

**הערכת שווי חלק מהחזקות
מרחביה אחזקות והשקעות בע"מ
בחברות הפרוטפוליו
ליום 31.12.2018**

מרץ, 2019



26 במרץ, 2019

לכבוד:

מר אלי ארד, מנכ"ל

מרחביה אחזקות והשקעות בע"מ

הנדון: הערכת שווי החזקות מרחביה בחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2018

לבקשת מרחביה אחזקות והשקעות בע"מ (להלן: "מרחביה" ו/או "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של החזקות החברה בחלק מחברות הכלולות בפרוטפוליו שלה, ליום 31.12.2018 (להלן: "מועד ההערכה"). העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS) לרבות תקן IFRS13.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

פרטי השכלתו וניסיוני של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

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

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

¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תמצית הערכת השווי
3	מתודולוגיה
4	הערכת שווי החזקות CDx
5	הערכת שווי החזקות קרדיאקסנס
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	25

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי של החזקות מרחביה בחלק מחברות הפרוטפוליו נכון ליום 31.12.2018 על בסיס עקרונות התקינה החשבונאית הבינלאומית.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בדולר ארה"ב או בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

מרחביה ו/או החברה –	מרחביה אחזקות והשקעות בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
מועד ההערכה –	31.12.2018
-CDx	Cleveland Diagnostics, Inc
קרדיאקסנס -	Cardiacsense ltd
אש"ח-	אלפי ש"ח
דולר-\$-	דולר ארה"ב

מקורות מידע

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

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

להלן מקורות המידע העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודתנו:

- ◀ דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של חלק מהחברות ושל מרחביה.
- ◀ מסמכי התאגדות של החברות המוחזקות.
- ◀ הסכמי הלוואות, הסכמי השקעה והסכמים אחרים בחברות המוחזקות.
- ◀ נתונים אודות מבנה ההון של החברות.
- ◀ הסכמי אופציות לעובדים ויועצים.
- ◀ דיווחי מרחביה לבורסה.
- ◀ תכניות עסקיות והערכות שווי אשר בוצעו לחברות על ידי צד ג', ככל שקיימות.
- ◀ נתונים פיננסיים, תחזיות וביאורים שונים.
- ◀ מאגרי מידע של IFS ; וכן
- ◀ מידע ציבורי.

נהלים שבוצעו על ידינו

הנהלים שבוצעו על ידינו כוללים, בין היתר, את הנהלים הבאים:

- ◀ שיחות עם הנהלות מרחביה וחלק מחברות הפרוטפוליו לגבי הנתונים והמידע שהועבר לנו, רקע על הפעילות, מבנה ההון, התקדמות באבני הדרך, רציונאל לביצוע עסקאות וכד'.

- ◀ ניתוח נתונים פיננסיים ובכללם בין היתר: דוחות כספיים מבוקרים, תחזיות ותכניות עסקיות.
- ◀ קריאת מסמכי ההתאגדות של החברות המוחזקות.
- ◀ קריאת הסכמים וחוזים שונים כגון: הסכמי השקעה, הסכמי הלוואות, הסכמי הקצאת אופציות וכד'.
- ◀ חיפוש וניתוח מידע בנוגע לענף שבו פועלות החברות המוחזקות, לרבות ניתוח מגמות והשוואה למתחרים במידה וקיימים נתונים לגביהם; וכן הערכת שווי הוגן של החברות המוחזקות, ככל שקיימות.

פרק 2 **תמצית הערכת השווי**

2.1 כללי

נכון לתקופת הדוח, פועלת החברה, בתחום השקעות בחברות העוסקות בתחום הביומד ומדעי החיים.

מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

2.2 ממצאים

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

בהתבסס על הניתוח שערכנו, להלן המלצתנו לגבי שווי החזקת מרחביה בחלק מחברות הפרוטפוליו ליום 31.12.2018 ולתאריכי החתך השונים (מוצג באלפי דולר):

31.12.17	30.06.18	31.12.18	
1,635	1,635	1,635	CDx
908	1,380	1,380	קרדיאקסנס
2,543	3,015	3,015	סה"כ

פרק 3

מתודולוגיה

3.1 מדרג שווי הוגן²

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

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

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

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

² IFRS13

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

3.2 גישות להערכת שווי חברות

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

להלן הגישות המקובלות לביצוע הערכת שווי החברות:

3.2.1 גישת ההשוואה (Market Approach)

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

קיימות שתי שיטות נפוצות להערכת שווי תחת גישה זו:

◀ Guideline Public Company Method – השוואה בין החברה

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

◀ Guideline Transaction Method – לפי שיטה זו מעריך השווי

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

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

3.2.2 גישת ההכנסה (Income Approach)

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

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

³ Discounted Cash Flow

⁴ Capital Asset Pricing Model

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

3.2.3 גישת השווי הנכסי (Asset Approach)

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

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

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

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

3.3 בחירת הגישה המתאימה לביצוע הערכת שווי

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

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

הפרסום מציין שישה שלבים בהתפתחות החברה, כדלקמן:

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

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

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

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

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

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

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

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

3.4 שיטות לייחוס שווי בין המניות הרגילות למניות הבכורה

3.4.1 Current-value method

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

3.4.2 Probability-weighted expected return method

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

3.4.3 Option pricing method

שיטה זו רואה במניית הבכורה והמניה הרגילה מרחביה אופציית Call על שווי החברה, כאשר "מחיר המימוש" הינו גובה הסכום ב"אירוע הנזלה"

Liquidation Preference, אותו בעלי מניות הבכורה אמורים לקבל במועד הפירוק. מודל זה מאפשר ביצוע אלוקציה של שווי החברה בין מניות רגילות לבין מניות בכורה תוך שימוש במודל מקובל לתמחור אופציות.

בהערכת שווי זו, במקרים הרלוונטיים, בחרנו להשתמש ב- Option Pricing Method.

3.5 הנחות יסוד כלליות

◀ **שווי למועדי עסקאות** - בעבודה זו בחנו את העסקאות שבוצעו במניות החברות המוחזקות בשנים הרלוונטיות. הערכת השווי של החברות בוצעה, כאמור, בשיטת Option Pricing Method, בהתבסס על שווי מניות הבכורה/רגילות למועד העסקה, תוך התחשבות באופציות והלוואות המירות במידה וקיימות.

פרק 4

הערכת שווי החזקות ב-CDx

4.1 תיאור CDx⁶

על פי הנהלת מרחביה, CDx (בפרק זה גם "החברה") הינה חברה הפועלת מקליבלנד שבמדינת אוהיו בארה"ב והיא הוקמה בשנת 2013. CDx הינה בעלת רישיון בלעדי למסחור טכנולוגיה ייחודית לבדיקות דיאגנוסטיות לסרטן. טכנולוגיה זאת פותחה בחברת Analiza, Inc, המחזיקה ברישיון בלעדי ביחס לטכנולוגיה זו, העניקה רישיון בלעדי (exclusive sublicense) ל-CDx להשתמש בטכנולוגיה לצורך דיאגנוסטיקה לסרטן על פי הסכם מיום 18.10.2013 (כפי שתוקן לאחר מכן) ("הסכם הרישיון").

על בסיס הסכם הרישיון הוקמה חברת CDx אשר מפתחת וממסחרת קו מוצרים לבדיקות דיאגנוסטיות, מיון ואבחון של סוגי סרטן שונים, המבוססות על ניתוח מבני של חלבון המשמש כסמן ביולוגי לזיהוי תאי סרטן. הטכנולוגיה מוגנת במספר פטנטים.

הפיתוח המוביל והמתקדם ביותר של CDx הוא בתחום בדיקת סריקה, מיון ואבחון של סרטן הערמונית, שאמורה להוות אמצעי בדיקה מהימן יותר מבדיקת ה-PSA.

בנוסף, CDx מפתחת מוצרים נוספים המשפרים את ביצועיהם של סמנים ביולוגיים אחרים המשמשים לזיהוי סוגי סרטן אחרים, ובכלל זה סרטן השד, סרטן הריאות וסרטן השחלות, ובדיקות דיאגנוסטיות נוירולוגיות

⁶ מקור: הנהלת מרחביה.

(אלצהיימר). מוצרים אלה נמצאים נכון למועד דו"ח זה בתהליך פיתוח התחלתי (ניסויים להוכחת יכולת - proof of concept).

במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2017 התקשרה CDx בהסכם עם Genomic Health, Inc ("גינומיק-הלת") להענקת רישיון בינלאומי בלעדי וגלובלי (בכפוף למספר חריגים) לפיתוח ולמסחור בדיקות לאבחון מוקדם של סרטן הערמונית ("הסכם המסחור").

במהלך חודש יולי 2018 נודע למרחביה כי ג'נומיק-הלת' החליטה, מסיבות שאין נוגעות להתקשרותה עם CDx, שלא לשכלל להסכם מחייב את הסכם המסחור, זאת למרות תוצאותיו החיוביות של ניסוי רב משתתפים מקיף בארה"ב.

בנוסף, היות ו-CDx עמדה בהתחייבויותיה בהתאם להסכם המסחור, הלוואה בסך של 2 מיליון דולר ארה"ב אשר השקיעה בה ג'נומיק-הלת' כהלוואה המירה למניות נמחלה, וכן קיבלה לידיה חזרה את כל זכויות השימוש בטכנולוגיה בגינה ניתן רישיון.

בהמשך לאמור לעיל, תוצאות הניסוי הרב מוקדי שנעשה במספר מרכזים בארה"ב לבדיקת IsoPSA, הראו כי בניסוי המקדים לעומת הבדיקות הקיימות כיום – שהינן בדיקות PSA ניתן היה להימנע מכ-45% מהביופסיות המיותרות, כך שלמעשה באמצעות בדיקת הדם IsoPSA ניתן להפחית באופן משמעותי את השימוש בביופסיות מיותרות ואת האפשרות לזיהוי יתר וטיפולים מיותרים בסרטן ערמונית שאינו דורש התערבות טיפולית. הניסוי,

בדיקה פרוספקטיבית של IsoPSA לאיתור סרטן הערמונית בדרגה גבוהה, נערך בהמשך למחקרים מוקדמים, אשר הוכיחו כי IsoPSA, ביו-מרקר ממוקד-מבנה, עשוי להיות אמצעי יעיל להבדיל בין דרגה גבוהה של סרטן הערמונית ($Gleason \geq 7$) ודרגה נמוכה/ שפירה של המחלה ($Gleason \leq 6$). תוצאות הניסוי מאשררות את התוצאות שהושגו בניסויים קודמים.

על פי הנהלת מרחביה, בימים אלו CDx מנהלת משאים ומתנים עם מספר גופים מובילים ברמה הגלובאלית לשם קידום הסכם מסחור בתחום אבחון סרטן הערמונית.

אסטרטגיית החברה הינה שווק בעיקר באמצעות גופים אסטרטגיים והמשך התמקדות במחקר ופיתוח.

ביחס לאסטרטגיה של CDx, בכוונת CDx להתקדם בהשגת אישור רגולטורי מטעם ה-FDA לגבי בדיקת סרטן הערמונית. לאחר שתסיים את שלב אישור הרגולציה תוכל לשווק את הבדיקות דרך כל מעבדה רפואית בארה"ב. במקביל, בכוונת CDx לקדם קבלת אישור CLIA דרך מעבדה אחת מרכזית שדרכה תשווק את הבדיקה ברחבי ארה"ב. הלקוחות הפוטנציאליים הינם פציינטים שנשלחו לביופסיה, פציינטים שנשלחים לביופסיה כל תקופה במסגרת מעקב שוטף, ואינדיקציות נוספות של סרטן הערמונית. לאחר קבלת

אישור ה-FDA, CDx תוכל למכור (ישירות או באמצעות הענקת רישיונות) ערכות IsoPSA לכל מעבדה רפואית בארה"ב.

4.2 סבבי השקעה אחרון בחברה

בחודש נובמבר 2017 בוצעה השקעה בחברה של 2 מיליון דולר כנגד הנפקת מניות בכורה מסוג B (PPS של \$1.57).

בחודש מרץ 2015 בוצעה השקעה בחברה כנגד הנפקה של מניות בכורה מסוג A (PPS של \$0.83).

במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2018 השקיעה מרחביה ב-CDx סך של 150 אלף דולר נוספים, במסגרת סבב גיוס פנימי של כ-2 מיליון דולר. ההשקעה בוצעה כהלוואה המירה למניות לפי הנמוך מבין שווי מינימאלי של 48 מיליון דולר או בדיסקאונט של 20% על סבב הגיוס הבא ב-CDx.

4.3 הערכת שווי החזקות מרחביה בחברה ליום 31.12.2017

לצורך גזירת השווי ההוגן של החזקת מרחביה התבססנו על סבב ההשקעה מחודש נובמבר 2017.

4.3.1 הון המניות

להלן הון המניות של החברה למועד הסבב וליום 31.12.2017 :

סוג הנייר	31.12.2017
מניות רגילות	10,012,326
בכורה B	1,459,271
בכורה A	2,385,244
ESOP שהוענקו (0.23ex)	1,013,000
סה"כ	14,869,841

4.3.2 זכויות בפירוק

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

- ◀ ראשית, כל בעל מניות בכורה מסוג B ו-A⁸ יהא זכאי לקבל, לפני בעלי המניות האחרים, את הסכום שהושקע על ידו בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8%. במידה וסך הסכום לחלוקה יהיה נמוך מהסכום הנדרש, כל בעל מניות בכורה מסוג B ו-A יהא זכאי לקבל את חלקו היחסי מהסכום הזמין לחלוקה.
 - ◀ במקרה שנכסי החברה הזמינים לחלוקה יעלו על הסכום הנחוץ על מנת לשלם לבעלי מניות הבכורה, יחולק הסכום שיוותר לבעלי המניות הרגילות בלבד.
 - ◀ במקרה של QIPO (המוגדר בתנאיו בתקנון), הזכויות בהנזלה יהיו שוות לזכויות המניות הרגילות ויחולקו בין כל בעלי המניות פרו-רטה.
- להלן טבלה המציגה את סך ההשקעה של כל שכבת מניות בכורה למועד

ההנזלה⁹ (מוצג באלפי- \$):

מספר מניות	תאריך	מניה ב-\$	ריבית	הנזלה	סה"כ למועד
10,012,326					מניות רגילות
1,459,271	1/11/17	1.57	825	3,115	בכורה B
2,385,244	1/3/15	0.83	1,329	3,309	בכורה A
1,013,000 (0.23ex)					ESOP שהוענקו
14,869,841				6,424	סה"כ

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

אופציה	א'	ב'	ג'	ד'	ה'	אינסוף
מניות רגילות	0%	100%	91%	75%	67%	
בכורה B	48%	0%	0%	0%	10%	
בכורה A	52%	0%	0%	18%	16%	
ESOP שהוענקו (0.23ex)	0%	0%	9%	8%	7%	
סה"כ	100%	100%	100%	100%	100%	

אופציה ג'- בעלי ה-ESOP¹⁰ ימירו במקרה בו הסך לחלוקה יעמוד על 8,944 אלפי דולר.

אופציה ד'- כאשר הסך לחלוקה הנו 21.7 מיליון דולר, בעלי בכורה A יעדיפו להמיר את מניותיהם למניות רגילות.

⁷ ראה פירוט בתקנון החברה. כולל פירוק, M&A וכד' (למעט IPO במקרים מסויימים).
⁸ אין העדפה בחלוקה בין A ל-B.

⁹ מועד הנזלה חזוי הנו כ-4 שנים.
¹⁰ ת. מימוש ממוצעת של \$0.23.

אופציה ה' - כאשר הסך לחלוקה הנו 31.7 מיליון דולר, בעלי בכורה B יעדיפו להמיר את מניותיהם למניות רגילות.

4.3.3 פרמטרים נוספים

- ◀ חישוב שווי המניה הרגילה ובכורה בוצע על-ידי יישום מודל ה- OPM בהתאם לזכויות המוקנות לכל מכשיר ומודל P.WER.
- ◀ תוספת המימוש של שכבת מניות הבכורה הינה זכויות ההנזלה העדיפות.
- ◀ אורך חיים – הינו משך הזמן המוערך עד להתרחשות אירוע הנזלה. אומדן מועד ההנזלה מתבסס על הערכות הנהלת החברה והנו כ-4-5 שנים ממועד הסבב.
- ◀ ריבית חסרת סיכון- ריבית חסרת סיכון על אג"ח של ממשלת ארה"ב בעלת מח"מ שתואם לתקופה עד למועד ההנזלה הנאמדת ליום 30.11.2017 בכ-2%¹¹.
- ◀ תנודתיות – קיים, אפוא, קושי בהצבת הנתון על סטית התקן במקרה וצפוי שעד למועד אירוע הנזילות החברה צפויה לעבור שלב התפתחות, ולכן גם סטיית התקן צריכה להשתנות תוך כדי המודל. אנו מקטינים את ההשפעה של החיסרון הנ"ל באמצעות הצבת נתוני סטיית תקן הנלקחים ממדגם של חברות הנמצאות בשלבי התפתחות שונים אך פועלות בתחום בו פועלת החברה. שיעור סטיית התקן הנו כ-12%¹².
- ◀ על פי הנהלת החברה הסבירות ל-QIPO הנה בשיעור 20-30% (למודל נלקח 25%). שיעור זה הנו מקובל בפרקטיקה לחברות דומות.

¹¹מקור: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

4.3.4 גזירת שווי החברה

תחילה חישבנו, בעזרת חתירה למטרה, את שווי החברה על בסיס השקעה במניות בכורה מסוג B בהתאם לזכויות המוקנות למניות אלו. לאחר גזירת שווי החברה¹³ אמדנו את שווי מניית בכורה A.

4.3.5 שווי החזקות מרחביה בחברה ליום 31.12.2017

על בסיס ההנחות המפורטות לעיל ולאחר גזירת שווי החברה, אמדנו את השווי ההוגן של מניית בכורה מסוג A בהתאם לזכויות המוקנות לכל בעל מניה.

להלן טבלה מרכזת את שווי החזקות מרחביה בחברה (באלפי-\$):

סוג הנייר	כמות	PPS	סה"כ
בכורה A	1,204,672	1.36	1,635
סה"כ	1,204,672		1,635

להלן ניתוח רגישות בדבר שווי החזקות מרחביה ביחס לשינוי בשיעור סטיית תקן (מוצג באלפי דולר):

¹² Drugs ,US companies ,Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
 ((Biotechnology
¹³ מפאת הסודיות אין אנו מציגים את שווי החברה.

1,603	85%
1,621	90%
1,635	95%
1,649	100%
1,668	105%

כמצויין לעיל, במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2018 השקיעה מרחביה ב- CDx סך של 150 אלף דולר נוספים, במסגרת סבב גיוס פנימי של כ-2 מיליון דולר. אנו והנהלת מרחביה סבורים שהשקעה זו, מצג בעלי המניות הקיימים, מהווה הבעת אמון ב-CDx ובמוצריה. סך זה יאפשר ל-CDx להמשיך ולפעול על בסיס תכונותיה העסקיות.

לכן, על בסיס המידע אותו קיבלנו ממרחביה ומהנהלת CDx, אנו סבורים ששווי החזקות מרחביה ב-CDx אינו נמוך מ-1,635 אלפי דולר¹⁴, שווי החזקות אשר נאמד על ידינו ליום 31.12.2017 כמפורט לעיל.

4.4 הערכת שווי החזקות מרחביה בחברה ליום 31.12.2018

על פי הנהלת מרחביה, בנוסף למתואר בסעיף 4.1 לעיל, CDx המשיכה (וממשיכה) את הניסויים הקליניים ב- ISoPSA ומציגה תוצאות מעולות, בין היתר התוצאות מראות שכאשר הביופסיה נעשית בצורה מדויקת יותר (ביופסיה בעזרת MRI) כך גם התוצאות של בדיקת ISoPSA המתקבלות הינן מדויקות יותר.

במקביל החברה נערכה וממשיכה להיערך להגשת הבקשה לאישור אל מול ה-FDA (נערכה פגישה ראשונית בחודש פברואר 2019 עם ה-FDA לצורך דיון במתווה הרגולטורי). בנוסף, CDx מנהלת מו"מ עם כמה גופים גדולים בקשר לעסקת מסחור של ה- ISoPSA, והנהלת מרחביה סבורה שעד סוף 2019 יבשילו לעסקה. CDx גם פועלת מול מעבדת קליבלנד קליניק כדי להתחיל את השיווק דרך המעבדה לרחבי ארה"ב במסלול LDT CLIA, תהליך זה צפוי לקחת כ- 6 חודשים.

¹⁴ אינו כולל הלוואה המירה בסך 150 אלפי דולר שניתנה לחברה בחציון השני של 2018.

פרק 5

הערכת שווי החזקות בקרדיאקסנס

5.1 תיאור קרדיאקסנס

על בסיס מידע שנמסר לנו מהנהלת מרחביה, קרדיאקסנס הינה חברה פרטית המאוגדת בישראל, אשר נמצאת בשלבי פיתוח של מכשיר לביש דמוי שעון בעל טכנולוגיה חדשנית לסריקה מתמשכת של הפרעות בקצב הלב בטכנולוגיה חדשנית לזיהוי מוקדם של דום לב ולמדידה של לחץ דם ללא צורך בשרוול מתנפח. למיטב ידיעת החברה, הוגשו מספר בקשות לאישור פטנטים לטכנולוגיה של קרדיאקסנס. במהלך פברואר 2019, החלה קרדיאקסנס בביצוע ניסוי קליני פרילימנארי בבית החולים איכילוב, אשר הושלם במהלך חודש מרץ 2019 והציג תוצאות חיוביות. זהו ניסוי קליני ראשון (מתוך שניים) לבחינת זיהוי פרפור עליות בתנאים אמבולטוריים. תוצאות הניסוי הראו רמת דיוק של כ-99% בזיהוי דופק ברמת הפעימה הבודדת (שהינה הבסיס לזיהוי פרפור עליות) כאשר יעד הניסוי היה להגיע לרמת דיוק של 96%.

בכוונת קרדיאקסנס לחתום על הסכמי שיתוף פעולה אסטרטגיים שבמסגרתם תשווק את הטכנולוגיה החדשנית של קרדיאקסנס באמצעות גופים בעלי תשתית שיווק ומכירות גלובאלית. להערכת החברה, הסכמים אלו יבשילו עם התקדמות הניסויים הקליניים וההליכים הרגולטוריים שמקדמת קרדיאקסנס

בשלב הראשון בכוונת קרדיאקסנס לשווק בארה"ב ובאירופה ובהמשך להתרחב לאזורים אחרים בעולם בשיתוף עם גופי שיווק רלוונטיים, מפיצים וחברות אסטרטגיות מהתחום. נכון למועד דוח זה, הפעילות נעשית מול ה-FDA לאישור בארה"ב ו-Notified Body באירופה לאישור CE. בהקשר ל-FDA, קרדיאקסנס בשלבי סיום סיכום הפרוטוקול של הניסוי הרב מרכזי עם ה-FDA לאחר סיום מוצלח של הניסוי הקליני החד מרכזי. בהקשר של CE,

קרדיאקסנס עברה בהצלחה את השלב ראשון ותעמוד למבחן של שלב שני ואחרון במהלך חודש אפריל הקרוב. יעדים ואסטרטגיה של קרדיאקסנס וצפי לשנה הקרובה:

2020	2019	סטאטוס למועד הדוח	המוצר הרפואי
קבלת אישור FDA. חברה לשותף שיווקי אסטרטגי והתחלת ייצור ומכירה של מוצר מסחרי. התחלת ניסויים רחבים בארה"ב.	השלמת ניסויים קליניים. השלמת פיתוח מוצר מסחרי – עדיין ללא ייצור. קבלת CE הגשה לאישור FDA.	ניסויים קליניים	CardiacSense1

5.2 תיאור סבבי השקעה אחרונים בחברה

על פי מידע שקיבלנו מהנהלת מרחביה, עד סוף 2017 גייסה קארדיאקסנס ממשקיעים פרטיים 1 מיליון דולר לפי שווי של 12 מיליון דולר לפני הכסף.

בסוף חודש מאי 2018 נפתח סבב גיוס חדש בקרדיאקסנס. הסבב נקבע לפי שווי חברה לפני הכסף של 20 מיליון דולר (לפי 6.139 דולר למניה).

במסגרת סבב הגיוס, אשר החל כאמור במאי 2018, השלימה קארדיאקסנס עד תום הרבעון הראשון של שנת 2019 גיוס בסך כולל של כ- 2.5 מיליון דולר, כאמור לפי שווי של 20 מיליון דולר לפני הכסף.

על בסיס סבב השקעה זה השווי ההוגן של כל מניה רגילה הנו 6.139 דולר.

5.3 הערכת שווי החזקות מרחביה בחברה

נכון למועד הערכת השווי למרחביה 224,812 מניות רגילות של החברה. בהתאם לכך השווי ההוגן של מניות מרחביה בחברה נאמד בכ-1,380 אלפי דולר.

בנוסף, בעת ההשקעה בחודש מאי 2017 קיבלה מרחביה אופציה להשקעה בחברה לתקופה של 24 חודשים. האופציה הנה הזכות להשקיע בסך של עד 500 אלף דולר בשווי הנמוך ב-10% מסבב ההשקעה שיהיה בחברה. נכון למועד כתיבת שורות אלו אין בכוונת מרחביה לממש זכות זו.

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-15 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למערכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuators and Analysts – IACVA

נספח א' - פרטים נוספים אודות מערכי השווי

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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