת חשבוניות וכיוצ"ב), אשר העבודה בהן מתבצעת באופן חיצוני לפלטפורמה. תוכי פועלת ליצירת ממשק פשוט עם מערכות אלו, החיוניות להמשך עבודה תקינה של הארגון, באופן שאינו דורש ידע טכנולוגי מורכב מהמשתמשים.

תוכי פיתחה טכנולוגיה ייחודית בשם TuqqiCore המשדרגת את אופן העבודה בו היא פועלת ומאפשרת הנגשת מידע וסגירת הפער בין הידע הקיים בארגון לבין הידע הנדרש לעובד לביצוע משימותיו. TuqqiCore כוללת אלגוריתם המבצע שלפת נתונים ממאגר הכולל את כל המידע הארגוני בארגון, בכלל זה מידע מובנה (טבלאות, מסדי נתונים וכו') וגם בלתי מובנה (תמונות, קבצי וידאו, קבצי וורד, PDF, מצגות ועוד), כאשר השליפה מתבצעת על בסיס דרישת המשתמש או לפי מידע הקיים במערכת, כגון משימות פתוחות, לוח שנה וכדומה, כל זאת תוך הנגשת המידע הרלוונטי לעובד והצגתו בהתאם לידע לו העובד זקוק בביצוע המשימה הספציפית. בתוך כך TuqqiCore מכילה יכולות מידור מידע בהתאם להגדרות הארגון, וכן שמירה על אבטחת המידע בהתאם לפרוטוקולים המקובלים בעולם ה-SaaS.

המידע בפלטפורמת תוכי, בכלל זה המידע שמועלה על ידי הלקוחות המשתמשים בפלטפורמה של החברה, מגובה בענן פרטי של החברה על בסיס שרתי אמזון ווב סרוויס (AWS).

השוק בו פועלת תוכי:

שוק היעד של פלטפורמת תוכי הוא ככלל ארגונים מסורתיים כגון חברות בניה, עיריות, ארגונים ללא מטרות רווח (לא-היי-טק), עד כ-1,500 עובדים, המבססים את עיקר הפעילות על אקסלים/הודעות WhatsApp/דוא"ל ומסמכים כתובים, בעיקר בדרום אמריקה, ישראל ומזרח אירופה.

• ניהול ידע - כאמור לעיל, העובד הממוצע בארגון מסורתי משקיע זמן רב בחיפוש ידע בכלי עבודה קיימים, המתנה לעזרה ממומחי תוכן וביצוע מחדש של משימות שבוצעו על ידי עובדים אחרים. הפלטפורמה מאפשרת חיפוש חכם במערכת הכוללת את כל המידע הקיים בנוגע לפעילות הארגונית ומאפשרת לעובדים בארגון לשתרף ידע. בנוסף, הפלטפורמה כוללת פונקציות המאפשרות טווח רחב של פתרונות המותאמים באופן ספציפי לעובד בארגון, כגון: מתן מידע רלוונטי לעובד בהתאם למשימותיו וסדר יומו; אפשרות לתגמול העובד על שיתוף הידע ו"תמחור" הידע המשותף על בסיס דוחות הכוללים נתונים אמפיריים מפעילותם של העובדים; ניהול מעקב מומחי תוכן והסמכות עובדים; יכולת לשתרף ידע בפורמטים קבועים מראש; יכולת "קרא וחתום" לוודא כי הידע מהמנהלים מיושם ומועבר לעובדים כולל מעקב קריאה; תיוג אוטומטי של הידע העולה לתוך הפלטפורמה וכן הפיכת מידע מפרויקט מסוים לידע ארגוני כולל.

• תקשורת ארגונית - הפלטפורמה מאפשרת לנהל שיחות צ'אט או וידאו על פרויקטים או ידע הקיים בה, לראות מי צפה או תקשר על פריט מידע או פרויקט במערכת, וכן דוחפת התראות בזמן אמת על שיחות ודיונים בנושאים ספציפיים, לפי הגדרת המשתמש.

שילוב בין מודל התקשורת, הידע והפרויקטים - הפלטפורמה מאפשרת חיבור שלוש המודולים לכל פריט מידע הקיים בפלטפורמה, כך שניהול הידע והפצתו יבוצע אוטומטית ובאופן המונגש לעובדים. בין היתר, פלטפורמת תוכי בונה אוטומטית פרופיל עובד על-פי הידע, הפרויקטים והשיח שמבצע כל עובד, וכן מציגה feed אישי לכל עובד, המעדכן את העובד בידע והפעילות הרלוונטית אליו. בנוסף, הפלטפורמה מאפשרת חיפוש אחוד בכל מאגרי המידע הקיימים

1.1. ניתוח דוחות כספיים

הנתונים המוצגים לשנים 2021-2023 להלן ערוכים בהתאם לתקינה הישראלית.

דוח רווח והפסד:

אלפי דולר	FY2021 מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2023 לא-מבוקר
הכנסות	69	114	98
הוצאות תפעוליות	1,197	1,356	654
רווח תפעולי	(1,128)	(1,242)	(556)
% רווח תפעולי	-1623.3%	-1092.7%	-569.7%

הכנסות

בשנת 2023 הכנסות החברה הסתכמו בכ- 98 אלף דולר, לעומת הכנסות של כ- 114 אלף דולר בשנת 2022 ושל כ- 69 אלף דולר בשנת 2021. לפי התחזית שקיבלנו מהחברה הצפי להכנסות ב-2023 היה גבוה ממה שהושג בפועל. הסיבות לאי העמידה בתחזית הינן שהחברה לא גייסה מספיק כסף על מנת לעמוד בתחזיות, על כן החברה ייצבה מצב בהכנסותיה, גייסה עוד כסף בהשקעות להמשך תפקוד החברה אבל לא פרצה אל עבר התחזית אליה כיוונה.

הוצאות תפעוליות

הוצאות אלו כוללות בעיקר הוצאות שכר ונלוות, משרדיות, נסיעות לחו"ל, שירותים מקצועיים וכדומה. ההפסד התפעולי של החברה בשנת 2023 עמד על כ-0.56 מיליון דולר לעומת הפסד תפעולי של 1.24 מיליון דולר בשנת 2022.

בטווח הקצר-בינוני, בכוונת תוכי להמשיך ולהתפתח בשוק הנוכחי בו היא פועלת, בין היתר, החברה שואפת להרחיב את פעילותה לארגונים גדולים יותר ולשווק את הפלטפורמה במדינות נוספות.

מאזן :

אלפי דולר	FY2023 לא-מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2021 מבוקר
משיכת יתר מבנק	(52)	-	-
ספקים	(18)	(23)	(30)
עובדים ומוסדות שכר	(41)	(109)	(53)
הוצ' לשלם	-	(5)	-
התחייבויות לז"ק	(111)	(137)	(83)
הלוואות מבנקים	(8)	-	-
הלוואות מבעלי מניות	(169)	(199)	-
משקיעים	(1,013)	(499)	-
התחייבויות לז"א	(1,190)	(698)	-
הון מניות	(1)	(1)	(1)
פרמיה על מניות	(3,165)	(3,262)	(3,691)
הפסד צבור	4,351	3,892	3,056
זכויות בעלים	1,185	629	(636)
פאסיב	(116)	(206)	(718)

אלפי דולר	FY2023 לא-מבוקר	FY2022 לא-מבוקר	FY2021 מבוקר
מזומנים	1	83	617
פקדונות לז"ק	11	14	32
לקוחות	42	56	25
חייבים שונים	30	41	17
נכסים שוטפים	84	194	691
רכוש קבוע נטו	18	15	14
בעלי מניות	15	(3)	13
נכסים בלתי שוטפים	33	12	27
אקטיב	116	206	718

גישת ההכנסה

גישת ההכנסה מבוססת על ההנחה כי ערך 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 תזרים מזומנים מהוון. ניתוח תזרים מזומנים מהוון כרוך בחיזוי תזרים 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 החלפת הנכס, בניכוי פחת כתוצאה מהתדרדרות פיזית והתיישנות תפקודית, במידה וישנן וניתנות למדידה. גישה זאת בדרך כלל מספקת את האינדיקציה האמינה ביותר לגבי ערכם של שיפורים בקרקע, בניינים למטרה מיוחדת, מבנים מיוחדים, וכדומה. מתוך שלוש הגישות להערכת שווי, הגישה מבוססת הנכסים בדרך כלל נחשבת לחלשה ביותר מבחינה קונספטואלית 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, 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.

2. הערכת שווי החברה

2.1. גישות להערכת שווי

להלן הגישות המרכזיות המקובלות להערכת שווי חברות:

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

בתוך כל קטגוריה, 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 השוק

גישת השוק מתייחסת לעסקאות בפועל בהן החברה אשר שוויה מוערך, או לעסקאות בחברות דומות אשר נסחרות בשווקים הציבוריים. עסקאות צד ג' בהן החברה, בדרך כלל מייצגות את האומדן הטוב ביותר לשווי ההוגן, אם הן נעשות בתנאי שוק. במסגרת שימוש בעסקאות בחברות דומות, ישנן שתי שיטות עיקריות. הראשונה, הידועה בדרך כלל כשיטת העסקאות המנחות, כרוכה בקביעת מכפילים לפי מכירות חברות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים והחלת המכפילים הללו על החברות הנדונות. השנייה, הידועה כשיטת החברה הציבורית המנחה, כרוכה בזיהוי ובחירת חברות ציבוריות בעלות מאפיינים פיננסיים ותפעוליים דומים לחברה אשר שוויה מוערך. לאחר זיהוי חברות ציבוריות, ניתן לגזור את המכפילים, לתאם אותם לשם השוואה, ולאחר מכן להחילם על החברה הנדונה לשם הערכת שווי הונה או הונה המושקע.

להלן עיקרי ההנחות והחישובים במודל היוון תזרים המזומנים:

הכנסות

הכנסות החברה לשנים 2024 עד 2030 נערכו עפ"י תחזיות ההנהלה ושיחות עם הנהלת החברה. במהלך השנים הקרובות החברה מתכננת שני מהלכים של שדרוג תהליך המכירות, ב- 2025 מעבר לקניית המוצר על ידי זכיינים מראש, ולאחר מכן מכירת המוצר בתצורה של white label. ההכנסות צפויות לעלות מ- 780 אלף דולר ב- 2024 ולהגיע עד לכ- 27.09 מיליון דולר בשנת 2030.

עלות המכר ורווח גולמי

בשנת 2028 החברה צופה להגיע לרווח גולמי משוער של 90.4%. לפי שיחות עם הנהלת החברה, עלות המכר בתחזית נובעת מעלות תמיכה ללקוחות אשר תבוצע על ידי החברה ומהערכת ההנהלה לגבי כמות השעות התמיכה ללקוח. בסוף שנת 2022, החברה החליטה לשנות מודל עסקי ולעבור למכירה באמצעות מפיצים במקום מכירה ישירה. לאור זאת, חלק מהתמיכה תבוצע על ידי המפיצים ובכך יצומצם גובה התמיכה שיבוצע על ידי החברה.

עלויות תפעוליות

עלויות אלה כוללות: מחקר ופיתוח, שיווק ומכירה והנהלה וכלליות (לא כולל פחת). הגידול הנומינאלי בעלויות אלה בא על מנת לענות על צרכי הגידול והצמיחה בהכנסות. החברה פועלת במבנה עלויות מצומצם. הצמיחה בהכנסות תיתן לחברה את האפשרות להעלות את מבנה העלויות שלה וכתוצאה מכך לפתח יכולות נוספות של המוצר אשר יביאו לה יתרונות נוספים בשוק שבו היא פועלת. נדבך נוסף הוא השקעה נוספת בשיווק ומכירות על מנת לפנות לקהלים ושווקים פוטנציאליים נוספים. ההנהלה מניחה כי החברה תנצל את ההכנסות הנוספות באחוזים גבוהים בשנים הראשונות ושהאחוזים הללו יפתחו כשמחזורי הפעילות יגדלו. על פי תחזית ההנהלה,

2.2. הגישה הנבחרת - DCF

בקביעת שווי החברה הסתמכנו על גישת ההכנסה, ספציפית על שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF), מכיוון שהחלק העיקרי בשווי החברה נובע מפוטנציאל עתידי אשר מגמתו התחילה ויבוא לידי ביטוי בעתיד.

גישת השוק או גישת ההשוואה אינה מתאימה מאחר ולא נמצאו חברות ציבוריות בנות השוואה לחברה וציטוטי שוק רלוונטיים להתייחס אליהם. בנוסף, גישה זו אינה בוחנת את ערך הפעילות בכללותה ולא מוגבלת לתקופת הפעלה ספציפית. לכן בחרנו בגישת ההכנסה לצורך קביעת שוויה של החברה.

גישת העלות או השווי הנכסי אינה מתאימה מאחר ולפי שיטה זו לא ניתן להעריך את הנכסים הבלתי מוחשיים בחברה, מאחר והחברה משקיעה רבות בפיתוח, לכן נכסיה הבלתי מוחשיים מהווים מרכיב מהותי בשוויה. בנוסף, גישה זו אינה משקפת את ערך העסק החי של החברה.

2.3. יישום הגישה

לצורך הערכת השווי, הנהלת החברה מסרה לנו תחזיות לגבי הכנסות והוצאות החברה בעתיד. התחזיות כוללות נתונים בדבר ההכנסות, וכן העלויות השונות הנגרמות בשל ייצור ההכנסה כגון: הוצאות מו"פ, שיווק ומכירה, והנהלה וכלליות וזאת לתקופה של 5 שנים. לאחר התחזית של ה- 5 שנים, הוספנו שנתיים נוספת לתחזית על מנת להוריד בהדרגה את קצב צמיחת ההכנסות לשיעור צמיחה לטווח ארוך. לבסוף, חישבנו את ערך השארית בהסתמך על צמיחה לטווח ארוך, ריבית אפקטיבית להיוון ותחזית המזומנים לשנה המייצגת.

- ימי לקוחות - 100 ימים בשנת 2024, 70 ימים בשנת 2025 ו-45 ימים משנת 2026 ואילך, בהתבסס על ימי הלקוחות הנגזרים של החברה לשנת 2023 ובהתבסס על הערכת הנהלת חברת תוכי.

- ימי ספקים - 15 ימים, בהתבסס על הערכת הנהלת חברת תוכי.

חוב המיר

סייף א'

בפברואר ובמרץ 2023, החברה חתמה על שני הסכמים פשוטים להון עתידי ("סייף") וקיבלה סכום של 120 אלף ש"ח.

לפי ההסכמים, יש אפשרות להמרת הסייף בתרחישים שונים. בהמרה בעת סיבוב השקעה, הסכום יומר לפי הנחה של 20% על המחיר בסיבוב. מכיוון שלא ידוע מתי ומה יהיו התנאים בסיבוב השקעה עתידי, הגדלנו את החוב ההמיר בגובה ההנחה בעת המרה, את הסכום הזה היוונו בריבית חסרת סיכון והחשבנו את הסכום הנ"ל כחלק מההלוואות של החברה.

סייף ב'

ביולי 2022, החברה חתמה על הסכם פשוט להון עתידי ("סייף") וקיבלה סכום של 500 אלף דולר.

לפי ההסכם, יש אפשרות להמרת הסייף בתרחישים שונים. לפי שיחות עם הנהלת החברה, התרחיש הסביר ביותר נכון לתאריך הערכת השווי הוא שהחברה לא תעמוד באבן הדרך המוגדר בהסכם, ובהתאם לכך הסייף יומר

הרווח התפעולי של החברה צפוי לעמוד על כ-25.7% משנת 2028 ואילך. נציין כי רווחיות זו נמוכה במעט מהרווחיות התפעולית המתאימה לענף ה-Software (System & Application)².

מיסים על ההכנסה

נכון לתאריך 31.12.2023, לחברה הפסד מועבר לצרכי מס ישראלי בסך כ-3.63 מיליון דולר. לאחר ניצול הפסדי המס המועברים, החברה צופה לשלם מס בשיעור של 23% בישראל.

פריטי תזרים המזומנים

לפי הערכת הנהלת החברה, השקעות החברה ברכוש קבוע צפויות להיות לא מהותיות לאורך תקופת התחזית. תחזיות החברה לא כללו פחת. נכון לתאריך ההערכה, לחברה מזומן שלילי בגובה 40.4 אלף דולר עקב משיכת יתר מהבנק וחוב בגובה 80.4 אלף דולר. כמו כן, לחברה חוב המיר בגובה 33 אלף דולר הזכאי להנחה של 20% בעת ההמרה וכן חוב המיר בגובה 989 אלף דולר הזכאי להנחה של 25% בעת ההמרה. הגדלנו את החוב ההמיר בגובה ההנחה להם זכאים בעלי החוב ההמיר, ואת הסכום הזה היוונו בריבית חסרת סיכון של שנה אחת (6.91%, המבוסס על נתוני תשואה על אג"ח ממשלתית לפי התפלגות המכירות הצפויה של החברה בשנת 2024), כך שסך החוב ההמיר מסתכם בסכום של 1.272 מיליון דולר נכון לתאריך ההערכה. לסיכום, החוב נטו של החברה מסתכם ל-1.393 מיליון דולר. למידע נוסף על החוב ההמיר, נא ראו את תת הסעיף הבא.

בנוסף, נערכה תחזית הון חוזר שוטף לצרכי הפעילות השוטפת בהסתמך על ההנחות הבאות:

² NYU Damodaran Online

שיעור ההיוון (WACC):

מאחר ולצורך הערכת השווי השתמשנו בתחזית ההנהלה לגבי תזרימי המזומנים החזויים, יש צורך בהיוון התזרימים וערך השארית ליום 31 בדצמבר 2023. לצורך כך, השתמשנו בשיעור היוון משוקלל לאחר מס של כ-31.70%.

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. החברה אינה ממונפת.

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:

או לפי שווי לפני הכסף של 7.5 מיליון דולר על בסיס דילול מלא או לפי הנחה של 25% על המחיר בסיבוב. לפי שיחות שניהלנו עם הנהלת החברה, ההסתברות שהחברה תגייס לפי שווי חברה לפני הכסף של מעל 10 מיליון דולר (7.5 מיליון דולר חלקי 0.75) הינו קלוש, לכן הגדלנו את החוב ההמיר בגובה ההנחה בעת המרה, את הסכום הזה היוונו בריבית חסרת סיכון והחשבנו את הסכום הנ"ל כחלק מההלוואות של החברה.

סייף ג'

בין אפריל לספטמבר 2023, החברה חתמה על הסכם פשוט להון עתידי ("סייף") וקיבלה סכום של כ-489 אלף דולר.

לפי ההסכם, יש אפשרות להמרת הסייף בתרחישים שונים. לפי שיחות עם הנהלת החברה, התרחיש הסביר ביותר נכון לתאריך הערכת השווי הוא שהסייף יומר לפי שווי לפני הכסף של 7.5 מיליון דולר על בסיס דילול מלא או לפי הנחה של 25% על המחיר בסיבוב. לפי שיחות שניהלנו עם הנהלת החברה, ההסתברות שהחברה תגייס לפי שווי חברה לפני הכסף של מעל 10 מיליון דולר (7.5 מיליון דולר חלקי 0.75) הינו קלוש, לכן הגדלנו את החוב ההמיר בגובה ההנחה בעת המרה, את הסכום הזה היוונו בריבית חסרת סיכון והחשבנו את הסכום הנ"ל כחלק מההלוואות של החברה.

ערך השארית

ערך השארית מייצג את ערך החברה החל מסוף תקופת הרווחים הנובעים משנות התחזית שנלקחו בחשבון במסגרת תזרים המזומנים המהוון, כאשר בשלב זה הכנסות החברה צפויות להתייבב. המכפיל לפי מודל גורדון הוא 3.48. חישוב זה מבוסס על שיעור היוון של 31.7% פחות שיעור צמיחה של 3%. שיעור צמיחה של 3% נקבע על בסיס ציפיות החברה ובהתחשב בציפיות השוק לגבי האינפלציה העתידית.

RF - ריבית חסרת סיכון. נלקח שיעור ריבית חסרת סיכון של 8.23% המבוסס על נתוני תשואה על אג"ח ממשלתית לפי התפלגות המכירות הצפויה 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 הכללי בארה"ב בעשר שנים האחרונות, 6.07%³.

β - הביטא של החברה מבטאת את מידת השפעת סיכון השוק של החברה הספציפית. חישובנו את הביטא של החברה על ידי שימוש בנתוני הביטא הממוצעת של חברות דומות בענף ה- Software (System & Application). בהתאם לכך הביטא נאמדה ב- 1.27⁴.

Sp - פרמיית הסיכון לגודל החברה הינה 10.73%⁵.

Scr - פרמיית סיכון ספציפי לחברה. סיכון זה מודד את אי הוודאות של התשואות הנובעות המאפיינים של התעשייה והחברה בפרט כגון: גידול בהכנסות, הסיכון הפיננסי, סיכון תפעולי, רווחיות וריכוזיות הלקוחות. בנוסף לפרמטרים שצוינו, הסיכון הספציפי של החברה לוקח בחשבון שהחברה תלויה בגיוס כספים נוסף להמשך פעילותה וכן שהחברה בתהליך של שינוי מודל עסקי למעבר למכירה דרך מפיצים. נלקחה פרמיית סיכון נוספת בשיעור של 5%.

מכיוון שהחברה אינה ממונפת, השתמשנו בשיעור היוון של עלות ההון העצמי (Ke) בשיעור של 31.7% (מעוגל).

⁵ Size Premium, CRSP Deciles Size Study. 2024 Kroll, LLC.

³ NYU Damodaran Online

⁴ NYU Damodaran Online

2.4. מסקנה: שווי חברה

בהתבסס על הניתוחים המתוארים לעיל והמידע הזמין עליו הסתמכנו בהתאם להערכות ההנהלה, נכון למועד הערכת השווי, שווי פעילות החברה להערכתנו נאמד בסכום של כ- **4.16 מיליון דולר**. לפירוט ראה נספח א' בהערכת השווי.

אלפי דולר	
5,551	שווי פעילות
(1,393)	חוב נטו
4,158	שווי חברה

שיטת תמחור אופציות

שיטת תמחור אופציות מתייחסת למניות רגילות ולמניות בכורה כאופציות call על שווי החברה, כאשר מחירי המימוש מבוססים על ההעדפה בעת אירוע נזילות הניתנת למניות בכורה. לפי שיטה זו, למניות רגילות יש ערך רק אם הכספים העומדים לחלוקה לבעלי מניות, עולים על ערך ההעדפה בעת אירוע נזילות (כגון מיזוג או מכירה), בהנחה שלחברה ישנם די כספים על מנת שההעדפה בעת אירוע נזילות תהא משמעותית וברת-גבייה עבור בעלי המניות. מניות רגילות בנויות לפי מודל של אופציית call אשר מעניקה למחזיקה את הזכות, אולם לא את החובה, לרכוש את ערך חברת הבסיס במחיר קבוע מראש או במחיר מימוש. לפי המודל, מחיר המימוש מבוסס על השוואה עם שווי החברה, ולא - כבמקרה של אופציית call "רגילה" - השוואה עם מחיר למניה. לכן, מניות רגילות נחשבות כאופציית call שצמודה לה זכות תביעה כלפי החברה במחיר מימוש השווה לערך הנותר מיד לאחר הנזלת מניות הבכורה. שיטת תמחור אופציות נוקטת בדרך כלל במודל Black & Scholes על מנת לתמחר את אופציית ה-call.

שיטת תמחור אופציות מתחשבת בתנאים השונים שבהסכמי בעלי המניות - לרבות רמת הבכירות בין ניירות הערך, מדיניות דיבידנדים, יחסי המרה והקצאות מזומן - עם הנזלת החברה. כמו כן, שיטה זו מתחשבת במרומוז בהשפעה של העדפה בעת אירוע נזילות נכון למועד נזילות עתידי, ולא נכון לתאריך ההערכה.

עם זאת, השיטה עשויה להיות מסובכת ליישום, והינה רגישה להנחות מפתח מסוימות, כגון הנחת התנודתיות (אחד מנתוני ההזנה הנדרשים לפי מודל Black & Scholes), אשר לא בהכרח ניתן לאמתן בזמן אמת או בדיעבד. כמו כן, העדר היסטוריית מסחר עבור חברות פרטיות, הופך את הסובייקטיביות

3. הערכת שווי החזקות איי ארגנטו

3.1. גישות להקצאת הערכת שווי החברה

הגישות להקצאת שווי החברה הינן:

(א) שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות

(ב) שיטת תמחור אופציות

(ג) שיטת ערך נוכחי

שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות

לפי שיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות, שווי המניות הרגילות נאמד בהתבסס על ניתוח ערכים עתידיים של החברה, מתוך הנחת תוצאות עתידיות שונות. שווי המניה מבוסס על הערך הנוכחי משוקלל-הסבירות של החזרי השקעה עתידיים חזויים, תוך התחשבות בכל אחת מהתוצאות העתידיות האפשריות העומדות בפני החברה, וכן בזכויות של כל סוג מניות. למרות שהתוצאות העתידיות הנלקחות בחשבון במסגרת מודל הערכת שווי נתון, הינן שונות ותלויות בעובדות ובנסיבות של החברה, תוצאות עתידיות שכיחות עשויות לכלול הנפקה ראשונה לציבור, מיזוג או מכירה, פירוק, או המשך פעילות כחברה פרטית חיונית.

הערכים העתידיים מוקצים לסוגי בעלי המניות השונים, בהתבסס על הזכויות המוענקות לכל סוג, בהנחה כי כל סוג של בעלי מניות ישאף למקסם את ערכו. למשל, ברמות ערך בהן בעלי מניות בכורה ימקסמו את ההחזר שלהם על ידי המרה למניות רגילות, יש להניח שתבוצע המרה. ברמות ערך בהן ההחזר ימוקסם על ידי מימוש העדפה בעת אירוע נזילות, יש להניח כי יבוצע מימוש כאמור.

"בתוך הכסף", נחשבות כאילו הומרו למניות רגילות. למניות רגילות ניתן שווי השווה לחלקן היחסי בסכום השיורי (אם בכלל) אשר נותר לאחר התחשבות בהעדפה בעת אירוע נזילות של מניות בכורה שמחוץ לכסף.

מכיוון ששיטת ערך נוכחי מתמקדת בהווה ואינה צופה פני עתיד, השימושיות שלה מוגבלת בעיקר לשני סוגים של נסיבות. הראשונה מתרחשת כאשר אירוע נזילות במתכונת של רכישה או פירוק של החברה הינו ממשי, וציפיות אודות עתיד החברה כחברה פעילה כמעט ואינן רלבנטיות. השנייה מתרחשת כאשר חברה הינה בשלב מוקדם של התפתחות כאשר (א) לא נערכה התקדמות משמעותית בתכנית העסקית של החברה, (ב) לא נוצר ערך משמעותי להון המניות הרגילות בחברה מעבר להעדפה בעת אירוע נזילות שמוענקת למניות הבכורה, ו- (ג) אין בסיס סביר להערכת הסכום והעיתוי של שווי הון המניות הרגילות כאמור מעבר להעדפה בעת אירוע נזילות אשר עשוי להיווצר בעתיד.

3.2. שיטה נבחרת להקצאת הערכת השווי - OPM

מאחר ואירוע נזילות במתכונת של מכירה או פירוק של החברה הינו מרוחק, לא עשינו שימוש בשיטת ערך נוכחי לבחירת השווי. מאחר וטווח התוצאות העתידיות האפשריות כה קשה לחיזוי, עד שתחזיות יהיו בגדר ספקולציה בלבד ובהינתן כי אין די מידע על מנת לחזות ערכים עתידיים צפויים, לא עשינו שימוש בשיטת החזר צפוי משוקלל-סבירות להערכת שווי זו. לכן, החלטנו ליישם את שיטת תמחור האופציות.

על מנת להחיל את שיטת תמחור האופציה, התחשבנו במניין המניות, זכויות המניות וסכום העדיפות בעת אירוע נזילות, כפי שמתוארים בסעיפים הבאים.

של הנחת התנודתיות למגבלה פוטנציאלית על האפקטיביות של שיטה זאת בקביעת השווי ההוגן.

שיטת תמחור אופציות, כפי שמיושמת על פי מודל Black & Scholes, מתאימה לשימוש כאשר טווח התוצאות העתידיות כה קשה לחיזוי, עד שתחזיות יהיו בגדר ספקולציה רבתי. קרי, שימוש בשיטה זו לפי מודל Black & Scholes, מתאים בדרך כלל במצבים בהם לחברה ישנן חלופות ואופציות רבות, ושווי החברה תלוי באופן בו ינווט בדרך הלא-הידועה בין ההזדמנויות והאתגרים האפשריים השונים. לכן, החלטנו ליישם שיטה זו.

שיטת ערך נוכחי

שיטת ערך נוכחי להקצאה מבוססת על קביעת שווי החברה תוך שימוש באחת או יותר משלוש שיטות הערכת השווי (מבוססת שוק, הכנסה או נכסים), ולאחר מכן הקצאת הערך לסוגים השונים של מניות בכורה בהתבסס על ההעדפה בעת אירוע נזילות המוענקת להם או יחסי ההמרה שלהם, לפי הגבוה. שיטת ערך נוכחי כרוכה בתהליך דו-שלבי, אשר מבחין בינה לבין שתי השיטות האחרות המתוארות לעיל, אשר משלבות הערכת שווי והקצאה בשלב אחד. השימוש בשיטה זו מתאים בשתי נסיבות מוגבלות בלבד.

ההנחה היסודית בשיטה זו הינה כי האופן בו כל סוג של בעלי מניות בכורה יממש את זכויותיו וישיג את ההחזר שלו, נקבע בהתבסס על שווי החברה נכון לתאריך ההערכה ולא נכון לתאריך עתידי כלשהו. בהתאם לכך, בהתבסס על שווי החברה וטיב וסכום ההעדפות השונות בעת אירוע נזילות, בעלי מניות בכורה ישתתפו בהקצאת שווי החברה כבעלי מניות בכורה או, אם המרה תספק להם תוצאות כלכליות טובות יותר, כבעלי מניות רגילות. למניות בכורה ברות המרה "מחוץ לכסף", נכון לתאריך הערכת השווי, ניתן שווי אשר לוקח בחשבון את העדפתן בעת אירוע נזילות. מניות בכורה ברות המרה

3.3. מניין המניות

סוג מניות	מספר המניות	כתבי אופציה למניות בכורה	מניות משתתפות כפי שיומרו למניות רגילות	%
רגילות	100,000		100,000	48.35%
אופציות מוקצות במחיר מימוש של 16 דולר	4,719		4,719	2.28%
אופציות מוקצות במחיר מימוש של 57.24 דולר	3,000		3,000	1.45%
בכורה פרה-סיד	22,924	2,857	25,781	12.47%
בכורה א'	52,409	19,300	71,709	34.67%
בכורה הלוואה ⁶	1,608		1,608	0.78%
סה"כ			206,817	100%

⁶ ראו פירוט בפרק 3.4.

הנחנו שמניות בכורה הלוואה ישתתפו בחלוקה הראשונה פארי פאסו עם מניות בכורה א' ושהן יהיו זכאיות לאותן תנאים בעת אירוע נזילות כמו מניות הבכורה הקיימות.

להלן סיכום תנאי ההעדפה של מניות הבכורה:

סוג מניות	מחיר הנפקה מקורי	סוג זכויות
בכורה הלוואה	60 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה א'	57.24 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות
בכורה פרה-סיד	16 דולר	מניות בכורה לא-משתתפות

3.4. זכויות בעת אירוע נזילות

נכון לתאריך ההערכה, החברה הנפיקה שני סוגים של מניות בכורה וסוג אחד של מניות רגילות. לפי תקנון החברה⁷, במקרה של אירוע נזילות, למניות הבכורה תהא עדיפות ראשונה בחלוקה, לפי סדר ההעדפה הבא: בכורה א'; בכורה פרה-סיד.

כל בעל מניות בכורה זכאי לקבל את מחיר ההנפקה המקורי.

לאחר חלוקת סך ההעדפה בעת אירוע נזילות לכל מניות הבכורה, בעלי מניות רגילות יהיו בעלי זכות תביעה לגבי 100% מהון החברה. כל בעל מניות בכורה ימיר את מניותיו למניות רגילות כאשר זה יהיה לו משתלם.

הלוואה

בדצמבר 2022, החברה חתמה על הסכם הלוואה וקיבלה סכום של 350 אלף ש"ח. לאחר מכן, בינואר 2023, החברה חתמה על תיקון להסכם ההלוואה.

לפי התיקון להסכם, יש אפשרות להמרת ההלוואה לפי מחיר של 60 דולר למניה.

בהתאם, הנחנו שההלוואה תומר ל- 1,608 מניות בכורה ("בכורה הלוואה") לפי מחיר של 60 דולר למניה.

⁷ החלק הרלוונטי מתקנון החברה מצ"ב תחת נספח ב'.

3.5. סכום העדיפות בעת אירוע נזילות

נכון לתאריך ההערכה, החברה הנפיקה מניות בכורה בערך כולל של 3.46 מיליון דולר (כולל מניות בכורה הלוואה, כמתואר בפרק 3.4).

כל בעל מניות בכורה זכאי לקבל את מחיר ההנפקה המקורי. בנוסף, ישנן 14,722 כתבי אופציה למניות בכורה א' במחיר מימוש השווה לערך נקוב ו-1,138 כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד במחיר מימוש השווה לערך נקוב. אי לכך, בעת אירוע נזילות, כתבי אופציה אלה יהיו זכאים לסכום העדפה. לכן, סכום ההעדפה בעת אירוע נזילות מסתכם ל- 4.32 מיליון דולר.

סכומי ההעדפה בעת אירוע נזילות מתוארים בטבלה להלן (אלפי דולר):

סוג מניות	מחיר הנפקה מקורי × מס. המניות
בכורה הלוואה	96
בכורה א'	3,000
כתבי אופציה למניות בכורה א' עם מחיר מימוש השווה לערך נקוב	843
בכורה פרה-סיד	367
כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד עם מחיר מימוש השווה לערך נקוב	18
סה"כ	4,324

3.6. יישום שיטת תמחור אופציה

סוגי מניות משתתפות	תיאור נקודת העצירה	טווח שווי חברה (מיליוני דולר)		
בכורה הלוואה, בכורה א', כתבי אופציה למניות בכורה א' במחיר מימוש השווה לערך נקוב	העדפה בעת אירוע נזילות עבור מניות בכורה הלוואה ומניות בכורה א'	3.94	-	0
בכורה פרה-סיד, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד במחיר מימוש השווה לערך נקוב	העדפה בעת אירוע נזילות עבור מניות בכורה פרה-סיד	4.32	-	3.94
מניות רגילות	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה פרה-סיד, בה ימירו למניות רגילות והנקודה בה מחזיקי אופציות במחיר מימוש 16 דולר יממשו	5.97	-	4.32
בכורה פרה-סיד, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד במחיר מימוש השווה לערך נקוב, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד, מניות רגילות, אופציות במחיר מימוש 16 דולר	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה א', בה ימירו למניות רגילות והנקודה בה מחזיקי אופציות במחיר מימוש 57.24 דולר יממשו	11.31	-	5.97
בכורה א', כתבי אופציה למניות בכורה א' במחיר מימוש השווה לערך נקוב, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד, מניות רגילות, אופציות במחיר מימוש 16 דולר, אופציות במחיר מימוש 57.24 דולר	חלוקה למניות המשתתפות עד לנקודת-האיזון עבור מניות בכורה הלוואה, בה ימירו למניות רגילות	11.87	-	11.31
בכורה הלוואה, בכורה א', כתבי אופציה למניות בכורה א' במחיר מימוש השווה לערך נקוב, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד, כתבי אופציה למניות בכורה פרה-סיד, מניות רגילות, אופציות במחיר מימוש 16 דולר, אופציות במחיר מימוש 57.24 דולר	חלוקה יחסית לכל בעלי המניות	∞	-	11.87

הנחות נוספות במודל

הסעיף הבא מפרט את ההנחות הספציפיות והנתונים המוזנים בהם נעשה שימוש במודל Black-Scholes, כפי שהוא נוגע להערכת השווי שלנו את כל אחת מאופציות ה-call המתוארות לעיל. כל מודלי האופציות עושים שימוש באותן הנחות לגבי (א) ערכו של נכס הבסיס, (ב) תנודתיות, (ג) שיעור ריבית חסרת סיכון, (ד) אורך חיים צפוי. עם זאת, המודלים עושים שימוש בהנחות שונות בקשר למחיר המימוש.

אורך חיים צפוי

לפי ההנחה, אירוע נזילות באמצעות הנפקה ראשונה לציבור (IPO), מיזוגים ורכישות או פירוק, סביר שיתרחש בדצמבר 2028. לכן, אנו צופים אורך חיים של חמש שנים.

שיעור ריבית חסרת סיכון

כאשר המטבע העיקרי של החברה הינו דולר ארה"ב, שיעור ריבית חסרת סיכון הינו שער התשואה הנוכחי עבור אג"ח ממשלתיות ללא קופון של ארה"ב, בעלת אותה תקופה כנתון המוזן במודל. שיעור הריבית הרלוונטי, נכון לתאריך ההערכה, הינו 3.84%⁸.

תנודתיות

מכיוון שהחברה הינה חברה פרטית לא ניתן לאמוד את התנודתיות שלה. עקב כך התחשבנו בתנודתיות של חברות השוואה במהלך חמש שנים. נקבע כי תנודתיות בשיעור של 55.30% הינה מתאימה⁹. חברות ההשוואה שנבחרו הן:

eGain Corporation, Asure Software, Inc., Information Services Group, Inc. and Unisys Corporation.

הטבלה להלן מסכמת את נתוני ההזנה בהם נעשה שימוש במודל Black-Scholes:

הנחות	נתונים	הערות
נכס הבסיס	4.16 מיליון דולר	שווי חברה
אורך החיים הצפוי	5 שנים	מספר שנים מוערך עד לאירוע נזילות
שיעור ריבית חסרת סיכון	3.84%	שיעור עבור אג"ח ארה"ב ל- 5 שנים
תנודתיות	55.30%	על סמך חברות השוואה

⁹ חישבנו את התנודתיות לכל חברה לתקופה של חמש שנים לפני מועד ההערכה; השתמשנו בתנודתיות החציונית של חברות ההשוואה.

⁸ מקור: משרד האוצר של ארה"ב.

עשינו שימוש במודל Black-Scholes לתמחור אופציות על מנת לפתור את מערך המשוואות הבא. נכס הבסיס הינו הערכת שווי החברה כאמור בסעיף 2.4. הטבלה הבאה מתארת את הנוסחאות לשם קבלת ערכן של המניות לפי החזקותיה של איי ארגנטו (בדולר ארה"ב):

שווי מניות בכורה פר-ה- סיד	% מניות בכורה פר-ה- סיד	שווי מניות בכורה א' סיד	% מניות בכורה א' סיד	שווי חברה	טווח שווי חברה (מיליוני דולר)		
-	-	1,490,795	76.16%	1,957,514	3.94	-	0
97,982	95.27%	-	-	102,846	4.32	-	3.94
-	-	-	-	359,335	5.97	-	4.32
117,163	17.57%	-	-	666,977	11.31	-	5.97
5,128	11.17%	11,724	25.54%	45,907	11.87	-	11.31
113,643	11.08%	259,811	25.34%	1,025,268	∞	-	11.87
333,916		1,762,330		4,157,847	סה"כ		

3.7. מסקנה: שווי מניות

הטבלה הבאה מסכמת את שווי סוגי המניות של החברה המוחזקות ע"י איי ארגנטו:

שווי מניות	מניות בכורה א'	מניות בכורה פרה-סייד
	\$1,762,330	\$333,916
מספר מניות	52,409	22,924
שווי למניה	\$33.63	\$14.57

3.8. מסקנה: החזקותיה של איי ארגנטו לפי השווי ההוגן

לבסוף, חישבנו את השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו, בהתבסס על מספר המניות אשר היא מחזיקה.

מספר המניות המוחזקות ע"י איי ארגנטו	מניות בכורה א'	מניות בכורה פרה-סייד
	46,064	15,858
שווי למניה	\$33.63	\$14.57
שווי החזקות איי ארגנטו	\$1,548,970	\$230,991

כמו כן, לאיי ארגנטו יש חוב המיר שניתן לחברה בגובה 600 אלף דולר הזכאי להנחה של 25% בעת ההמרה. הגדלנו את החוב ההמיר בגובה ההנחה הנ"ל, ואת הסכום הזה היוונו בריבית חסרת סיכון של שנה אחת (6.91%, המבוסס על נתוני תשואה על אג"ח ממשלתית לפי התפלגות המכירות הצפויה של החברה בשנת 2024), כך שסך השווי של החוב ההמיר של איי ארגנטו מסתכם בסכום של **748 אלף דולר** נכון לתאריך ההערכה.

בהתבסס על הצהרות ההנהלה, הנחות המודל וניתוחי הערכת השווי שבוצעו ואשר תוארו לעיל, לדעתנו השווי ההוגן של החזקות איי ארגנטו בחברה, נכון לתאריך ההערכה, נאמד באופן סביר בסכום של **כ- 2.53 מיליון דולר**.

3.9. ניתוח רגישות

ביצענו ניתוח רגישות לשווי החזקות איי ארגנטו בחברה לפרמטרים: שיעור ההיוון, שיעור צמיחה טווח ארוך, שיעור סטיית התקן.

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור ההיוון:

שיעור היוון	29.70%	30.70%	31.70%	32.70%	33.70%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$2,796,628	\$2,657,722	\$2,528,228	\$2,406,973	\$2,292,944

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור צמיחה טווח ארוך:

שיעור צמיחה טווח ארוך	1%	2%	3%	4%	5%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$2,453,278	\$2,489,613	\$2,528,228	\$2,569,360	\$2,613,279

רגישות שווי ההחזקות לפרמטר שיעור סטיית התקן:

שיעור סטיית תקן	45.30%	50.30%	55.30%	60.30%	65.30%
שווי החזקות איי ארגנטו	\$2,616,109	\$2,570,691	\$2,528,228	\$2,488,309	\$2,450,786

נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון של החברה

אלפי דולר	2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	שנה מייצגת
הכנסות	27,900	27,088	24,625	19,700	10,750	4,500	1,470	780	98
צמיחה	3.0%	10.0%	25.0%	83.3%	138.9%	206.1%	88.5%	698.8%	
עלות המכר	2,670	2,592	2,356	1,885	1,122	446	140	70	0
רווח גולמי	25,230	24,496	22,269	17,815	9,628	4,054	1,330	710	98
% רווח גולמי	90.4%	90.4%	90.4%	90.4%	89.6%	90.1%	90.5%	91.0%	100.0%
הוצאות תפעוליות									
הוצאות מחקר ופיתוח	8,148	7,910	7,191	5,753	3,875	2,023	805	702	598
הוצאות מכירה ושיווק	6,399	6,212	5,648	4,518	2,273	999	309	155	0
הוצאות הנהלה וכלליות	3,509	3,407	3,098	2,478	1,504	895	583	320	56
רווח תפעולי	7,175	6,966	6,333	5,066	1,976	137	(367)	(467)	(556)
% רווח תפעולי	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	18.4%	3.0%	-25.0%	-59.9%	-569.7%
רווח לאחר מס	5,525	5,364	4,876	4,441	1,976	137	(367)	(467)	
הון חוזר	(92)	(280)	(560)	(1,036)	(718)	(242)	(56)	(155)	
תזרים מזומנים פנוי	5,432	5,083	4,316	3,405	1,258	(105)	(423)	(622)	
מקדם היוון	0.17	0.22	0.29	0.38	0.50	0.66	0.87		
תזרים מזומנים מהוון	849	949	986	480	(53)	(280)	(542)		
סה"כ תזרים מזומנים מהוון								2,390	
ערך טרמינלי								3,161	
שווי פעילות								5,551	
חוב נטו								(1,393)	
שווי חברה								4,158	

In the event of a liquidation, winding-up or dissolution of the Company, the assets of the Company legally available for distribution to the shareholders of the Company (the “Distributable Proceeds”) shall be distributed to the shareholders in the following order of preference:

- 1) First, each Preferred A Share shall entitle its holder to a per share distribution (pari passu among themselves) in the amount which shall be the greater of: (i) the applicable Original Issue Price (adjusted for share combinations or subdivisions or other recapitalizations of the Company’s shares), plus an amount equal to declared but unpaid dividends, if any, on each Preferred A Share prior to payments to the other shareholders of the Company (the “**Preferred A Share Preference**”), or (ii) such amount as would have been payable had all Preferred A Shares been converted into Ordinary Shares immediately prior to such liquidation, winding up or dissolution, in each case, less any dividends actually disbursed to the holders prior to such distribution. In the event that the assets of the Company legally available for distribution to its shareholders shall be insufficient to pay the Preferred A Share Preference in full to the Preferred A Shareholders, all of such assets shall be distributed among the holders of the Preferred A in proportion to the full Preferred A Share Preference such holders would otherwise be entitled to receive, subject to applicable law.
- 2) Second, after, and subject to, payment in full of the Preferred A Share Preference, each Pre-Seed Share shall entitle its holder to a per share distribution (pari passu among themselves) in the amount which shall be the greater of: (i) the applicable

נספח ב': העדפה בעת אירוע נזילות מתוך תקנון החברה

Original Issue Price (adjusted for share combinations or subdivisions or other recapitalizations of the Company’s shares), plus an amount equal to declared but unpaid dividends, if any, on each Pre-Seed Share prior to payments to the other shareholders of the Company (the “**Pre-Seed Share Preference**”), or (ii) such amount as would have been payable had all Pre-Seed Shares been converted into Ordinary Shares immediately prior to such liquidation, winding up or dissolution, in each case, less any dividends actually disbursed to the holders prior to such distribution. In the event that the assets of the Company legally available for distribution to its shareholders shall be insufficient to pay the Pre-Seed Share Preference in full to the Pre-Seed Shareholders, all of such assets shall be distributed among the holders of the Pre-Seed Shares in proportion to the full Pre-Seed Share Preference such holders would otherwise be entitled to receive, subject to applicable law.

- 3) Finally, in the event that the Distributable Proceeds shall exceed the amount necessary to pay in full the Preferred A Shares Preference and the Pre-Seed Shares Preference, the remaining assets shall be distributed among the holders of the Ordinary Shares in proportion to the respective percentage holdings of all of such holders.

“**Original Issue Price**” means, with respect to each Preferred Share, the price per share paid to the Company for such Preferred Share, and accordingly (i) with respect to Pre-Seed Shares issued



pursuant to the Series Pre-Seed SPA the Original Issue Price shall be US\$16; (ii) with respect to Preferred A Shares issued pursuant to the Series Preferred A SPA the Original Issue Price shall be US\$57.24, all subject to appropriate adjustment in the event of any bonus shares, combinations or splits with respect to the applicable shares.

נספח ג': כישורי מעריך השווי

גדעון שלום בנדור, MBA

גדעון משמש כמומחה הערכת שווי מוביל מאז 2005, וביצע ופיקח על למעלה מ- 3,000 הערכות שווי.

לגדעון למעלה מ- 30 שנות ניסיון בניהול ובמו"פ, בייחוד בחברות היי-טק וביו-טק. לפני ייסוד משותף של S-Cube, גדעון היה שותף בבית ההשקעות DB, בו יזם והוביל את מחלקת השירות המקצועי (מתן מגוון של הערכות שווי וניתוחים לגבי אופציות מניות ואג"ח עבור חברות ציבוריות ופרטיות).

הקריירה רבת השנים שלו כוללת ייסוד במשותף וכהונה כמנכ"ל של חברות רבות, לרבות: I-labs, חברה למתן שירותים מקצועיים; I-impact, פיתוח תוכנה ופתרונות אנליטיים לשם הגברת האפקטיביות של שימור לקוחות ותוכניות מכירה ורכישה רוחביות; CytoView, ייצרה כלים לשם ניתוח מורכב של הדמיה מולקולארית עבור מחקר וגילוי תרופות.

גדעון שימש במשך כ- 12 שנים במגוון תפקידי ניהול באפל מחשבים, במשרדים הראשיים של החברה בקליפורניה ובישראל. לגדעון תואר BA במדעי המחשב וכלכלה מאוניברסיטת בר-אילן בישראל, ו-MBA מאוניברסיטת San Jose, במסגרת התכנית היוקרתית של אפל לתואר שני בניהול. גדעון חבר באיגוד האמריקאי למנתחי הערכות שווי מוסמכים (NACVA).

גדעון שלום בנדור

S-Cube Financial Consulting Ltd.

משרד: +972-3-5614929 (שלוחה 302)

פקס: +972-3-5422745

נייד: +972-52-8080034

דוא"ל: gidi@s-cube.co.il