

הערכת שווי פטנט  
ליום 31 בדצמבר 2006

רועי פולניצר

לכבוד  
חברת בבילון בע"מ  
רח' התעשייה 10  
אור יהודה

א.ג.נ.,

### **הנדון: הערכת שווי פטנט ליום 31 בדצמבר 2006**

התבקשנו על ידי הנהלת חברת בבילון בע"מ (להלן "בבילון" ו/או "החברה"), להעריך את שווי הפטנט שלה שמספרו 6298158 (להלן "הפטנט"), על בסיס הנחות והערכות מסוימות (להלן ביחד "הערכות") הכלולות בגוף עבודתנו (להלן "עבודתנו" ו/או "הערכת השווי") ליום 31 בדצמבר 2006 (להלן "מועד עבודתנו" ו/או "מועד ההערכה") ולמטרה זו בלבד. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא, ללא אישורנו מראש ובכתב.

לצורך עבודתנו הסתמכנו על דוחות כספיים מבוקרים של החברה, דוחות תקופתיים לשנת 2006 שלה וכן על מידע ניהולי פנימי שהתקבל מהנהלת החברה. כמו כן הסתמכנו על נתונים כספיים, תחזיות תזרימי מזומנים, הערכות הנהלה ומידע אחר, אשר התקבל מהנהלת החברה.

**תחזית ההכנסות של החברה לשנים 2016-2007 נמסרה לנו כמצג על ידי החברה, המסתמכת בין היתר על מעריכי שווי אחרים. לא בחנו תחזית זו ולפיכך אין בידנו לחוות כל דעה לגביה. חוות דעתנו נועדה לאמוד את שווי הפטנט, תחת הנחת "What if", לאמור- עבודתנו נועדה להשיב על השאלה מהו שווי הפטנט, בהינתן תחזית הכנסות המונחת כמצוין לעיל.**

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת החברה באומדן שווי הכלכלי של הפטנט, על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו ולמטרה זו בלבד. צד ג' לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו מראש ובכתב. לצורך גיבוש חוות דעתנו, הונחנו והתבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת, כמוגדר בדין ובפסיקה או ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו.

שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את מסקנותינו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים אלה, אלא הערכה כלכלית המבוססת על מודלים כלכליים והערכות עתידיות כמפורט להלן ובגוף העבודה.

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. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את שווי של ההתחייבויות והנכסים השונים וריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות הפעילות בעתיד ושווי של נכסיה, נטו בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים, ככל שידוע, במועד עבודתנו.

עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד.

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 למשקיע כל שהוא. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות ובהתאם, תוצאות הערכתם והפעולות בהם הם עשויים לנקוט עשויות להיות שונות. בעבודתנו משמש המושג "שווי הוגן" ומוגדר כסכום שבו ניתן לקנות או למכור נכס (או לחילופין, ליצור או ליישב התחייבות) במועד ביצוע העסקה, בין קונה מרצון ומוכר מרצון ("At Arm's length").

לצורך הערכת שווי הפטנט נקטנו בשיטות ההערכה המתאימות לדעתנו לאופיו ובכפוף למידת ישימות השיטה. חוות דעתנו המצורפת להלן כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה להערכת השווי. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב בגוף העבודה.

עוד הרינו להצהיר כי אין לנו כל עניין אישי במניות החברה, בעלי מניותיה וצדדים קשורים לה, כמוגדר בדין ובפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם, כהגדרתם בסעיף 240 (ב) לחוק החברות, התשנ"ט – 1999.

**פרטי השכלתו של מעריך השווי: מר רועי פולניצר**

בעל תואר MBA במנהל עסקים, תואר BA מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון ועבר בהצלחה את כל הבחינות הסופיות של הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים.

**פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור**

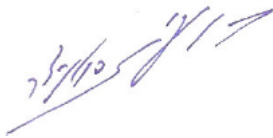
מעריך שווי פרילנסר. לשעבר ראש תחום ניהול סיכונים ושווי הוגן בחברת בחברת עגן יעוץ אקטוארי, פיננסי ועסקי בע"מ, מודליסט ראשי של וועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון, מרצה במכללה האקדמית אשקלון ובמכללה האקדמית אחווה בקורסים בניתוח דוחות כספיים ובהערכות שווי.

להלן פרטי עבודתו,

<p>להערכתו ועל בסיס חישוביו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הפטנט, נאמד ליום 31 בדצמבר 2006 בתוחלת בסך של כ- 16.0 מיליון שקלים חדשים.</p>
---

רועי פולניצר

ראשון לציון, 31 במרץ 2009



5 Nathan Branitzki St., Rishon LeZion, Israel

רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון

Phone: +972.3.965.7763

טלפון: 03.965.7763

Fax: +972.3.965.7763

פקס: 03.965.7763

Email: [polanitz2@gmail.com](mailto:polanitz2@gmail.com)

## תוכן העניינים

## עמוד

6	1. תיאור החברה
6	א. כללי
6	ב. גורמי סיכון נוספים
9	2. תיאור הפטנט
9	3. גורמי סיכון ואי ודאות
9	א. כללי
9	ב. גורמי סיכון נוספים
12	4. מתודולוגיה
12	א. כללי
12	ב. גישות להערכת שווי
14	ג. שווי הטבה בגין הפחתה מוכרת לצורך מס (TAB)
15	ד. זיהוי הנכס הבלתי מוחשי
17	5. הערכת השווי
17	א. מתודולוגיה
17	ב. שיעור ההיוון
19	ג. הנחות יסוד בהערכת השווי
20	ד. סיכום

## 1. תיאור החברה

### א. כללי

בבילון התאגדה בישראל ביולי 1997 (להלן "בבילון" ו/או "החברה"). פעילות הנהלת החברה וכן פעילות הפיתוח, השירות והשיווק מתבצעות במרכז החברה באור יהודה. בפברואר 2007 פרסמה החברה לראשונה תשקיף להנפקת ניירות ערך לציבור ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

החברה עוסקת בפיתוח ומכירה של פתרונות תרגום ופירוש מונחים בשלושה תחומי פעילות עיקריים: תחום תוכנות התרגום, תחום פורטל שירותי שפה ותחום אחזור מידע ארגוני תחת השם Babylon-Enterprise.

פעילות החברה מושפעת במישרין מהיקפי הפעילות והשימוש באינטרנט, הגדלים והופכים את הרשת לכלי משמעותי לתקשורת ולמסחר בסקטור העסקי והפרטי. כחלק מתהליך הגלובליזציה, גובר הצורך בתרגום משפה לשפה, הן למשתמשים פרטיים והן לחברות וארגונים כחלק מעבודתם.

## ב. תיאור הפעילות

החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות:

### (1) תחום תוכנות התרגום

בתחום פעילות זה, פיתחה החברה אפליקציה המאפשרת למשתמש לתרגם ולפרש מילים, מונחים וטקסט באופן מהיר. המידע הנחוץ לתרגום מבוסס על למעלה מ-1,300 מקורות מידע שונים בכ-75 שפות שונות, לרבות מילונים. שיווק התוכנה מתבצע בעיקר באמצעות אתר האינטרנט של החברה וכן באמצעות חנויות מקוונות של החברה ו/או של מפציה באינטרנט, אנשי מכירות של החברה וכן רשת מפצים ישירים הפועלים בעיקר מול המגזר העסקי. הכנסות תחום זה מהוות כ-92% מכלל הכנסות החברה.

### (2) תחום פורטל שירותי השפה

בתחום פעילות זה, מפתחת החברה פלטפורמת אינטרנט רב-לשונית (Web-2) לשירותי תרגום, שפה והגדרה, המשלבת בתוכה יכולת לפיתוח תוכן קהילתי בידי המשתמשים בתחומי המידע ומאפשרת למשתמשים לקבל תשובות לשאלות ממשתמשים אחרים וכן ליצור תכנים בנושאים לינגוויסטיים. בנוסף, יש לה אתר פלטפורמה לסחר שירותים מקוון המתמקד בשירותי תרגום, שפות ושיעורים פרטיים תוך מתן אמצעי סליקה מקוון לנותני השירות. תחום זה אינו מפותח עדיין ומצוי בשלבי העסקיים והטכנולוגיים הראשוניים. נכון לחודש ספטמבר 2006, השקיעה החברה כ-0.7 מיליוני שקלים חדשים בתחום זה, אשר נרשמו כהוצאות מחקר ופיתוח. החברה טרם רשמה הכנסות מתחום זה.

**תחום המידע הארגוני**

האפליקציות בתחום המידע הארגוני הינן תוצר לוואי של תחום תוכנת התרגום ובעיקר טכנולוגיית "התרגום בקליק" אשר פותחה בחברה, כחלק מתחום זה. אפליקציות אלה מאפשרות שליפה מהירה של "מידע בקליק" מתוך מערכות מידע ארגוניות כגון מערכות לניהול מלאים, ניהול לקוחות, ניהול חשבונות וכדומה, אשר במקרים רבים אינן מקושרות אחת לשנייה ואינן קשורות לאפליקציות שולחן העבודה כגון תוכנות דואר, מעבד תמלילים ואפליקציות אחרות. התוכנה יוצרת את הקשר בין אותן אפליקציות למערכות המידע, כך שעל ידי הקשה בודדת על העכבר, מאוחזר המידע הרלוונטי ממאגרי המידע של הארגון.

הכנסות תחום זה, מהוות כ- 8% מהכנסות החברה ותרומתו היא כ- 70% מסך ההפסד התפעולי. למועד עבודתנו, החברה בוחנת את דרכי פעולתה בתחום זה, לרבות בדרך של מכירה חלוקה או הפסקת פעילות.

## 2. תיאור הפטנט

החברה הינה הבעלים הרשום של פטנט רשום בארה"ב מספר 6298158, אשר נרשם באוקטובר 2006 בתחום ה- OCR (Optical Character Recognition) המתבסס על סריקה וזיהוי של טקסטים בפורמטים רבים של קבצים, לרבות אי-מייל, קבצי word, קבצי PDF, ועוד.

הגנת הפטנט ניתנה על טכנולוגיית ה"תרגום בקליק". בנוסף, לחברה בקשה על תנאי (למשך שנה מיום הגשתה) התלויה ועומדת (pending) לרישום פטנט בנושא טכנולוגיית חיפוש מידע באינטרנט.

הבקשה הוגשה ביום 20 במארס 2006 במסגרת מסלול בקשה אמריקאית, אך טרם הושלם התהליך להשגת אישור למעמד פטנט מלא.



**א. גורמי סיכון מרכזיים**

(1) עבודתנו בוצעה תחת הנחות מסוימות ומצגי הנהלה הנמצאים בבסיס עבודתנו, אשר לא נאמדו ולא נבדקו על ידינו. לפיכך, איננו מחוויים כל דעה בנוגע למצגים אלה, לרבות תחזית הכנסות החברה לשנים 2007-2016. בהתאמה יש לראות בחוות דעתנו ניתוח תרחישי (Scenario based Valuation) לאמור- "תחת ההנחה כי תחזית הכנסות החברה הינה X, מהו שווי הפטנט האמור?". שינוי בהנחות יסוד אלו צפוי לשנות באופן מהותי ומשמעותי את תוצאות עבודתנו.

(2) יתרת אורך חיי הפטנט נאמדה על ידינו ב- 10 שנים, נכון למועד עבודתנו, בהתאמה עם הערכות הנהלת החברה. שינוי בהנחת יסוד זו ישנה באופן מהותי את תוצאות עבודתנו.

**ב. גורמי סיכון נוספים**

הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים וגורמי סיכון מוגדרים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. נקודת המוצא לתחזיתנו הינה הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2006. גורמי הסיכון הנוספים בפעילות החברה הינם:

**(1) תחרות**

התחרות בתחום תוכנות התרגום נחלקת לתחרות ישירה ולתחרות עקיפה. התחרות הישירה פועלת בשלושה אפיקים מרכזיים: תחרות מצד חברות תוכנה המפתחות תוכנות תרגום המבוססות על מילונים בפיתוח עצמי, תחרות מצד אתרי אינטרנט המציעים שירותי תרגום ללא תמורה ותחרות מצד אתרים המציעים שירותי תרגום על ידי מומחים. התחרות העקיפה נובעת מחברות המייצרות תוכנות ומערכות הפעלה הכוללות כלי תרגום בתוך אפליקציות שונות, המשוקות למשתמשים שונים.

**(2) צמיחת שוק**

צמיחת היקפי הפעילות והשימוש באינטרנט הן בשוקים פוטנציאליים של החברה (כגון שוקי המזרח הרחוק) והן בשוקים בהם היא פעילה כיום, משליכה באופן ישיר על הביקושים למוצריה. שינוי או עצירה בקצב הצמיחה כאמור, עשוי לפגוע בעסקי החברה ולהשליך באופן מהותי על תוצאות עבודתנו.

**(3) שערי חליפין**  
לשינויים בשערי החליפין השפעה מהותית על תוצאותיה העסקיות של החברה, היות ומרבית מכירות החברה הינם לחו"ל ומאידך מרבית הוצאותיה הינן בשקלים ועיקרן בגין שכר עבודה, לפיכך קיימת לחברה חשיפה הנובעת משינויים בשערי המטבע.

**(4) טכנולוגיה**  
התחום בו פועלת החברה מאופיין בשינויים טכנולוגיים תכופים ותוצאות פעולותיה מושפעות מיכולתה לפתח מוצרים ויישומים חדשים ולבצע שינויים במוצרים קיימים בהתאם לטכנולוגיות החדשות. בנוסף, לצורך ביצוע השקעות בפיתוחים טכנולוגיים עשויה החברה להידרש להשקיע סכומים ניכרים ולהיחשף לתחרות מצד גורמים אחרים בעלי מקורות הון ניכרים משלה.

**(5) כשלים בגישה לבסיסי נתונים**  
מאגרי המידע של החברה מצויים על שרתי מחשב ורוב מכירותיה מתבצעות דרך האינטרנט. לפיכך, החברה חשופה הן לסיכון הקיים בכשלים טכניים במערכות המידע והתקשורת והן לסיכון הקיים בוירוסים ופריצות למערכת. כשלים טכניים עלולים לגרום לשיבוש נתונים, האטה במתן שירות ולשיבוש פעולתה של תוכנת התרגום. החברה מגבה את מאגרי המידע שלה ומאבטחת א השימוש בהם, אולם ייתכן ואמצעים אלו לא יתנו הגנה מלאה במקרה של שיבושים כאמור. גם וירוסים ופריצות עלולים לגרום להאטה של הנתונים או להפרעות אחרות במערכת. כניסה בלתי מורשית למידע יכולה לגרום לשיבושים, אובדן או השמדה של מידע וציוד. בכדי לספק הגנה מספקת, עלולה החברה להידרש להשקיע במערכות סכומים משמעותיים. כשלים מתמשכים כאמור, עלולים לפגוע באופן מהותי בתוצאות פעילות החברה.

**(6) סיכוני מסחר אלקטרוני**  
מרבית מכירותיה של החברה מתבצעות באמצעות אתר האינטרנט. לפיכך, קיימת חשיפה לסיכונים הכרוכים בשימוש במערכת תשלומים מקוונת כגון זיוף אמצעי תשלום, שימוש לרעה בנתונים הקשורים לאמצעי תשלום, ובעיות סליקה של חברות האשראי, העשויים להשפיע לרעה על תוצאות פעילותה.

**(7) תלות בספקי תנועה באינטרנט**  
החברה משווקת את מוצריה באמצעות ספקי תנועה באינטרנט. ספקי תנועה מפנים את הגולשים לאתר בבילון באמצעות תוצאות מנועי החיפוש שלהם. שינוי באופן מכירת

התנועה ואי עמידה בסטנדרטים הממצבים את החברה במקום גבוה, עלולים לצמצם את מספר הכניסות לאתר ולירידה במכירות תוכנת התרגום.

#### **קניין רוחני (8)**

החברה הינה הבעלים הרשום של פטנט בארה"ב, הגנת הפטנט ניתנה על טכנולוגיית "תרגום בקליק". החברה הגישה בארה"ב בקשה על תנאי (למשך שנה מיום הגשתה) לרישום פטנט נוסף בנושא טכנולוגיית חיפוש ידע באינטרנט. אורך חיי הפטנטים בארה"ב הינו 20 שנה מיום ההגשה. במידה ותהליך רישום הפטנט הנוסף בארה"ב לא יושלם, הטכנולוגיה האמורה לא תזכה להגנה קניינית, דבר אשר עשוי להגביר את התחרות בתחום פעילותה.

לחברה יש סימני מסחר רשומים על שמה: Babylon – סימן רשום בארה"ב ובמדינות באיחוד האירופי, Babylon@ a click סימן רשום ביפן, Babylon S.C.T במספר מדינות באירופה, "click information" בארה"ב ובקשת תלויה לגבי סימן מסחר Babylon בברזיל.

חוקי הקניין הרוחני והתנאים הקבועים ברישיונות השימוש בתוכנה מקנים הגנה מסוימת לחברה. יחד עם זאת, מניעת שימוש לא מורשה בתוכנה הינו תהליך מורכב הן מבחינה משפטית והן מבחינה טכנולוגית, הכרוך בעלויות רבות, במיוחד במדינות בהן קיימת הגנה חוקית רופפת על זכויות הקניין ומדיניות אכיפה "רכה".

#### **התקשרויות עם צדדים קשורים (9)**

בעבודתנו הנחנו, על בסיס הערכתנו והערכות ההנהלה, כי מערכת מחירי ההעברה בחברה עם צדדים קשורים, ככל שיש, משקפת מחירי שוק.

א. כללי

הערכת השווי ההוגן של נכסים בלתי מוחשיים, מבוססים בעיקרם על כללים והנחיות שנקבעו על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 38 – Intangible Assets הון בנכסים בלתי מוחשיים. כמו כן, נעזרנו ב- AICPA Practice Aid, אשר פורסם בנושא.

מדידת שווי מקצועית הינה תהליך הנוגע לאמידת ההכנסות וההוצאות העתידיות על פני ציר הזמן והבנת המשמעויות הכלכליות של היישומים המסחריים הצפויים מהנכס המוערך. הערכת השווי מנסה לשקלל, ככל שניתן, גם את השפעתם האפשרית של גורמים אקסוגניים ואנדוגניים כאחד לחברה, על תוחלות תזרימי המזומנים מהנכס המוערך, הן באמצעות עריכת תחזית תזרימי מזומנים והן באמצעות שיעור ההיוון המשקף, בין היתר, את מידת אי הוודאות הגלומה בתחזיות. בהערכת השווי לפטנט התחשבנו גם בתוכניות ההנהלה.

תהליך זה כולל את זיהוי הנכס הבלתי מוחשי במועד ההערכה והערכת שווי ההוגן. בהתאמה, יש לקבוע את אורך חיי הנכס הבלתי מוחשי האמור. בעבודתנו פעלנו תחת הנחת "Market Participant" הנדרשת בתקינה. קרי, הערכנו את ה"שווי ההוגן" על בסיס שיקולים שהיו ננקטים להערכתנו על ידי רוכשים פוטנציאליים אחרים, הפעילים בשוק בו פועלת החברה, ולא על בסיס שיקולים המיוחדים לרוכש בלבד ("Specific buyer considerations"). כאמור, הנחתנו זו עקבית עם הנחיות התקנים וגילויי הדעת השונים העוסקים בנושא.

ב. גישות להערכת שווי

ככלל, קיימות מספר רב של שיטות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. שיטות ההערכה השונות מבוססות על אחת משלוש הגישות הכלכליות הגנריות הבאות:

1) גישת ההכנסות

גישה זו נפוצה מאד ונחשבת כמבוססת ביותר, הן מבחינה כלכלית – תיאורטית והן מבחינה מימונית - פרקטית. גישה זו מנתחת ומודדת את התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מהנכס המוערך. זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטות הבאות, הנגזרות מהגישה הכלכלית האמורה:

(א)

**"פטור מתמלוגים" ("Relief from Royalty")**

על פי שיטה זו מוערך שוויו של נכס בלתי מוחשי, על פי היוון תשלומי "התמלוגים הראויים", שהיה בעל הנכס נדרש לשלם לצורך השימוש בנכס לולא היה בבעלותו. שיטה זו משמשת בעיקר להערכת שווים של נכסים בלתי מוחשיים הרשומים באופן משפטי על שם החברה כגון: מותגים, סימני מסחר, שמות אתרי אינטרנט, מאגרי מידע, פטנטים וכיוב'.

בהקשר זה, ראוי לצטט מפסק הדין הידוע "Ciba - Geigy Corp v. Commissioner" של בית המשפט האמריקאי למיסים אשר קבע:

*" A standard widely recognized in the licensing literature is that the licensor and the licensee share the net profit in ratio of 25 percent and 75 percent, respectively." <sup>1</sup>*

שיעור זה או קירובים לו, נשקלו על ידנו, כבדיקת סבירות לשיעורי התמלוגים הראויים לנכסים שונים, בהתחשב בין היתר בשיעורים המקובלים (בהינתן הימצאותן של עסקאות Benchmark מתאימות) ולאחר שקילת פרמטרים נוספים, לרבות מידת תלות החברה בנכס המוערך, פונקציית הרווחיות בחברה, מידת תמהיל פיזור הסיכון בין בעלי הזכויות הרעיוניות השונות ומידת תרומת הנכס המוערך לפעילות החברה ולרווחיותה (ביחד להלן "משתני ההחלטה").

(ב)

**"היוון הרווחים העודפים" ("Excess Earnings")**

על פי שיטה זו מוערך שווי הנכס הבלתי מוחשי לפי היוון "הרווחים העודפים" העתידיים המיוחסים לנכס. "רווחים עודפים" מוגדרים כהפרש שבין הרווחים התפעוליים הצפויים מהנכס נשוא ההערכה ובין התשואה ההוגנת על השווי ההוגן של הנכסים התורמים ומשתתפי בפעילות המוערכת ("Contributory Assets"). נכסים תורמים אלה כוללים הן נכסים מוחשיים, כגון הון חוזר ורכוש קבוע והן נכסים בלתי מוחשיים כגון מותגים, הסכמים, חוזים והון אנושי מיומן. שיטה זו משמשת לרוב להערכת שווים של נכסים בלתי מוחשיים מהותיים בעלי זיקה הדוקה לפעילות החברה.

---

<sup>1</sup> 85 TC 172 (Aug 1,1985), acg. 1987-2 CB 1.

## 2) גישת השוק

גישה זו אומדת את שווי של הנכס הבלתי מוחשי, נשוא ההערכה, ביחס לנכס בלתי מוחשי "דומה" במאפייניו וביישומיו, על בסיס ניתוח עסקות דומות ככל שניתן בין "קונה מרצון" ו- "מוכר מרצון", בתחומים קרובים ככל שניתן לנכס המוערך. אין הכוונה בהכרח לנכס דומה מבחינה טכנולוגית או שיווקית, כי אם לנכס אשר האפליקציות המסחריות האפשריות הנגזרות ממנו דומות או פונות לשווקים דומים. לעיתים, גם לאחר מחקר מקיף, מידע כזה חסר או אינו מדויק דיו. כתוצאה מכך גישה זו אינה ישימה לעיתים קרובות ועשויה לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית בלבד לתוצאות ההערכה בשיטות אחרות. הנחתי, על פי מצגי החברה, כי תנאי הסחר שלה ומאפייני פעילותה, הן בארץ והן בחו"ל, משקפים תנאי שוק מקובלים.

## 3) גישת העלות

גישה זו מודדת את שווי של הנכס הבלתי מוחשי על בסיס עלות ייצורו או על בסיס "עלויות השחלוף" שלו עד למועד ההערכה. בגישה זו מודדים את עלויות פיתוח הנכס הבלתי מוחשי, תוך התייחסות לעלויות אותן הייתה מוציאה "חברה נורמטיבית" בפיתוח האמור, לו התחילה מבראשית. גישה זו מבוססת על עקרון כלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא ישלם על נכס יותר מהעלות (לרוב - ההיפותטית) הכרוכה בפיתוח עצמי על ידו, של נכס דומה אשר יספק תועלות כלכליות דומות. עקרון זה לא חל לרוב על נכס בלתי מוחשי ייחודי המוגן משפטית מפני העתקה, כגון פטנט או זכויות יוצרים (אם כי יש לשים לב לגבולות הטריטוריאליים של ההגנה האמורה), או בגין מצב בו "זמן ההגעה לשוק", לאמור ה-TTM של המוצר (ה-Time To Market) הנדרש קצר, או זמני הפיתוח של הנכס הבלתי מוחשי התחליפי הינם ארוכים, או כאשר אי הודאות בהצלחת הפיתוח העצמי גבוהה באופן חריג מהמקובל.

גישה זו אינה מכמתת לרוב את השפעתם של משתנים אקסוגניים חיצוניים לנכס הבלתי מוחשי (הקיימים בהווה או אפשריים בעתיד) כגון שינוי בטעמי הציבור או התפתחות מוצלחת של מוצר מתחרה, העלולים להשפיע בצורה משמעותית על שווי של הנכס המוערך. גישה זו גם אינה מביאה בחשבון באופן מלא את אי הודאות המובנית בבסיס תהליכי פיתוח או יצירה חדשניים, הנגרמת מהסיכון לכישלון הפיתוח או מאי-יכולת לעמוד במטרות העסקיות, אשר לשמן פותח או נוצר הנכס הבלתי מוחשי, או את אי הודאות הנובעת מהקושי לאמוד באופן מהימן את היתרונות הכלכליים העשויים לנבוע למחזיק הנכס כתוצאה מיישום מסחרי מוצלח.

מקובל להשתמש בגישה זו בדרך כלל להערכת שווי כוח האדם המיומן של חברה. נכס זה מהווה על פי הכללים החשבונאיים חלק מהמוניטין, אולם אינו מוצג בנפרד. כמו כן, כאשר

לא קיימת זמינות נתונים, מקובל להשתמש בשיטה זו על מנת לקבל אומדן לשווי טכנולוגיה בוסרית.

#### ג. שווי הטבה בגין הפחתה מוכרת לצורך מס (TAB)

שווי ההוגן של נכס בלתי מוחשי, שהינו בר פחת לצורך מס, צפוי לכלול את שווי הטבת המס הגלומה ברכישתו. התקנים החשבונאיים מחייבים את הכללתו של רכיב זה, גם בעסקת רכישת נכס בלתי מוחשי המבוצעת בדרך של רכישת מניות, אשר אינה מאפשרת בפועל את הפחתת הנכסים לצורך מס. על כן, לשווי הנכס הבלתי מוחשי בר הפחת לצורך מס, המתקבל בגישת ההכנסות או בגישת העלות, יש להוסיף את שווי הטבת המס המהוונת. אין להוסיף רכיב זה לאמידת שווי הנערכת על פי גישת השוק, היות ומונח כי הוא מגולם בשווי השוק של הנכסים הדומים, מהם נגזר שווי הנכס הבלתי מוחשי נשוא ההערכה.

חישוב שיעור הטבת המס המהוונת מתוך סך הכל שווי הנכס הבלתי המוחשי מחושב כדלקמן

$$\% \text{TAB} = 1/L * \text{PVFA}(k\%, L) * T$$

כאשר:

L – תקופת ההפחתה (בשנים)

PVFA – הערך הנוכחי של אנונה בת שקל חדש אחד, לתקופת של L שנים, בריבית שנתית של k%.

T – שיעור מס החברות החל על החברה.

#### ד. זיהוי הנכס הבלתי מוחשי

על פי גילויי הדעת הרלוונטיים, קיימים שני מבחנים להכרה בנכס בלתי מוחשי בנפרד ממוניטין-מבחן הזיהוי המשפטי, המופעל כאשר מקורו של הנכס הינו בזכויות משפטיות או חוזיות כגון הסכמים וחוזים, מותגים וסימני מסחר רשומים, פטנטים רשומים, זכויות יוצרים וכיוב' וכן מבחן הפרדה- אשר יש להפעילו באם הנכס הבלתי מוחשי, נשוא הבדיקה, אינו עומד בקריטריון מבחן הזיהוי המשפטי לעיל.

במקרה בו עומד הנכס במבחנים אלה, יש להכיר בו כנכס בלתי מוחשי נפרד. הכרה זו תתקיים אף אם הנכס ניתן להפרדה היפותטית בלבד, כגון על ידי מכירתו, העברתו, החלפתו, השכרתו, מתן רישיון לשימוש בו וכיוב'. זאת ועוד, יש להפרידו גם אם לא ניתן לקיים הפרדה באמצעים אלה לעיל, אלא באמצעות "הצמדתו" לחוזה, נכס או התחייבות קיימת ובכך להפכו לבר הפרדה.

כך לדוגמא, יש לבחון את הפרדתם של קשרי לקוחות לא חוזיים, רשימת לקוחות ומנויים, מאגרי נתונים, צבר הזמנות, טכנולוגיה שאינה מעוגנת בפטנט וכיוב'. לעומת זאת, על פי גילויי הדעת,

כוח עבודה מיומן יחשב כחלק בלתי נפרד מהמוניטין, אף אם הוא בר הפרדה. בתהליך זיהוי הנכס הבלתי מוחשי אשר יש להכיר בנפרד מהמוניטין, בחנו בין היתר נכסים כאמור. כמו כן קיימנו שיחות ובירורים עם הנהלת החברה בקשר לתוכניותיה הקיימות להמשך השימוש בפטנט.



## 5. הערכת השווי

### א. השיטה הנבחרת

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי פטנטים הינה שיטת ה"פטור מתמולוגים" אשר הינה וריאנט של גישת ההכנסות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים. תחת שיטת "הפטור מתמולוגים" שוויו של הפטנט מוערך כערך הנוכחי של התמלוגים (התיאורטיים) הכלכליים הראויים (מנוכחים ממס) אשר החברה הייתה נדרשת לשלם לגוף שלישי עבור השימוש בו במצב שהיא אינה הבעלים שלו. באופן רגיל התמלוגים עבור שימוש בנכס כדוגמת פטנט משולמים מתוך הכנסות החברה בכל שנה וכך עשינו בהערכתנו.

לצורך הערכת השווי בנינו תחזית להכנסות החברה אשר נובעות מהפטנט הקיים (ללא השקעה בו) ועל כן הנחנו הפחתה שנתית בגובה ההכנסות השנתיות. את התמלוגים שישולמו חישבנו על פי שיעור תמלוגים מקובל בנכסים דומים. הוצאות תמלוגים (נטו) אלו הונו לערך נוכחי בשיעור היוון המשקף הן מחיר ההון המשוקלל של כלל פעילות החברה (WACC).

### ב. שיעור ההיוון

בעבודתנו ולשם הערכת שיעור התשואה הראוי לפטנט, בדקנו את שיעור מחיר ההון המשוקלל בעבודתנו (WACC - Weighted Average Cost of Capital). מחיר ההון המשוקלל של החברה המשמש בחישובנו, הינו ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה אשר נקבע כדלקמן:

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

כאשר:

E - הינו שווי ההון העצמי, אשר נקבע באופן איטרטיבי בחישובנו.

D - הינו שווי החוב, אשר הונח כמשקף בקירוב את עלותו הפנקסנית בספרי החברה.

$K_e$  - הינו שיעור התשואה על ההון העצמי, כפי שנקבע להלן (14.65%).

$K_d$  - הינו מחיר החוב הנורמטיבי לחברה, אשר נאמד על ידנו בכ- 6.5%, על בסיס ניתוח תוספת הסיכון של החברה מעל ריבית חסרת סיכון, אשר נאמדה על ידינו כמרווח בשיעור של כ- 3.5%.

T - הינו שיעור המס הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על החברה (25%).

חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

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

כאשר :

$R_f$  - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון בשוק. כאומדן לשיעור זה בחנו את שיעור התשואה לפדיון של אגרות חוב של מדינת ישראל מסוג גליל (סדרה מספר 5904) אשר משך החיים הממוצע (מח"מ) שלהן עמד על כ- 13 שנים, הנושאת תשואה לפדיון של כ- 3%. בחישובינו השתמשנו בשיעור זה כריבית ריאלית חסרת סיכון בישראל. שיעור תשואה דומה נאמד על ידנו גם בבחינת שיעורי תשואה לפדיון של אגרות חוב דומות, בעלות מח"מ ארוך יותר.

$(R_m - R_f)$  - הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק. לצורך אמידת שיעור זה אמדנו את הפער השנתי הממוצע בין התשואה הריאלית השנתית של מדד המניות הכללי בבורסה בתל אביב לבין הריבית חסרת הסיכון בשוק, כמוגדר לעיל. רכיב זה נאמד על ידנו בכ- 6.5%<sup>2</sup>.

$\beta_f$  - ה"ביתא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואת המניה ביחס לתנודות לתנודות בתשואת תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביתא על פי רגרסיות מול תשואת תיק השוק (בחשוב שבועי) כמשתנה מסביר, ביחס לשערי המניה בשנתיים שקדמו למועד עבודתנו.

על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי  $\beta_f$  – מקדם הסיכון השיטתי (ה-Covariance), נוטה להיות גבוה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה. על כן, על מנת לאמוד את ה-  $\beta_f$  המסוים (Implied leverage Beta) באמצעות השוואה לחברות אחרות הפועלות בתחומים דומים, אשר הינן בעלות מינוף פיננסי שונה, יש לתקן כל אחת מה-  $\beta_f$  של חברות המדגם לביתא התפעולית המשתמעת מנתוניה של כל חברת מדגם ( $\beta_u$  - Implied un leverage beta).

נכון למועד הערכת השווי מניית החברה איננה נסחרת. לפיכך, אמדנו את ה-  $\beta_f$  (Implied  $\beta$ ) באמצעות השוואה לחברות אחרות הפועלות בתחומים דומים, בעלות מינוף פיננסי שונה, תקננו כל אחת מה-  $\beta_f$  של חברות המדגם לביתא התפעולית ( $\beta_u$ ). על בסיס חישובינו אשר נערכו על שערי החברות (בדגימה שבועית) בשנתיים האחרונות, ביחס למדד ה- S&P 500, עולה כי ה-  $\beta_f$  המחושבות של חברות המדגם, נעות בטווח של 0.34-1.95, בעוד שה-  $\beta_u$  המחושבות של חברות המדגם, נעות בטווח של 0.34-1.95. לפיכך, ה-  $\beta_f$  Implied של החברה, המשמשת לחישובנו בקביעת התשואה הנדרשת על ההון העצמי של החברה, נאמדה בכ- 1.33.

2 מלומדים שונים קבעו טווח של פרמיית הסיכון הנדרשת בישראל בטווח שבין 5% (י. לפידות) ועד 6.7% (ועדת המומחים לצורך קביעת פיצויים עקב יסום חוק תוכנית התנתקות תשס"ה 2005). כמצוין במאמרם של ה"ה ד"ר דן אלנתן ופרופ' יורם עדן בביטאון רואה החשבון, כרך נ"ה (456) מדצמבר 2006.

$R_s$  - הינו שיעור תשואה נוסף, המיוחס למניית החברה ומשקף סיכון ספציפי, לרבות פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות ו/או נזילות (להלן "פרמיית נזילות"). נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל פרמיית סיכון נוספת בגין השקעה בחברות קטנות, המבטאת את אי הסחירות ו/או הנזילות של השקעתם. בהתאמה, פרמיית הנזילות הנדרשת בארה"ב הינה בטווח של 3.3% - 9.15%<sup>3</sup> את פרמיית אי הסחירות של החברה, המשמשת לחישובנו בקביעת התשואה הנדרשת על ההון העצמי של החברה, נאמדה בכ- 3%.

<p><b>לפיכך, אמדנו את שיעור התשואה על ההון העצמי בכ- 14.65% ואת ה-WACC אמדנו בכ- 14.18%.</b></p>
--

### ג. הנחות יסוד בהערכת השווי

בעבודתנו, פעלנו על פי ההנחות הבאות:

#### 1) יתרת אורך חיי הנכס

אורך החיים של הפטנטים הרשומים בארה"ב הינו 20 שנים מיום הגשתם הבקשה. לפיכך, הנחנו בעבודתנו, בדומה להערכות ההנהלה, כי יתרת אורך החיים של הפטנט נאמדת בכ- 10 שנים, נכון למועד ההערכה.

#### 2) הכנסות החברה

במסגרת עבודתנו, תחת מתודת "What if", הונח כי תחזית ההכנסות החברה לשנים 2007-2016 נכון למועד ההערכה, הינה בהתאם למצגי החברה, המסתמכת בין היתר על חוות דעתם של מעריכי שווי אחרים. כאמור, לא בחנו תחזית זו, אשר הינה מצג אקסוגני לעבודתנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה לגביה.

#### 3) שיעור ההכנסות המיוחסות לפטנט

בעבודתנו הנחנו כי סך ההכנסות המיוחסות לפטנט הינו בשיעור של כ- 92% מסך ההכנסות הכוללות של החברה. שיעור זה נקבע על פי חלקן של סך ההכנסות מתוכנת התרגום המיוחסות לפטנט מסך כלל הכנסות החברה.

#### 4) שיעור התמלוגים הראוי

על בסיס בדיקותינו, עולה כי שיעור התמלוגים הראוי נע בטווח של 3%-1%. על פי אומדננו לאחר שקילת משתני ההחלטה הרלוונטיים האמורים (ראה לעיל), שיעור התמלוגים מסך הכנסות החברה נאמד בכ- 2%.

## 5) מסים

לחברה מעמד של "מפעל מאושר" על פי חוק עידוד השקעות הון- התשי"ט, 1959, אשר לפיו זכאית החברה, בין היתר לשיעורי מס מופחתים של 25% והכל בהתאם לכתב אישור ההטבות. הוצאות המס חושבו בהתאם לכך.

## 6) שיעור ההיוון

כאמור לעיל, מחישובנו עולה כי  $\beta_1$  – מקדם הסיכון השיטתי, המשמש לחישובנו בקביעת התשואה הנדרשת על ההון העצמי של החברה, הסתכם בכ- 1.33. בהנחה כי היחס הנורמטיבי ארוך הטווח של חוב פיננסי לשווי הון עצמי נאמד בכ- 5% ושיעור מס סטטוטורי של 25%, נאמדה התשואה על ההון העצמי בכ- 14.65% ושיעור ה- WACC נאמד בכ- 14.18%.

## 7) הטבת המס

הטבת המס הוונה בשיעור 14.18%, תקופת הפחתה: 10 שנים ומס חברות 25%.

## ד. סיכום

להלן תמצית הערכת השווי:

2016E	2015E	2014E	2013E	2012E	2011E	2010E	2009E	2008E	2007E	
(מיליוני שקלים חדשים)										
15.8	27.5	123.4	591.4	685.0	223.3	118.4	88.6	67.4	49.7	סך כלל הכנסות החברה
92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	השיעור מסך ההכנסות הכוללות המיוחס לפטנט
14.5	25.3	113.6	544.1	630.2	205.4	108.9	81.5	62.0	45.7	סך ההכנסות המיוחסות לפטנט
2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	שיעור התמלוגים הראוי
0.3	0.5	2.3	10.9	12.6	4.1	2.2	1.6	1.2	0.9	חסכון בתשלום תמלוגים לצד ג' על הפטנט
-0.1	-0.1	-0.6	-2.7	-3.2	-1.0	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	מיסים
0.2	0.4	1.7	8.2	9.5	3.1	1.6	1.2	0.9	0.7	חסכון בתשלום תמלוגים לאחר מס
9.5	8.5	7.5	6.5	5.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	אופק ההיוון
0.28	0.32	0.37	0.42	0.48	0.55	0.63	0.72	0.82	0.94	גורם ההיוון
0.1	0.1	0.6	3.4	4.6	1.7	1.0	0.9	0.8	0.6	תזרים מזומנים צפוי מפטנט מהוון
									13.8	סך תזרים צפוי מפטנט מהוון
									2.2	הטבת מס מהוונת*
									16.0	שווי הפטנט ליום 31 בדצמבר 2006

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הפטנט, נאמד ליום 31 בדצמבר 2006 בתוחלת בסך של כ- 16.0 מיליון שקלים חדשים.

###