

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

### תאריך המפגש: 4 באפריל 2019

#### נושא המפגש: מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?

**משתתפים:** אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גל עמית (עמית חלפון), אולגה אלקסייב (EY), אסתר גלעוז, גיקי אהרון (MVP), גדעון שלום בנדור (S-CUBE), יבגני אוסטרובסקי (הרשות לניירות ערך), יולי פרלמן (הפניקס), כפיר קלדרון (S-CUBE), מיכה ארד (Deloitte), עמנואל אבנר, ערן שחם (KPMG), שלומי וינר (הרשות לניירות ערך), נטע ורדי (בנק ישראל), יזהר קנה (פאהן קנה), שלומי ברטוב (פאהן קנה), עידו צנג (IDC), עדי זלצמן (שיבולת), ואדים פורטנוי, איתי קדמי (בנק ישראל), ניב פגוט (איילון), אסף סגל (CBI), יעל אנדורן.

**אורחים שנכחו בדיון:** אביחי אביעד (הרשות לניירות ערך), אלי דניאל (הרשות לניירות ערך), אסף שירי (גיזה), גולן ביטון (יו ניבו), חגי הילמן (BOL), יובל לנדשפט (משרד הבריאות), עופר שפוטהיים (CANN10), פיני צרויה (בטר), רון סמון (תפן), רוני לם (נובה), שמואל מלכה (ברק יבול הארץ), נתנאל מלכה (ברק יבול הארץ), רפי ליפא, ליאור שילה (IBI), נתן גרשוני (דיפלומט), נדב זיו (אוריון חיתום), עדי זלצמן (שיבולת).

**צוות מקצועי:** גל אקריש, עדי פליישר, סתיו אבישר

### שלומי שוב

ברוכים הבאים לכולם וגם לאוכלוסייה הנוספת שהצטרפה אלינו לפורום - נציגי תעשיית הקנאביס, הרגולטור, אז קודם כל ברוכים הבאים לבינתחומי. אנחנו עוסקים היום בנושא של הקנאביס, אנחנו פורום שווי הוגן אז נתחיל מסקירה כללית אבל נדבר בעיקר על מה שמעניין אותנו כפורום שווי הוגן

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לפי השם שלו. התזמון של הדיון גם ממש בחודש שאמורה להיכנס רפורמה מאוד משמעותית, אני חושבת שהמילה רפורמה היא מילה עדינה לעומת מה שהולך להיות - זו מהפיכה, למעשה בניה מחדש של התשתית הרגולטורית של כל המבנה של התעשייה הזו פה בארץ. אנחנו גם כמה ימים לפני בחירות שגם בבחירות נושא הקנאביס, לא רק בשוק ההון, תופס הרבה כותרות - כולם מאוד חיוביים בנושא הזה.

צריך להתחיל אולי בזה שאנחנו אמנם מדינה קטנה אבל הנושא של הקנאביס ובמיוחד נושא הרגולציה של הקנאביס הרפואי הוא מפותח בישראל. הרגולציה התחילה כבר בשנת 2008 בפילוט בו שלוש חברות שאחת מהן - קנדוק - נרכשה לאחרונה על ידי אינטרקור. אנחנו מדברים עד היום בקנאביס הרפואי על מעל 40,000 רישיונות למטופלים שניתנו, יש רגולטור של קנאביס - יובל שעומד בראש היק"ר - היחידה לקנאביס רפואי. בגדול עד עכשיו התעשייה והרגולציה היו פרימיטיביים - היה קשר ישיר בין המגדל לבין המטופל - היה מחיר קבוע של 370 שקלים חודשיים לא משנה מה המרשם ומה הכמות.

מבחינת הערכת שווי - ברגע שכמות המטופלים ידועה ואת המחיר, צד ההכנסות וכך גם צד ההוצאות הוא וודאי, אבל ברור לכם שזה לא מסביר את הערכים שאנחנו נדרשים להסביר כאן היום. הרפורמה - ותכף נשמע את יובל - גם מחזקת ומרימה את הרף של התקינה, גם מגדירה בפעם הראשונה את הווריאציות השונות של המוצר, גם יוצרת שרשרת ערך אשר הינה מאוד רלוונטית להערכות שווי - החל משלב המגדל ועד לשלב בית המרקחת - לכל אחד יהיה מרכז רווח משלו, והדבר הכי משמעותי הוא למעשה הפתיחה לתחרות - כלומר תהיה תחרות בין מותגים שונים, כבר לא יהיה מחיר שנקבע על ידי הממשלה.

עולות שאלות מעניינות של מה יהיה ביום שאחרי. הנקודה המרכזית מבחינתנו כפורום שווי הוגן זה באמת הנושא של השוויים - אי אפשר להתעלם מהחשש שמדובר בבעיה מסוימת - אנחנו נתקלים בכל מיני הערכות שווי שלא בדיוק מצליחים להבין את הבסיס שלהם. יש מאפיינים של פריחה מטורפת של השוויים בשוק ההון. אנחנו רואים למשל את אינטרקור שהזכרנו אותה ששווה היום בבורסה יותר מ-1.2 מיליארד שקל, ולא נראה לי שיש מודל DCF שמסוגל להסביר את זה, כנראה שאין. השאלה הראשונה שאנחנו נרצה להתמודד איתה היא באמת עד כמה אנחנו מדברים פה על מודל עסקי בר קיימא טווח ארוך שחי לא רק את הספקולציה אלא חי באמת את המהות והוא כאן כדי להישאר. עולה השאלה איך באמת אפשר לבסס הערכות שווי לחברות כאלו. ראינו מספר הערכות שווי כאלו שהתפרסמו, בדרך כלל במסגרת מתאר - בתהליך של כניסה לבורסה, מה שאנחנו מכנים "רכישה

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

במהופך" ולא במסגרת IPO רגיל. גם אם מתכונת הגילוי דומה, הרי שבתהליך שאינו IPO התהליך מטיבו שונה כיוון שלא מתבצעת בפועל רכישת מניות. אנחנו רואים בהערכות השווי שהתפרסמו מאפיינים של חוסר וודאות, שיעורי היוון גבוהים, אבל אני חושב שהשאלות המרכזיות הן מה יהיה ביום שאחרי - מה יהיה נתח השוק, מה יהיה הביקוש, והשאלה עד כמה באמת אפשר לחזות את הדברים האלו. עולות שאלות גם בנושא שרשרת הערך, איך הרווח יתחלק בין כל הפונקציונרים כאן - למעשה סביר להניח שעל פני זמן כל מקטע יהפוך להתמחות, ולכאורה המגדל עצמו הוא סוג של חקלאי ועולה שאלה האם צריך לתמחר אותו מעבר למצב של חקלאות רגילה - חקלאות עם רף כניסה של רגולציה, ועד לחברות מו"פ. העולם של מחקר ופיתוח פה הוא באמת עולם מעניין, אבל זו התמחות אחרת לגמרי. קיימת גם טענה שאומרת שהשווי של החברות היום בכלל לא משקף את תזרים המזומנים שהן מפיקות אלא ספקולציה על מחיר שירכשו אותן כי בטווח הארוך מה שיקרה זה שחברות תרופות והמזון ישתלטו על העסקים האלו. יכול להיות שמה שיקרה זה שהחברות הגדולות, המותגים הבינלאומיים הגדולים ישתלטו על הפיתוח והמו"פ ולמעשה מה שישאר הוא העסק החקלאי לחברות הקנאביס - ואז באמת עולה השאלה עד כמה יש יתרון לישראל בעסק הזה, והאם אין מדינות אחרות עם תנאי אקלים שבהן שכר העבודה יהיה קצת יותר זול מאשר בישראל. תוסיפו לכל זה גם את נושא הייצוא, אנחנו יודעים שאושר פה בארץ אבל גם בנושא זה יש המון אי וודאות - זה שיהיה אפשר לייצא לא אומר שמדינות אחרות יתירו ייבוא. אנחנו יודעים שבקנדה וארצות הברית זה לא אפשרי, אז מדברים על ייצוא לאירופה. הכל פה תלוי בהחלטות של ממשלות ורגולטורים במדינות אחרות שזה גם מתווסף למרכיב אי-הוודאות.

בנוסף צריך לבחון עד כמה תהיה עמידה בתקנים של רגולציה של כל מדינה, ואת כל הנושא של שוקי ההון שהם מאוד מעניינים, הרי פדרלית בארצות הברית זה אסור, למעשה חברה שעוסקת בקנאביס אינה יכולה להיסחר בבורסה הראשית בארצות הברית, ולכן עולה שאלה של מסחר בין מדינות - באיזה בורסה אותה חברה נסחרת. יש כאן ארביטראז' משקיעים מעניין. אני אוסיף גם את הזווית החשבונאית - אני לא יודע אם כרגע זו הזווית העיקרית אבל אנחנו בכל זאת תכנית לחשבונאות. IAS 41 הוא תקן החשבונאות הבינלאומי שעוסק בנכסים ביולוגיים - נכסים שהם חי וצומח. בסיס המדידה שלהם, שלא נתנו לו יותר מדי תשומת לב כי עד עכשיו היו כמה חברות בודדות בבורסה שעוסקות בנושא של פרדסים, הוא בסיס מדידה של שווי הוגן.

**גל עמית**

למה זה, שלומי?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אתה צודק, שאלה לא ברורה. יש ב-IAS 41 כל מיני נימוקים לרבות, נושא של חוסר יכולת מדידת העלויות שהוא ברוב המקרים לרבות במקרה של הקנאביס לא רלוונטי כי ניתן לאמוד את העלויות. להגיד לך את האמת, קראתי אותם כמה פעמים ולא יותר מדי השתכנעתי. הרוב המוחלט של החברות שסחירות היום בבורסה, אין להן עדיין נתונים בדוחות הכספיים, והן עדיין לא מייצרות. אבל נניח חברה כמו קנדוק מודדת את המלאי שלה לפי שווי הוגן, מה שמקשה על ניתוח הרווחיות שלה. אגב מהדוחות הכספיים שלה לאחר ביצוע נטרול עולה כי שיעור הרווח התפעולי הוא בסביבות 25%. כמו כן עולה שאלה מעניינת בהקשר של מדידת שווי הוגן שכן עד עכשיו השווי ההוגן נקבע באמת בתקרה אחידה ואז היה צריך רק לעשות אומדנים כדי להקטין את העלויות של הייצור, אבל עכשיו שהשוק נפתח לתחרות יש צורך להעריך את מחיר המכירה. אני לא יודע כמה החשבונאות פה עכשיו משמעותית כי יחסית החלק של החשבונאות מסביר מעט מאוד מתוך השווי, אבל היא גם יכולה ליצור פה בלבול בקרב משקיעים כי המדידה היא לפי שווי הוגן אז החברות רושמות את הרווח עוד לפני שהן מכרו וכשמסתכלים על פרמטרים של רווחיות גולמית ותפעולית זה יכול לבלבל, אז זה לא מוסיף לבהירות של התחום שגם ככה מאוד לא ברורה.

החשש באמת הוא שהמילה קנאביס מקפיצה את המחירים בשוק לאו דווקא כשיש משהו ממשי. אנחנו יודעים שרשות ניירות ערך פרסמה לפני מספר חודשים הודעה למשקיעים, הודעה לא שגרתיית, מעין אזהרה שבאה ואומרת שימו לב לחברות הקנאביס, יושבים פה נציגי רשות לניירות ערך, אלי יציג לנו בהמשך את החשיבה שלהם ואני מניח שהם יעשו עוד מהלכים משמעותיים ולא שגרתיים בנושא הזה. תוסיפו לכל זה שאנחנו רואים שהגופים המוסדיים לא נכנסים כרגע להשקעה בתחום הזה - שזה אומר שהם עדיין לא רואים מודל עסקי ממשי ואת הממשל התאגידי, והמחירים שאנחנו רואים מושפעים במידה רבה מספקולנטיים.

עוד סממן שיכול להדאיג זה השימוש בכל מיני בעלי תפקידים יידועי שם - בימים האחרונים אהוד אולמרט הצטרף לחברת קנאביס. מבחינתי, כשחברות משתמשות בכל מיני שמות זה סימן מדאיג. אנחנו נתחיל בלשמוע את הרגולציה של הענף, את ההבנה של הענף, נציג גם את הבעיות שהוא רואה כמעריך שווי. המטרה של הדיון הזה הוא להבין קודם כל את הבסיס אבל לעסוק כפורום שווי הוגן בנושא של השווי והשאלה המרכזית שעומדת פה מאחורי הקלעים היא האם אנחנו באמת נמצאים פה בבועה. כפורום שווי הוגן אנחנו לא נכנסים לעולמות הכבדים של ערכים בהקשר של הלגליזציה, שימוש בקנאביס לצורכי פנאי ולא לצרכים רפואיים. עולות שאלות האם מדינה שיש בה צבא חובה

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יכולה לאפשר דבר כזה ומאיזה גיל, ואנחנו לא ניכנס לשאלות אלו בדיון שלנו היום. אגב, המודל העסקי של החברות שאנו מדברים עליהם נוגע רק לקנאביס הרפואי ואולי לגליזציה דווקא פוגעת בהן.

### אמיר ברנע

אני בוחן את מניות חברות הקנאביס מאספקט הערכות שווי - מעריך שווי מחפש מודל מתאים להערכת מניות אלה. המחשבה הראשונה שלי הייתה, אינני בטוח שהיא נכונה, להתייחס להערכות שווי של חברות של תרופות גנריות בתור בסיס התחלתי להערכת מניות חברות קנאביס. מדוע, כי קודם כל אין להן פטנט מוגן החברות מתחרות אחת עם השנייה, ללא הגנת פטנט שמאפיין חברות תרופות. שנית המוצר קשור לרפואה לרגולציה רפואית וליכולת הפצה של מוצר רפואי. מצד שני אולי אין זה בסיס מתאים. האלמנט הרפואי יכול להיות זמני ואולי לא אפקטיבי, כאשר קיים תרחיש שהמוצר יהיה מוצר כפוף לפנאי בלי קשר לרפואה. להלן מספר שאלות הקשורות להערכת שווי: למשל, האם המוצר הוא מוצר מותגי או מוצר סטנדרטי? האם למותג יש משמעות שיווקית. אם המוצר סטנדרטי ולא מותגי מדוע יש פער גדול בין חברות שונות מבחינת פרמטרים של שווי? מה ההבדל בין החברות? האם יש יתרון לשליטה על כל שרשרת האספקה או לקשר עם חברה רפואית להפצה האם השווי ניתן להסבר? שלומי רמז שקשה להסביר את שווי החברות. אני רוצה להזכיר לכם שגם את שווי חברות טכנולוגיה אחרות היה קשה מאוד להסביר בתקופה הראשונה שבה הן נוסדו לא יכולנו להסביר את המושג של פלטפורמה ומה המשמעות שלה מבחינת העתיד, והיום יש כבר הסברים לכך. אני מקווה שבאמת הדיון היום יוביל לתשובות, ובאמת התשובות האלו הן תנאי להשקעה מוסדית בענף הזה. ההשקעה המוסדית מחייבת גיבוי של ועדות השקעה, כלומר דוקומנטציה שמסבירה שווי, וגם הודעת הרשות כמובן רלוונטית פה, שמזהירה אותנו מלהיכנס להשקעה בחברות בקנאביס בלי איזושהי דוקומנטציה מסודרת שמאשרת את השווי.

### יובל לנדשפט

קיימות תשובות לרוב הדברים ששאלתם, אינני יודע לעשות הערכות שווי, אבל אנחנו יודעים לספק את הנתונים לרוב השאלות ששאלתם - כולל הפדרל, כי גם איתם אנחנו בקשרים - רק העניין הוא שלא שואלים אותנו אז אנחנו לא מספרים, אנחנו רגולטור. המצב הרגולטורי של הקנאביס במדינה מקדים את מה שקורה באמריקה ובעולם בהרבה. בתפיסתי, רגולטור הוא לא "בירוקרטור" הוא "פועלטרור" - הוא צריך לרוץ כל היום לסלול את הדרך בפני השוק הפרטי כדי שהשוק הפרטי ירוץ כמה שיותר מהר עם דרכים פתוחות, ואם יש בור עלינו לתקן אותו, ואם הסיבוב חד מדי אנחנו צריכים

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לתקן ולפתוח את הדרכים. התחלנו את היק"ר ב-2013, אחרי המטופל הראשון לאט לאט נוצרו עוד מטופלים ונוצרו עוד מגדלים, בסופו של דבר נוצרו שמונה מגדלים ותשעה ספקים.

שתי ההחלטות הראשונות של ממשלת ישראל מדברות על ניתוק הקשר בין מגדל לבין למטופל. המגדל בזמנו עשה הכל: גידל ובדק את עצמו, ארז ובדק את עצמו, ייעץ למטופלים ותמיד בדק את עצמו בעייני עצמו הוא תמיד הוא היה מצוין, אבל לא באמת כך. בגלל זה היה צורך לעשות אסדרה, הממשלה אמרה להקים ועדה ונקבע שיש צורך להקים יק"ר. הרפורמה נקראת רפורמת ליצמן - בראשון לאפריל נכנסה לתוקפה הרפורמה של גלעד ארדן בתחום של אי-הפללה של קנאביס - אנחנו מדברים על רפורמה אחרת אשר תתקיים גם היא במהלך חודש אפריל.

ממשלת ישראל יותר מפעם אחת קבעה לנתק את הקשר בין מגדל לבין מטופל. קבענו שרשרת ערך מסוימת והרפורמה יוצאת לפועל ממש בסוף אפריל. נוצרה שרשרת ערך מאוד מסודרת - יש מספר חברות שיכולות לספר לכם על ההבדל הרגולטורי בין חלקי השרשרת. השרשרת מתחלקת ל- GAP, Good Agriculture Practice, חוות שמייצרות את חומרי הגלם בלבד, מפעלים שמייצרים את מוצרי הקנאביס ברמה של Medical Grade, שרשרת הפצה ולאחר מכן בתי מרקחת. גולת הכותרת היא ה-GCP - Good Clinical Procedures - "הספר הירוק" - ואפשר לפטנט את זה וישראל הולכת להוביל את התחום בעולם עד שיהיה מישהו אחר.

איך מודדים קנאביס? בקנאביס אין חומר פעיל אחד, אנחנו מכירים 144 חומרים פעילים, ואנחנו בישראל מבינים כבר את היחסים בין תשעה חומרים פעילים ואף אחד אחר בעולם לא מכיר עוד את המנגנונים האלו. מה עושים כשרוצים לייצר משהו שהרופאים יוכלו ללכת לעבוד לפיו? מייצרים להם סולם - כי מדיקליזציה זה דרך רופאים.

בחלק מהנהלים שייצרנו, ייצרנו גם נוהלי מחקר - אין נוהל למחקר בעולם, ולכן אי אפשר לחקור כי כל נושא הקנאביס הוא schedule one והוא כפוף לאמנות בינלאומיות. הבנו את זה כבר בהתחלה, ייצרנו שרשרת של נהלים וכיום יש בישראל ארבעה מרכזי מחקר: טכניון, האוניברסיטה העברית, מכון וולקני ובאר שבע. נוצר פער של ידע ישראלי גדול מאוד, לקחנו את מה שלמדנו על אפקט האנטוראז' הזה וייצרנו סולם, קראנו לו EP - Estimate Potency. מוצרי הקנאביס שיצאו אל הרפורמה יסומנו ב-EP. במפעל, בבדיקות האיכות האחרונות תערכנה הבדיקות לחומרים הפעילים בקנאביס, הבדיקות יישלחו לתוכנה שלנו - אנחנו מדברים פה על Agro-Medical הייטק ויקבלו את ה-EP. ה-EP הוא סולם שמאפשר לרופא לדעת לאיזו התווייה לפי הספר הירוק להשתמש, באיזה מסלול - ומהם הצעדים שעל הרופא לקחת. מדובר בשפה חדשה. אם יש בעולם סולם של מיליגרמים לבדוק תרופות רגילות, אז בקנאביס יש את סולם ה-EP. עד כה הכשרנו בישראל 159 רופאים.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשמדינות בעולם שמעו את זה, הן הראו עניין. יחסים בין מדינות מתחילים מדרג של פקיד זוטר, עולות לדרג גבוה יותר של שר, אבל אם כבר יש את החיבור אז זה בדרג של ראשי מדינות או ראשי ממשלה. בישראל היו כבר למעלה משמונה ראשי מדינות שרוצים מדיקליזציה כי הם מבינים שבקנאביס יש משהו, אבל הם לא רוצים להתיר שימוש חופשי בקנאביס. הגיעו מדינות לארץ ואמרו שהן רוצות לאמץ את השיטה שפיתחנו ושנלמד את הרופאים שלהם. שאלו בנוסף איפה ניתן לקנות מוצרים של EP, ואמרנו להם שפה בישראל - ורוב המדינות מעדיפות לקנות קנאביס בחוץ ולא לייצר בעצמן.

אנחנו חושבים שיש פה הזדמנות גדולה מאוד לתעשייה הישראלית לעשות משהו. אנחנו מאוד משוכנעים כיק"ר שקיימת תעשייה ישראלית שיכולה לתת וללמד הרבה מאוד תעשיות בעולם. היו פה נציגים דיפלומטיים ממדינות אחרות, חלקם בידיים פתוחות לחבק וללמוד וחלקם כדי לנסות ליישם את זה אצלם. בארצות הברית יש בעיה - יש מדינות שיש בהן לגליזציה, יש מדינות שמותר בהן השימוש בקנאביס רפואי, אבל הרופאים לא בודקים יותר מדי ורק נותנים למטופלים כרטיס רישיון כדי שיוכל לקנות את הקנאביס. נוצרה בעיה בין המשטר הפדרלי למדינת, והמדיקליזציה שפיתחנו בארץ נראית להם כמו הזדמנות - כמו הדרך לחבק את הרופאים הרציניים שרוצים לסייע למטופלים ולתת להם דרך לספק מרשם שניתן יהיה לקנות בבית המרקחת. התחלנו דיבור עם ה-FDA, אנחנו נהיה בארצות הברית בעת הקרובה. אם יהיה שריף כמו ה-FDA שיכיר בסולם ה-EP כמתודה קלינית מוכרת, אז אני מניח שיהיו עוד מדינות שתצטרפנה.

### גל עמית

אתה רואה את ה-FDA מאמץ את הסולם של ישראל, זו ההערכה שלך?

### יובל לנדשפט

זה לא רק ה-FDA זה כמה סוכנויות בארצות הברית שאנחנו בקשר איתן. האם הם יאמצו או לא, אני לא יודע, זו החלטה שלהם. אנחנו באים עם כוונה ברורה, והם מתעניינים.

### אמיר ברנע

מה לגבי חברות תרופות בארץ שייכנסו לענף הזה?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יובל לנדשפט

אני חושב שאמרתי את זה פעם לחגי - חגי חקלאי, הבעלים של BOL, והוא חקלאי, הוא לא איש עסקים. מתישהו הוא אמר לי שנורא קשה לו. אמרתי לו שיחזיק מעמד כי אני חושב שיש עוד פרוספריטי קדימה, והיום המכפילים והשוויים שונים לגמרי ואני חושב שהם עוד יתפתחו.

### אמיר ברנע

אבל אני שואל האם אתם בעד חברות תרופות בארץ שייקחו את כל שרשרת הייצור כמוצר שלהן?

### יובל לנדשפט

אנחנו בעד כניסה של כל גוף רציני, גם משקיעים כאלו או אחרים. כל מי שעובר את הבדיקות בחוק, כשר להשקיע.

### רקפת שני

על מה הפטנטים שיש לכם?

### גולן ביטון

כאשר אני נכנסתי לתחום הזה לפני שלוש שנים - יובל ענה בדיוק על השאלה של למה אנחנו בשוויים הקיימים, בדיוק בגלל ההתקדמות שלנו פה בישראל. ראיתי בדיוק את מה שיוכל אמר והבנתי לאן אנחנו יכולים להוביל בסיפור הזה. נכון בגידולים אנחנו יכולים לעשות את זה - אנחנו לקחנו את זה בחברה לצעד אחד קדימה - לפטנטים, כדי להגן על עצמנו. רשמנו פטנטים על פורמולציות. הגשנו את זה לרשות לפטנטים בישראל, שהתאריך הקובע בישראל הוא התאריך שיקבע לכל העולם, וקיבלנו שבוע שעבר אישור על ארבעה פטנטים.

### אמיר ברנע

זה ייצור מותג? מה המשמעות של זה?



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גולן ביטון

כל חברת ביו כזו או אחרת שפיתחה מותג שפיתחה פטנט למערכת הדם - היא עדיין לא מותג אבל רשמו פטנט כרגע שפותח דלת לחולים שלא יכלו בעבר לקבל את התרופה הזו. עכשיו צריך לעשות scale-up, לאחר מכן פיתוח ואחרי זה ניתן יהיה לשווק את זה לכל העולם.

### גל עמית

אם במקטע של הייצור?

### גולן ביטון

יש לנו כרגע קודים ראשוניים בלבד לחווה, מפעל בבנייה, אנחנו חברה ציבורית, תוכלו לקרוא בדוחות הכספיים שלנו.

### שלומי שוב

אני רוצה לשאול את יובל לגבי הרפורמה, כמה גופים עומדים בתקן של הרפורמה החדשה?

### יובל לנדשפט

בתקן של הרפורמה החדשה עומדות שבע חברות גידול - אני מדבר על בעלי רישיונות לעיסוק על פי הרפורמה החדשה, כי רישיונות העיסוק הישנים פגו. בישראל יש כיום 46,000 מטופלים ברישיון. בעלי רישיונות גידול יש שבעה מתוך אותם שמונה שהיו, יש בנוסף ארבעה שאישרנו להם את השלב הראשון כדי להשלים את הדיוק של הנהלים, ואנחנו מניחים שבמסגרת החצי שנה הקרובה אם הכל יהיה בסדר אז יהיו עוד ארבעה מגדלים. קיימים עוד 560 בעלי אישורים ראשוניים לחוות שקיבלו אישור ראשוני. מפעלים לייצור מוצרים אשר מאושרים ברמה של GMP יש את BOL, פנאקסיה, מדימור אשר שייכת לטבע ובזלת. ובתי מרקחת יש כ-80, ואנחנו מכניסים עכשיו עוד 40, כי ממש אחרי פסח זה הולך לקרות. בדלת נמצאים עוד כחמישה מפעלים, 320 חברות ויזמים שעושים מחקרים וכמו שאמרתי יש ארבעה מרכזי מחקר ברישיון.

### שלומי שוב

מה לדעתך יקרה למחיר בעקבות הרפורמה?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יובל לנדשפט

בדקנו את זה ויש נתונים מדויקים. היו שתי ידיעות של פייק ניוז, אחת היא שהזנים מבוטלים. שום זן לא מבוטל, כל הקווים הגנטיים הידועים בישראל יכולים להיכנס לטבלת המוצרים. השנייה היא לגבי התייקרות המחיר. ל-97 אחוז מהמטופלים המחיר יוזל או יישאר אותו הדבר לפי ציפיותינו, הרי זה שוק פתוח וככל שיש תחרות המחיר יורד. ל-82% מהמטופלים המחיר יוזל, למה? כי 10 גרם של קנאביס נמכר בבתי המרקחת בסביבות 110 שקלים, זה המחיר הממוצע. הכמות הממוצעת למטופל היא 33.4 גרם, נניח 33, אז זה 330 שקלים למטופל - והמשלוח הביתה הוא חינם, ולכן זה נמוך בהרבה מ-470 שקלים (370 שקלים המחיר כיום ו-100 שקלים משלוח). ל-15% המחיר או שלא ישתנה או שיתייקר בשקלים בודדים.

### שלומי שוב

יש לכם הערכה לגבי נתח הרווח של כל אחד מהפונקציונרים משרשרת הערך?

### יובל לנדשפט

כן, יש לנו הערכות, אבל תשאלו את חגי יש לו את הנתונים האמיתיים.

### שלומי שוב

יבגני, איך אתה רואה את הדברים מנקודת המבט של הרשות לניירות ערך?

### יבגני אוסטרובסקי

מבחינת הערכות שווי רק חשוב לציין, רוב הערכות השווי או כל הערכות השווי בתחום הזה לא משמשות לצורכי דוחות כספיים אלא לצורכי עסקאות של הכנסת פעילות, וככאלה החשיבות היותר גדולה מבחינת הרשות לניירות ערך היא שהערכות השווי יהיו שקופות. עוד הערה: קראתי בינתיים את המצגת הנלווית שהייתה בחומר הרקע, וחשוב לציין שלרשות ניירות ערך הייתה מעורבות ברוב המקרים המוזכרים בה אם לא בכולם. בפרט, הרשות דרשה להוסיף פירוטים וניתוחים משמעותיים ולציין מפורשות שזה לבקשת הסגל. בנוסף, אני חושב שיש פה גם כמה נתונים שהם לפני התיקונים של הרשות. טווח שיעורי ההיוון הרחב למשל שמצוין במצגת הוא לא מדויק כי באחד מהמקרים היה שינוי משמעותי (העלאה) של שיעור ההיוון בעקבות התערבות של הרשות בהערכות שווי שחרגה ממתחם הסבירות כך שהטווח הוא יותר מצומצם משמעותית. מעבר לכך, גם ישנה שונות בתחומי

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הפעילות וכן בתקופות, והייתה ירידה מסוימת בסיכון לאור ההתפתחויות הרגולטוריות אז צריך להביא בחשבון באיזה תחום פועלת החברה, באיזו נקודה ניתנה הערכת השווי לאורך הרפורמה, וזה קצת יצמצם את הממצאים שמופיעים לדעתי בסקירה.

אבל, החשיבות היותר גדולה מבחינתנו היא קודם כל לשקיפות – כלומר, מה הנחות המפתח, איך ההנחות האלו משפיעות, וברוב הערכות השווי ביקשנו מהחברות להוסיף, מעבר לתיקונים שהיו (והיו כאלה), גם התייחסויות מפורטות יותר למה לנתח השוק שיהיה, מה המחירים שהן הניחו ואיך המחירים משפיעים על השוויים, וגם שאלות כמו מה ההסתברויות שהניחו לייצוא או לא ייצוא, גודל שוק. עניינים אלה גם הוזכרו במסגרת הנייר שהוצאנו למשקיעים. חשוב לי לציין שחלק גדול מאוד מהערכות השווי מניחות שהשוק הפנימי בישראל ייצמח בשיעורים גדולים, והן בונות את זה בכל מיני שיטות כמו למשל חדירת השימוש במוצרים בקנדה. אבל, למעשה אם תסתכלו על נתונים שהוספו בבקשתנו במספר מקרים יש גם ניתוח ביחס לשאלה איך נתח השוק בהערכת השווי היה משתנה או מה הוא היה מגלם אם השוק לא היה צומח כמו שהניחו בהערכת השווי במקור. אתם תראו שבתרחיש כזה יש הערכות שווי שמניחים בהן נתחי שוק גם של 30% בהנחת אי צמיחה.

לנו, קודם כל החשיבות העיקרית היא שלמשקיעים יהיה את כל הכלים כדי לקבל את החלטות ההשקעה בעצמם, וגם יש את ההודעה שהוצאנו שהוזכרה.

אם אני מסתכל בראייה חשבונאית, אין מונח כזה "בועה" במסגרת ה-IFRS. למשל, ב-IFRS 13 אין את המילה בועה. כלומר, לפי התפיסה החשבונאית אם השוק המשוכלל והנזיל בארץ או בחו"ל חושב משהו; ואילו אתה לא מצליח להגיע לשווי הזה באמצעות מודל מושכל כזה או אחר, אז השוק כביכול צודק ואתה כביכול טועה. כך גם הדוחות הכספיים - אם יש מחיר מצוטט בשוק פעיל לעומת DCF, מוזר ככל שיהיה, שלא מצליח להגיע לשוק אז "השוק צודק", שוב בראייה לפחות חשבונאית צריך להביא בחשבון את טעמי השוק, שזה פחות רלוונטי כרגע לדוחות הכספיים אבל זו התפיסה החשבונאית.

**שלומי שוב**

עד כמה לדעתך הערכות השווי האלו מבוססות ומשקיעים יכולים להסתמך עליהן?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יבגני אוסטרובסקי

כפי שאמרת התפקיד שלנו הוא קודם כל לא להיות מי שמקבל החלטות השקעה במקום המשקיעים בשוק, אלא לאפשר למשקיעים לקבל החלטות מושכלות בעצמם. אנחנו לא מחליטים אם חברה היא טובה או רעה אלא האם היא שקופה. אני מזכיר שמדובר בהערכות שווי שהן לא לצורכי דוחות. מעבר לכך, התחום כפוף לחוסר וודאות משמעותי בבסיסו, כמה שלא נעשה מאמץ עדיין יהיה חוסר וודאות, את זה צריך להבין. זאת אומרת, גם אם מעריך השווי באמת יעשה את כל המאמצים תהיה פה חוסר וודאות בהערכות השווי. כרשות בלא מעט מקרים עשינו שינויים די משמעותיים ברמות הגילוי בדוחות ובהערכות השווי, ובמקרים אחרים אף התערבנו בהנחות, כדי לשקף את הפרמטרים, ולגרום לחברות ולמעריכי השווי לבסס את ההנחות בהסברים נוספים. כמובן, שבסופו של דבר השוק יקבע את המחיר בשים לב לסיכונים ולהנחות.

### אלי דניאל

בואו רק נחדד - כרגע אף חברה, שנגדיר אותה עם זיקה לקנאביס כי לא לכולן יש קנאביס, לא עשתה IPO. כל החברות הנסחרות אלו חברות שיצקו פעילויות לשלדים בורסאיים או לחברות מעטפת בהגדרה. היו גם חברות שפרסמו תשקיפים לציבור במובן של גיוס הון מהציבור, אבל, המספרים הם מאוד מאוד קטנים – כמה מיליונים בודדים. זה שאינטרקויר הגיעה לשווי של 1.2 מיליארד שקל, זה נובע באמת גם מהקצאות פרטיות שהם עשו, הייתה הקצאה לבעל שליטה ומשקיעים נוספים, אבל לא היה שם כסף שגייסו מהציבור בהנפקה. עכשיו, דבר נוסף שכדאי אולי לחדד אותו - אתם מדברים על הפער בין הגילוי. כשחברות מפרסמות דוח עסקה להכנסת פעילות, המידע שניתן שם לצד דוח העסקה זה מתאר ודוחות כספיים של הפעילות שיוצקים אותה. ברוב המקרים הפעילות שיוצקים אותה אין מה לראות - כי אם אתה מקים חווה או אם אתה רוצה להקים מפעל ייצור בדרך כלל אתה עדיין לא רואה שום דבר – מדובר על תוכנית שתבוצע בעתיד. כשנסתכל עכשיו בדוחות השנתיים של החברות שפורסמו לשנת 2018, בגדול, משהו מוחשי אנחנו נראה רק באינטרקויר בגלל שיש את העניין של קנדוק. אני מניח שבמהלך 2019, היות ורוב החברות האלו קטנות ומדווחות על בסיס חצי-שנתי, אנו נתחיל לראות יותר ויותר את הביטוי של הגידולים - ואז באמת נראה את הביטוי של IAS 41. אני יכול לומר פה שאנחנו בוחנים את האפשרות לפרסם במהלך השנה הקרובה עמדת סגל שתתייחס לשני פרמטרים, הראשון הוא העניין של IAS 41 והשני הוא רגולציה בארץ ובח"ל. הזכרתם גם את העניין של הדואליות הרגולטורית בין הפדרלי לבין המדינתית, אבל זה לא רק זה - בעצם יש לנו פה פרמטרים

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נוספים שיש להביא בחשבון כגון פקודת הסמים המסוכנים ועוד כל מיני פרמטרים של תחולה טריטוריאלית. אני לא אכנס לזה אבל זה מעניין ומרתק.

### אמיר ברנע

יש אגרסיה מסוימת בשיווק קרנות נאמנות שמתמחות בקנאביס. יש לכם עמדה לגבי הדבר הזה?

### אלי דניאל

אני ממחלקת תאגידיים, אני לא ממחלקת השקעות שנותנת היתרים לקרנות נאמנות, אבל, אני מכיר לפחות קרן נאמנות אחת שעברה אותנו ושדיברה אתנו ואני חושב שבסופו של דבר, וגם לפי ההערות שקיבלה מאתנו, היא שינתה את ההתייחסות שלה לגבי מה שהיא מכניסה פנימה, וזה הקרן נאמנות של IBI שאם אני לא טועה כבר גייסו 15 מיליון שקל, אולי יותר, ועשו תשואה של 10.2% נכון לשלשום. יש הייפ בתחום, זה לא סוד. לי באופן אישי, לא כרגולטור ולבטח לא כמעריך שווי, המחירים נראים די גבוהים, כי אתה מסתכל ואומר עוד אין הכנסות. אבל, מצד שני אם אנחנו מסתכלים על מה שקורה בקנדה אז גם שם, המספרים נראים קצת מנותקים. אבל, יכול מאוד להיות שעוד כמה שנים אנחנו נגיד שזה באמת מה שקרה בפועל.

### שלומי ברטוב

הכנו מצגת קצרה לגבי הערכות שווי של חברות קנאביס. השקף הראשון מדבר על שרשרת הערך - מה שחשוב להבין בחברות קנאביס הוא שהוא שוק הטרוגני. לא מדובר בשוק הומוגני. זווית הראיה שאנסה להתחיל ממנה היא הזווית של רגולציה וממנה לעולם החקלאים והמגדלים, לעולם של שוק ההון והערכות השווי. חמשת המרכיבים של שרשרת הערך שדיברנו עליה הם: חוות ריבוי, חוות גידול, מפעלי ייצור, בית מסחר ובתי מרקחת. לכל תחום יש את הרגולציה שלו, את ההנחיות שלו ואת התקנים שלפיהם הוא נבדק, ולכן השאלה הראשונה לכל חברה שאנחנו באים לנתח היא לראות מה היא עושה ולאיזה תחום היא שייכת. יש חברות שעוסקות ביותר מתחום אחד וזה ישפיע גם על הרווחיות שלה. בנוסף לתחומים האלו יש את הפעילות של מחקר ופיתוח. אין ספק שישראל מובילה בעולם בהרבה תחומים של מחקר ופיתוח, חלק מהחברות עוסקות בפיתוחים ספציפיים וחלק מהידע והפטנטים יהיו ספציפיים לתחומים עצמם - בתחומים של ייצור, השבחה גנטית וכדומה. הניתוח הזה רלוונטי כאשר מנתחים חברה ומנסים להבין מה הרווחיות שלה.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני חושב שנושא הראשון שעולה מהערכות השווי זה השקיפות - ברגע שחברה צריכה להגיש הערכת שווי למשקיעים והשיטה שרווחת היום היא שיטה של היוון תזרים מזומנים, וזה מה שהרשות לניירות ערך דורשת, זה מחייב את החברה להציג את המודל העסקי שלה, זה מחייב את החברה להתמודד עם שאלות של מחירי מכירה, מחירי קניה, שיעורי רווחיות בטווח המידי והטווח הארוך. כתוצאה מכך כל אחד יכול לנתח ולהסתכל ולהחליט את החלטות ההשקעה שלו לפי הנתונים האלו ונתונים אחרים. לדוגמה בתחום הגידול החקלאי, נכון שהיום יש שיעורי ריווחיות יותר גבוהים אבל לא ניתן לדעת מה יהיה עוד כמה שנים. אני מסכים עם מה שאמרת אמיר על כך שתחום הייצור יש דמיון מסוים לתחום התרופות ולכן אפשר להסתכל ולראות אם שיעורי הרווחיות יהיו דומים לאלו בתחום התרופות.

גם לגבי מחירי ההיוון - בחלק מהמקרים הפערים בשיעורי ההיוון משקפים אי-וודאות בתחומים האלו. נקודה מעניינת נוספת בהערכות שווי של חברות קנאביס הינה ההתמודדות עם רגולציה, קשה לפעמים להעריך אם תתקבל או לא תתקבל רגולציה מסוימת. רוב הערכות השווי שנעשו ופורסמו נעשו לפני ההחלטה שאפשרה את הייצוא של קנאביס, ולכן מרבית הערכות השווי בעצם נקטו בשני תרחישים - מה יקרה אם יהיה ייצוא ומה יקרה אם לא יותר ייצוא. יכול להיות שזה יהיה רלוונטי בעתיד לשאלות רגולטוריות נוספות, קשה מאוד להעריך מתן אישורים רגולטוריים ולכן אני חושב שפתרון של הצגת מספר תרחישים הוא גם פתרון סביר וקוראי הערכות השווי יוכלו להתייחס לדברים האלו והערכות השווי יוכלו להתייחס לדברים האלו.

### אמיר ברנע

בשקף שהצגת קיים פער ענק בין שיעורי הצמיחה בתקופת התחזית לבין שיעור הצמיחה בטווח הארוך, כיצד להסביר מעבר חד כזה?

### שלומי ברטוב

החברות מתחילות מאפס. מרבית החברות הפעילות התחילו ללא הכנסות, גם חברות התעשייה התחילו כמעט ללא הכנסות, ולכן הפער בשיעור הזה הוא פחות רלוונטי. אחרי מספר שנים (יש הערכות שווי שלקחו חמש שנים להתייצבות), ניתן להניח ששיעורי הצמיחה כנראה יתייצבו לשיעורים מקובלים. שיעורי רווחיות - אני חושב שמאוד חשוב לנתח באיזה תחום החברה פועלת - מותר לחברות לעסוק במספר פעילויות, אבל הן צריכות להיות במסגרות משפטיות נפרדות, וזה גם נכון לגבי חברות תרופות, גם חברת תרופה יכולה שתהיה לה פעילות לייצור חומרי גלם, יש לה ייצור, יש לה מסחר ואספקה, ולכן גם פה יש דמיון לתחום התרופות.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כמו שאמרת, במרבית המקרים בארץ בהערכות השווי שפורסמו דיברו על מודלים של היוון תזרים מזומנים כפי שהראיתי במצגת.

מבחינת הנתונים בעולם, אספנו נתונים ממערכת בלומברג אשר מציגה כיום 138 חברות ציבוריות בתחום הקנאביס, לישראל יש ייצוג של חמש חברות מתוך ה-138, רוב החברות הן חברות קנדיות ואמריקאיות, קצת אוסטרליות. מה שמאפיין את החברות האלו זה ששווי השוק הממוצע שלהן הוא 470 מיליון דולר ויש כאן כמה חברות ענקיות של 10 מיליארד דולר ומעלה, אך מה שמאפיין אותן זה שרק חמש חברות מתוכן הציגו EBITDA חיובי וכל שאר החברות הציגו EBITDA שלילי. למעשה, מרבית העולם הזה חי על ציפיות שהשווקים יתפתחו שהמכירות יגדלו ויהיו רווחים, ולכן קשה מאוד גם לגזור את המכפילים. אפשר לראות שהמכפילים ההיסטוריים מאוד מאוד גבוהים (מעל 50), להערכתי אלו לא מכפילים שמייצגים שוק יציב, וצריך להיזהר בהסתמכות עליהם. עוד נתון שמופיע בבלומברג זה נתונים לגבי המכפיל ה EBITDA הצפוי של השנה הקרובה. בחלק מהמקרים המכפיל מבוסס על הערכות של חברות, בחלק מהמקרים מבוסס על מודלים ושם מכפילי ה EBITDA על בסיס הרווח הצפוי הם בין 15 ל-30, שוב פער גדול ושוב אלו מכפילים יותר גבוהים מאשר אנחנו רואים בהרבה חברות. אני מניח שככל שהשווקים האלו יתפתחו ויעברו לעולם של ייצור ודיווח המכפילים יהיו יותר "נורמלים" כך שיהיה ניתן להבין אותם. מה שעוד מעניין זה התחום של M&A, אם נראה את השקף אשר מראה את כמות עסקאות ה-M&A המדווחות, ניתן לראות שב-2015 היו חמש עסקאות.

**אמיר ברנע**

האם מדובר ב-M&A רוחבי או אנכי?

**שלומי ברטוב**

אני חושב שהרבה מאוד זה אנכי, אבל זה מספר סוגים. אנחנו רואים שכבר גדלנו ל-60 עסקאות M&A בעולם בשנת 2018, יש פה מגמת גידול. אין ספק שאנחנו במגמת גידול אשר גם מסביר את הנושא של אינטגרציה אנכית וניתן להעריך שחברות תעשייה וחברות תרופות גם יבואו ויקנו חברות בתחום הזה.

**אמיר ברנע**

מה המסקנות שלך לגבי הערכות השווי?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי ברטוב

אני חושב שהערכות השווי הן דבר חיובי על אף האתגר בהכנתן. אני חושב שהגילוי אכן חשוב לקוראי הדוחות. יובל אומר שיש נתונים לגבי הערכות לגבי מספר המטופלים, יש נתונים לגבי המחיר וצריך להתמודד עם הדברים האלה. יש נתונים לגבי מחירי המכירה של מגדלים, יש את הנתונים ואני חושב שמעריכי שווי וגם משקיעים יכולים לקרוא מספר הערכות שווי וללמוד מהנתונים האלה. יש עלויות שהן לא זניחות כגון הקמת מפעל, שצריך להביא בחשבון, והנתונים האלה באים לידי ביטוי בהערכות השווי ואני חושב שהדבר הזה תורם לשוק ההון. שאלתם מתי משקיעים מוסדיים ייכנסו - אני חושב שככל שיהיו יותר ויותר נתונים, אם יהיו במקום חמש, עשר או חמש עשרה עבודות של הערכות שווי אז גם המשקיעים המוסדיים יוכלו גם לפתח את המודלים שלהם ולבדוק את הכלכליות. אני חושב שכמו כל ענף כלכלי, צריך להעריך אותו, להבין את המודל העסקי. בחלק מהמקרים קיימת סינרגיה בין מספר תחומי פעילות, אבל מכיוון שכל תחום מפקח רגולטורית אז כנראה יצטרכו לדווח בנפרד על המגזרים/ התחומים השונים, ולכן יהיה מידע על הרווחיות של כל ענף.

### עופר שפוטהיים

כולנו פותחים את העיתון ונתקלים בהמון כתבות על השוק הלוהט ביותר כרגע – הקנאביס.

יש הרבה פרסומים ומצגות ואנשים לא יודעים איך לבדוק את זה, זה בהחלט לא פשוט היות והתעשייה היא חדשה ברובה והייצוא עדיין לא התחיל כך שלאף אחד אין ניסיון בייצוא קנאביס כרגע.

כשבאים להעריך תוכנית עיסקית של חווה חדשה צריך להבין מספר עקרונות מהותיים.

דבר ראשון בצד הביקוש: רוב החוות החדשות שמוקמות יפשטו את הרגל - אין להם למי למכור את הגידול. אני תמיד שואל את החברות שבאות אלי ואומרות שהן מקימות למי הן מוכרים? אנשים אומרים "לעולם" - אבל אין הרבה קונים. יש הרבה מאוד חוות שמקימות ואין להן מושג למי הן ימכרו לכן היו מאוד זהירים בהשקעה.

בצד השני, צד ההיצע: כשאתם באים להשקיע תסתכלו על המצגת ותחילו לבדוק את הדברים. כשאתם הולכים לבדוק אתם צריכים לבדוק את זה עם מי שמבין. למשל, יש חברות ריבוי ומשתלה וחוות גידול. תשאלו את היזמים אם הם בדקו GAP, האם הם עובדים עם חברות שמאפשרות על ידי היק"ר, האם הם בקשר איתן?



## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בידקו את הצוות המקצועי, חלק מהחוות המוקמות מסתמכות על ידע של " MASTER GROWER שגידל בחו"ל. (א) אותו MASTER GROWER, אם אין לו השכלה פורמלית בתחום, לא יאושר כמגדל הראשי ע"י היק"ר! דבר שני, חלק מאותם MASTER GROWERS גידלו לשוק הפנאי והם ללא ניסיון בגידול לצורכי מדיקל/פארמה. יש שוני רב בהרבה מאוד היבטים כולל הדירות, שיטות מיצוי, ריסוסים ועוד.

הולכים אחר כך לשלב השלישי בהסדרה החדשה - למפעל ייצור, צריך לשאול האם הם יודעים כמה עולה להקים מפעל ייצור שעומד בתקנים שמאושרים באירופה - לרובם אין מושג. מכיוון שכולם חולמים על מכירה לשוק הגרמני, צריך להבין את המשמעות מבחינת הדרישות הקפדניות. GMP בארץ, לא מתקבל אוטומטית ע"י הגרמנים!

**אמיר ברנע**

מפעל ייצור הופך את הפרח לאבקה? מה הוא עושה?

**עופר שפוטהיים**

המפעל זה ה-processing, גם אריזה. אני ממליץ לכם להיכנס לאתר היק"ר וללמוד מהן הדרישות של המפעל (וכמובן גם של שאר השלבים הכל מפורט שם).

השלב הרביעי בשרשרת של ההסדרה החדשה - בית מסחר - חברות כמו נובולוג, סל"א וכו' פחות עקרוני לחו"ל כרגע. מבחינת השוק בארץ, חגי או כל חברה אחרת יכולה לספק את כל הביקוש בארץ - לא צריך לבנות על הארץ, צריך ללכת לייצוא, ואז מי שלא מבין בייצוא פשוט לא יודע מה הוא עושה. איפה החוות שיכולות להצליח? אלו שיש להן מחקר, כי מי שיצליחו להוכיח במחקר שהתרופה שלהן באמת עושה את העבודה במחקר קליני, באותו רגע זה הופך לסטנדרט, אתה נכנס פה לפארמה. ברגע שיש תקן של פארמה לתקרופה להתוויה מסויימת, כל היצור הזה שנקרא "מדיקל קנאביס" - הדבר הזה לא יעבוד.

**אמיר ברנע**

ההוכחה היא FDA?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יובל לנדשפט

ההוכחות הן בארץ, ומה שאנחנו עושים מוחל בעולם. צריך להוכיח בטיחות ויעילות, כמו בכל העולם.

### חגי הילמן

שלום לכולם, קוראים לי חגי אני מחברת BOL, קצת רקע על החברה, אנחנו למעשה קיימים כבר 12 שנים, אנחנו עוסקים באספקה בפועל של קנאביס וכל המוצרים שלו לאורך כל התקופה הזו, יש לנו בסיס מטופלים די גדול, לאחרונה בגלל הקריסה של תיקון עולם אנחנו למעשה קולטים את כל המטופלים שלהם, אני מקווה שזה יסתיים עוד כמה ימים. היד עוד נתונה, כי ה-production capacity שלנו כרגע הוא 300 טון ואנחנו יכולים די בקלות להגדיל אותו ל-600 טון מה שמתחבר למה שאמר עופר שחברה אחת יכולה לספק את הביקוש של כל מדינת ישראל. אנחנו נמצאים בכל החוליות בשרשרת של הדבר הזה, אנחנו החברה היחידה בישראל שנמצאת בכל החוליות למעט בתי מרקחת. אחד המשקיעים שלנו הוא ליאון קופלר הבעלים של סופרפארם, זה הקשר שלנו לבתי המרקחת.

### אמיר ברנע

יש לכם סט של מוצרים שהם מבוססים על קנאביס, שבעצם הרופא שנותן את המרשם מתייחס למוצר ספציפי בתוך המגוון הזה?

### חגי הילמן

הרופא מתייחס למוצר ספציפי בתוך המגוון הזה. יש קטלוג מוצרים, קטלוג המוצרים הוא גנרי, הרופא רושם את ה-EP שמומלץ על פי ההכשרה שהוא קיבל, המטופל ניגש לבית המרקחת ויכול לרכוש ממה שקיים על המדף מתוך הנוסחאות האלו. קורים הרבה פעמים שאתה נכנס לבית המרקחת ורוצה לקנות אקמול ויוצא עם דקסמול, זה פחות או יותר גם הסיפור של הקנאביס בעניין הזה. אבל טבלת היחסים בין החומרים הפעילים זה משהו מוכר וידוע, דרך אגב אני לא מכיר מקום אחר שהרגולציה היא כל כך שקופה וכל כולה מופיעה באתר של משרד הבריאות ביחידת הקנאביס הרפואי וכל מי שמעוניין להיות שחקן בתחום הזה דבר ראשון צריך להבין את הרגולציה. מי שלא מבין את הרגולציה למעשה עושה טעות ולא יכול להיכנס לענף הזה, זה ענף שדורש הבנה מוחלטת של הרגולציה אחרת יש הרבה מאוד טעויות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

חגי, איך הרפורמה הולכת להשפיע עליך?

### חגי הילמן

הרפורמה משרתת אותי בצורה בלתי רגילה. קודם כל אנחנו כבר שם מאז 20 לאפריל 2018, אנחנו משווקים מוצרים בבתי מרקחת, לדעתי אנחנו בסדר גודל של 85% מהשוק של בתי המרקחת כיום. אני חושב שהרפורמה הזאת היא מדהימה, היא עושה שכל, היא עושה סדר, היא מצמידה את הפעילות של ייצור הקנאביס לעולם של הפארמה ומשרתת בראש ובראשונה את המטופלים. המטופלים הולכים לקבל מוצרים שהם הרבה יותר נקיים, בדוקים באופן חסר תקדים, וממש בעשר רמות יותר ממה שהיה קודם באסדרה הישנה.

### שלומי שוב

ההפרדה בין שרשרת הערך היא הפרדה משפטית?

### חגי הילמן

כן, זה חוליות שונות - תאגידים משפטיים שונים שיש בניהם סינרגיה ולמעשה אתה לא יכול להיות פעיל בחוליה אחת אם אין לך הסכמים עם החוליות משני הצדדים שלך. זה נכון לא רק לגביי, זה נכון לגבי כולם.

### שלומי שוב

איך התמחור מתבצע - איך נקבעים מחירי העברה בין החוליות?

### חגי הילמן

יש לי חברות נפרדות. כל חברה היא חוליה נפרדת בשרשרת ובאמת יש מחירי העברה בין אחת לשנייה. בסופו של דבר, נשאלה השאלה מה יקרה למחיר בבתי המרקחת, אז לדעתי המחיר ירד בצורה דרמטית. ככל שהשוק הזה יגדל ותגדל התחרות, יש לנו מסוגלות להוריד את מחיר עד לחצי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

מה הרווחיות?

### חגי הילמן

אתם באמת חקרתם כל מיני חברות ציבוריות שפרסמו את הנתונים שלהן. אנחנו חברה פרטית אנחנו לא מפרסמים את הנתונים שלנו. הלכתם למקומות שפרסמו. בוא נעשה רגע סדר בכל העולם המסובך הזה של הקנאביס - צריך לעשות הפרדה ברורה בין מי שעוסק בפועל בתחום הזה ויש להם מורשת ומוצרים ודברים שנמכרים לבין כל ה-wannabe. מדובר באוכלוסייה מאוד גדולה ששוק ההון מתביית עליהם - שגם הם מתחלקים לשניים: יש כאלה שיש להם ברזלים ואפשר כבר לגעת וכאלה שמפרסמים רק תכניות. מרבית התוכניות שאני ראיתי לפחות הן לא אפיויות עד הסוף - כאלה שמפנטזים על הזהב הירוק ואני לא מצליח להבין איך הם יגיעו ל-execution, ואם כן כמה בכלל הן ירוויחו כי המודל העסקי שלהן לאו דווקא תואם את מה שקורה בפועל בתעשייה הזו. התעשייה הזו היא תעשייה עם רגולציה מאוד כבדה וצריך להבין מה עושים שם, אי אפשר להיות מופתע מהרגולציה בהמשך הדרך.

### אמיר ברנע

כל המטרה במתארים האלה או אפילו בתשקיפים היא ליצור השוואה בין החומר שעמד בפני הדירקטוריון של החברה לבין החומר שהוגש למשקיע. על מה דנים בדירקטוריון אם אתה אומר שהמספרים אינם אמיתיים?

### חגי הילמן

לגליזציה לא מעניינת אותנו. לדעתי היא גם לא מעניינת את מדינת ישראל, ואני אסביר גם למה. לגליזציה, כפי שאני מכיר אותה לפחות, זה עולם של יקבי בוטיק. לפני שנתיים היו בערך 6,700 עסקים בארצות הברית שעסקו ב-recreational, והמחזור הממוצע שלהן היה 2-3 מיליון דולר בלבד. אם בודקים את הטרמינולוגיה של עולם הלגליזציה, זה עולם שמאוד דומה ליקבי בוטיק - מדברים על ארומה, על עפיצות ועל דברים שאני לא יכול לראות מצב שפתאום יקום הקוקה קולה של ה-recreational או המי עדן, או איזה גוף שייתן מענה לדרישות של כולם. זה ממש יהיה כמו יין, אז הנושא של הלגליזציה הוא לא רלוונטי בעיניי לחלוטין, וכל עוד שהוא לא חוקי - כל חברה שמפרסמת אספירציה להיכנס לתחום הזה, הייתי בכלל מתייחס אליה בחדשנות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

המוצר שיקנה לקוח אם תהיה לגליזציה הוא מוצר סטנדרטי?

### חגי הילמן

אני חשבתי שהדיון הזה נועד למה שקורה עכשיו, לא לחלומות שאולי יקרו ואולי לא יקרו. אני יכול לתת לך תשובות על מה שקורה עכשיו - מה שקורה עכשיו מדובר במוצרים סטנדרטיים. כשאתה מקים מפעל GMP, מדובר במפעל תרופות לכל דבר ועניין, וכסף לא מספיק לך כדי להגיע לשם, צריך באמת לדעת מה אתה עושה. המפעל מייצר מוצרים סטנדרטים שעומדים ברגולציה שפורסמה, כל אחד יכול להוסיף עוד מוצרים במידה שהוא מוכיח את הפוטנטיאל של המוצר הזה אבל המוצרים שמופיעים בבתי המרקחת הם מוצרים בעלי ערך רפואי שנבדקו והם ידועים והם תמיד אותו הדבר.

### גולן ביטון

קח את זה קדימה, שיוכל גם חיבר את הרופאים עכשיו. כשהרופא רוצה לבוא ולרשום מרשם, הם המציאו באמת את ה-EP שנותן לרופא סולם, והוא יכול להתאים לכל מטופל את ה-EP המתאים לו. ואז המטופל מגיע לבית מרקחת ויכול לבחור בין המוצרים השונים.

### חגי הילמן

לגבי גודל השוק - אם נהיה ציוריים ונחשוב שבאמצע השולחן הזה יש עכשיו זר של פרחי קנאביס, ויש מלא מלא דבורים שרוצים לבוא ולמצוץ את הצוף שלו, יש מקום רק לכמה דבורים, ורק מי שיהיה מאוד יעיל ומאוד יסודי ומאוד צנוע ויידע לגשת לזר הזה נכון, יזכה לקחת מהצוף הזה. כל שאר הדבורים שעושים רעש מסביב בסוף ימותו מרעב. ההבדל הגדול בין כל הדיבורים שאני שומע של השחקנים של שוק ההון וכל ה-wannabe זה בעיקר דיבורים. העשייה עצמה היא עשייה שהיא מורכבת מתעשייה ישנה למעשה - מדובר על מפעלים, חקלאות, ובסופו של דבר רווחיות של הקנאביס לא תהיה שונה מהרווחיות של הקישואים או של המלפפונים, וזה העניין.

### אמיר ברנע

יובל אתה לא מודאג מהפער בין מה שחגי אומר למה שאתה אומר?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### חגי הילמן

הוא צודק ואני צודק.

### יובל לנדשפט

אני לא חושב שיש פער, אנחנו אומרים את אותו הדבר. הממוצע לקנאביס הוא 33 גרם למטופל לחודש, המחיר של 10 גרם הוא 110 שקלים. אם נכפיל ב-12 חודשים, זה מחיר המחזור בארץ.

### חגי הילמן

המחיר לייצור בישראל מהזולים בעולם. אנחנו יודעים כמה עולה לייצר בקנדה מאחר ומדובר בחברות ציבוריות.

### גולן ביטון

אל תשכח חגי שנוכל להוציא רק מוצרים. הייצוא והייבוא בין מדינות הוא רק למוצרים.

### חגי הילמן

מחיר העלות הבסיסי של הקנאביס שיכול לצאת מישראל, מחיר העלות שלו הוא מחיר שיכול להכות את כל השווקים העולמיים שיש להם איזשהו רעיון לעשות ייצוא.

### פינו צרויה

אני רוצה להתייחס למספר נושאים שעלו בדיון, אני רואה את השוק קצת אחרת. קצת רקע: בטר היא אחת משמונת המגדלים הוותיקים, אנו פועלים כעשר שנים בשוק, אנחנו מטפלים היום במעל 5,000 מטופלים בטיפולים מבוססי קנאביס. מי שמסתכל על הקנאביס כחקלאות, כקישואים, מפספס את השוק. אני מסכים עם עופר לגבי הקושי להיכנס לשוק הקנאביס, כי מי שאין לו ניסיון של עשר שנים בלגדל ולייצר זנים, לא יצליח לשרוד בשוק. מה שאנחנו מייצרים בחוות גידול אצלנו זה טיפולים רפואיים אותם אנחנו מספקים למטופלים. פיתחנו זנים, יש לנו קו גנטי, הקו הגנטי הזה הוא לא צמח כללי של קנאביס, אלא הצמח רוקח טיפול והטיפול הזה ניתן למטופלים לטיפול בתסמינים ספציפיים. זה מה שאנחנו עושים, אנחנו מטפלים בכל מיני תסמינים - אפילפסיה, אוטיזם, כאבים כרוניים - אנחנו מספקים טיפול אפקטיבי מבוסס קנאביס. החוכמה היא לא לייצר מוצר חקלאי אלא לפתח טיפול, לפתח זנים, להוכיח אפקטיביות רפואית ולספק את זה למטופלים. זה השלב היום. השלב הבא

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יהיה לייצר פורמולציות מבוססות על הצמח שבסופו של דבר יאפשרו גם לעבור את הרגולציה של ה-FDA וגם לעבור רגולציות אחרות ולהוכיח את האפקטיביות הרפואית. בשונה מתרופות שעושים מחקר, שמשקיעים עשרות מיליונים ואז מגיעים למטופל, אנחנו היום מגיעים למטופלים ועוזרים להם. ואיך זה קורה, למה נוצרת מהפכה בעולם? כי הציבור, המטופלים אומרים לרגולטור אל תבלבלו לי את המוח במחקרים, אני יודע שזה עובד, או שתעשו את זה חוקי או שאני אהיה עבריין. וזה מה שקורה. כשמסתכלים על השוק קדימה, לגדל מאות טונים של קנאביס זה מסובך, היום בישראל קיים חוסר הרבה זמן. יש לי לקוח באירופה שמאוד רוצה לקנות ואנחנו לא יכולים לספק לו. הביקושים הולכים וגדלים. כשמסתכלים על השוק הגרמני - רק על המדיקל קנאביס אנחנו מדברים על 2-3 מיליארד דולר של ביקושים לקנאביס רפואי לשנה, בהנחות שאנחנו מניחים היום ברגולציה הקיימת. כשמסתכלים קדימה על העולם ועל השוק אנחנו רואים שלוש מגמות עיקריות: מדיקל קנאביס, קנאביס לצריכת פנאי וגם מגמה נוספת של כניסת הקנאביס לחברות המזון והטבק - לכלכלה המסורתית.

#### שלומי שוב

מה החלק שלך בנתח השוק הכלל-עולמי?

#### פינו צרויה

אנחנו רואים את עצמנו בתחום הקנאביס הרפואי, אנחנו פחות רואים את עצמנו ב-recreational, לגבי שוק המזון עוד לא שקלנו זאת. היעד שלנו הוא לפתח טיפולים רפואיים ולהפיץ אותם במדינות נוספות איפה שיש את הרגולציה שמאפשרת זאת.

#### שלומי שוב

איך אפשר לבסס את הנתח השוק העתידי?

#### פינו צרויה

יש מספר הנחות. אנחנו רואים מה קורה במדינות שפתחו את הרגולציה לקנאביס רפואי, קנדה וארצות הברית ומדינות אחרות. השוק מתפתח. ההנחה המבוססת על פי התרבות הקיימת היום היא ש-2.5% מהאוכלוסייה יצרכו קנאביס רפואי כטיפול שגרתי. אם לוקחים למשל את גרמניה אם 90 מיליון תושבים, 2.5%, אלו הכמויות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### כפיר קלדרון

נקודה שנאמרה פה שכביכול מדינת ישראל היא מקום שרק ממנו יקנו קנאביס ומסתכלים על השוק העולמי ביחס לשוק הישראלי היא ראייה שאני לא בטוח שנכונה. אני מקבל את מה אתה אומר שהשוק הישראלי אולי יצליח, אבל אני לא יודע אם לאורך זמן, כי יש מוחות טובים גם במקומות אחרים ויש גם אזורי גידול טובים במקומות אחרים.

### שלומי שוב

מה היתרון היחסי שלנו? שהתחלנו קודם? השאלה אם הפור הזה בזמן לא ייסגר.

### כפיר קלדרון

הפור הוא זמני כי יש כאן באמת שוק שאין מה לדבר, המספרים גדלים והוא נפתח לגודל מאוד גדול, אבל השאלה היא לכמה זמן הדבר הזה יחזיק וגם זה דבר שאנחנו כמעריכי שווי צריכים להסתכל עליו ולהבין אותו קדימה.

### גולן ביטון

עוד תחום מאוד גדול בישראל זה הקטע של משרד הבריאות. בישראל מעודדים מאוד את הסיפור הזה. אנחנו חתמנו עם חברה קנדית שעובדת תחת אוניברסיטת קולומביה שלא מצליחה לעשות מחקר בקנדה - הרגולטור המקומי לא מאפשר. הם הגיעו לכאן כי משרד הבריאות מאוד מעודד את זה, ופה אפשר לקבל קבוצת מחקר או ניסויים קליניים הרבה יותר מהר והרבה יותר זול, ולכן כאשר רוצים להגיד הבקבוק מים הזה טוב לכאב ראש, בישראל יעלה לך הרבה יותר זול - וזו עוד נקודה מאוד חשובה בנושא המחקר.

### שלומי שוב

יש לי תחושה שהשוויים האלו מבוססים במידה רבה על ארביטראז' הזמני הזה בין הרגולציות של כל מדינה, וזה משהו שלא יכול להחזיק לאורך זמן.

### גדעון שלום בנדור

אני רציתי לדבר על שני דברים - אחד זה הנושא של הרגולציה כמפתח. ניקח דוגמא מעולם אחר, תעשיית הרכב באנגליה התחילה לפני אמריקה - אמריקה השיגה את אנגליה בהרבה והסיבה העיקרית



## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

היא רגולציה. באנגליה אמרו שלפני כל אוטו צריך ללכת בנאדם עם פעמון להזהיר את הולכי הרגל - וזה עצר את תעשיית הרכב באנגליה. כאשר הרגולציה מאפשרת את הפיתוח זה נותן יתרון מאוד מאוד גדול, ולא כל מדינה זהה באותו הקצב. בארצות הברית היה חוק נגד שוק האלכוהול, וגם היום, יש 13 מדינות שאי אפשר להעביר בניהן אלכוהול בצורה חוקית, עדיין הרגולציה מעכבת 13 מדינות בתחום האלכוהול. הדבר השני שרציתי לדבר עליו הוא EBITDA - בשוק כל כך צעיר EBITDA היא רק אינדיקציה לזה שאנשים חושבים שלשוק יש פוטנציאל ולא מעבר לזה. אפשר לתת דוגמא פשוטה - שוק מדפסות התלת-מימד. לפני כמה שנים חשבו שזה הולך להיות שוק עצום, המכפילים היו בשמיים כי המכירות קטנות, השוויים גבוהים בגלל הפוטנציאל. הדבר לא קרה כמו שחשבו שיקרה, והמכפילים התיישרו למשהו נורמלי.

**אמיר ברנע**

אז איך אתה רואה את הערכות השווי?

**גדעון שלום בנדור**

EBITDA היא לא שיטה להערכת שווי, אין לי פתרון.

**שלומי שוב**

היית מצליח לבסס הערכת שווי בתחום?

**גדעון שלום בנדור**

לא בכל דבר אפשר לעשות DCF. אם היית עושה DCF ל-Whatsapp כנראה לא היית מגיע ל-17 מיליארד, אם היית עושה DCF ל-Waze כנראה שלא היית מגיע למיליארד, אז המודל הוא לא מתאים לשלב הזה שבו השוק נמצא.

**אמיר ברנע**

היית מציע לרשות לניירות ערך לוותר על הדרישה הזו במתארים?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גדעון שלום בנדור

אני חושב שהגילוי על המידע, על העלויות, על למי אפשר למכור, מה המוצר ואיזו בעיה הוא פותר - הכל מאוד חשוב. לבוא ולהגיד שאני יודע לתת מזה מספר של שווי - לא.

### שלומי שוב

יניב, למה הגופים המוסדיים לא נכנסים לעסק הזה?

### יניב פגוט

קודם כל, באילון בית ההשקעות, בית ההשקעות שאני עובד בו ישנה קרן נאמנות מנוהלת המשקיעה כ- 60 מיליון שקל במניות קאנביס בעולם ובישראל. הגיוסים בתחום מלמדים כי הציבור מתעניין בזה ורוצה להשקיע בזה ומאמין שיש פה הזדמנות גדולה גם אם הסיכון בצידה גבוה אף הוא. בפורום זה אנו מתמקדים במניות הקאנביס המקומיות אולם הזירה הגלובלית במניות הקאנביס גועשת, אין יום שאין עסקה או אינפורמציה כזו או אחרת המשפיעה על האופק הכלכלי של החברות הפעילות בענף. השוק מצוי בשלבי התהוות ראשוניים ולפיכך לרגולטור תפקיד משמעותי בהסדרתו. אני חושב שהערכות השווי שמצורפות לדוחות הן לא סבירות, חסר בהן גם מידע מקצועי, ההנחות לא מובנות והנתונים לא שקופים. ברור שחסר מידע מקצועי לא מהצד המימוני כי להוון כולנו יודעים, אבל של התהליכים ושל הסיכונים בכל אחד מהאירועים האלו, ולמעשה זה הופך להיות סתם דוח שאי אפשר לעבוד איתו או לעשות באמצעותו ניתוח רגישות כמו שצריך כי פה זורקים הנחת עבודה ושם זורקים הנחת עבודה, אין מתודה סגורה וזה מקשה על מוסדיים להיכנס לתחום, ואז דווקא הפתרונות של תעודות סל, של קרנות הן פתרונות שמקטינים סיכונים. חוסר הוודאות סביב הרגולציה הגלובלית והממשקים שלה עם הרגולציה המקומית הוא גדול. היק"ר בצוותא עם רגולטורים נוספים חייבים לתרום את חלקם לשקיפות בנושא על מנת שלא נמצא עצמו משקיעים בחברות אשר מנועים או נחותים רגולטורית מתחרות בשוקי היעד בעוד שווים הכלכלי בבורסה נגזר מחלומות להפוך לחולייה מהותית בשוק הקאנביס העולמי הפורח.

### אמיר ברנע

כל המטרה במתארים האלה או אפילו בתשקיפים היא לעשות השוואה בין החומר שעמד בפני הדירקטוריון של החברה לבין החומר שהוגש למשקיע. אז מה דנים בדירקטוריון אם אתה אומר שהמספרים הם לא אמיתיים?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יניב פגוט

אני סבור כי פירוט הנחות העבודה בהערכות השווי לחברות הקאנביס חייב להיות מלא ויש לייצר באורים מתאימים על מנת להבין ממה נגזרת כל הנחת עבודה על מנת שניתן יהיה לנסות ולתקף אותה. כדוגמא אתייחס לקצב שחיקת מחיר תפרחות הקאנביס על ציר הזמן בהערכות השווי והבסיס הכלכלי לשחיקה החזויה.

### אמיר ברנע

יש לחברות תכניות עבודה? תקציבים?

### יניב פגוט

כשאני רואה את הערכות השווי שפורסמו ואת המידע שקיים בהן, קשה מאוד לקבל החלטת השקעה על בסיס אותם הערכות, ולכן יש צורך לעבות אותם, יש צורך להצטייד באנשי מקצוע בלתי תלויים שבאים מהתחום הספציפי של קאנביס על מנת שהערכות השווי יהפוך ממסמך של אנשי מימון שנשענים על הנחות עבודה של הנהלה וכמה פרסומים ספורדיים בתקשורת למסמך בעל עומק מקצועי בתעשייה הרלוונטית.

### כפיר קלדרון

יש לי שני דברים להגיד, אחד בהקשר של הנושא שאמרו של למה קשה לעשות הערכות שווי, אפשר להגיד את זה על כל שוק חדש. עובדתית יש חברות משלמים עליהם כסף והן נמכרות בכסף אמיתי על הפוטנציאל, צריך לדעת לתמחר את הפוטנציאל. אני מאוד מתחבר למה שנאמר שצריך בהערכות השווי לעבות משמעותית את כל ההנחות ואת כל הגילוי על ההנחות, ואני חושב שגם הרשות הולכת בכיוון הזה, בשביל להראות מדוע הנחה כזאת או אחרת היא נכונה או לא.

### שלומי שוב

אולי בכלל, ואני אומר את זה גם לרשות, לא צריך להכניס הערכות שווי - כי ברגע שאתה לא יכול לבסס הנחות של הערכות שווי בצורה סבירה, הן יכולות להיות משהו שהוא מאוד מטעה - אולי צריך לתת את הגילוי בצורה אחרת. לא הצלחתי להבין איך לבסס את הנתח השוק העתידי פה, בואו נשמע את הרשות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אביחי אביעד

חשוב להתייחס לשתי נקודות שעלו פה. הנקודה הראשונה היא שהרשות לא דורשת בהכרח לבצע את הערכות השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) אלא היא דורשת לעשות את הערכת השווי בשיטה הטובה ביותר שמייצגת את הערך הכלכלי של מושא ההערכה. כך למשל הייתה חברת קנאביס רפואי שצירפה הערכת שווי במודל OPM. הנקודה השנייה היא שדיברו פה על כך שהרשות מחייבת חברות קנאביס רפואי לצרף הערכות שווי וזה אינו מדויק. תקנות ניירות ערך לסוגיהן קובעות שאם נקבע שווי התמורה בהסתמך גם על חוות דעת מקצועית, אזי תיכלל חוות הדעת בדוח. כלומר, אם ישנה חוות דעת ששימשה לצורך קבלת החלטות אז צריך לצרף אותה למתאר או לדוח העסקה. הרשות לא מכריחה כל חברה לצרף את הערכת השווי או לייצר אחת כזו, אלא רוצים למנוע את הפער הזה שבין המידע שהוצג לדירקטוריון שעל בסיסו קיבלו את ההחלטה להכניס את הפעילות או לאשר את המיזוג, לרבות קביעת יחס ההחלפה, לבין המידע שבידי המשקיעים. לעניין ההנחות שנלקחו במסגרת הערכת השווי, אנחנו ברשות לא נמצאים בהכרח בפוזיציה של פסילת אומדנים והנחות כאשר אומדנים אלו עשויים להיחשב סבירים, כאשר יש לזכור כי מדובר בהערכות שווי שלא לצורך מדידה בדוחות הכספיים. חשוב לחדד שכל הערכות השווי שפורסמו עד היום הן לחברות חדשות, כלומר לא מתוך שמונה החברות הקיימות שפעלו לפי הרפורמה הישנה ולכן אנחנו העלנו שאלות משמעותיות שקיבלו לדרישתנו ביטוי והתייחסות של החברות ומעריכי השווי גם בדפי הדגשים שפורסמו כדפים מקדימים להערכות השווי. למשל: האם זה סביר שחברה חדשה שעוד אין לה פעילות אומדת נתח שוק של 10%-15% כשאנחנו יודעים שכבר יש שמונה חברות קיימות שיש להן לכאורה יתרון בשוק כי הן כבר מגדלות ומוכרות ללקוחות ולמטופלים? ברמת המידע וברמת הגילוי אנחנו דורשים שהחברות ומעריכי השווי יתנו את הגילויים האלו, לרבות תקפותם גם ביחס לשאלה שהועלתה לעיל. עוד נושא זו שאלת המחיר - הצפנו את השאלה האם סביר שהמחיר יישאר זהה כמו שהונח בחלק מהתחזיות כאשר אנחנו יודעים שעוד מתחרים רבים מנסים להיכנס לשוק ועוד כאשר יש כבר שמונה חברות שלכאורה יש להן יתרון תחרותי? בנוסף, התייחסו פה לאלמנט הייצוא אז צריך לציין שעם הזמן שקלול רכיב הייצוא עלה לאור ההתפתחויות הרגולטוריות.

### אלי דניאל

השוק הבינלאומי של קנאביס הוא דינמי בהיבט העולמי - תסתכלו למשל על קנדה, אם ישנו שם את הרגולציה, לכאורה, אפשר יהיה לייבא לשם בצורה מסחרית קנאביס רפואי. אם ניקח שנה ומשהו אחורה לפני שהייתה בקנדה לגליזציה, אף אחד לא ידע לבוא ולהגיד אין מצב שייבאו לשם קנאביס

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לצרכים רפואיים, אבל זה פקטור היום, כולם מודעים לזה שקנאביס לצורך רפואי, לפי שעה, - קנדה לא מייבאת. זה גם דבר שמן הסתם בהערכת שווי שניתנה לפני שנה וחצי אמרו - וואלה נמכור את זה בקנדה, והיום קנדה לא מאשרת את זה. השוק הזה הוא דינמי, וככל שהזמן עובר, יש עוד מדינות שמאשרות מכירה של קנאביס לצרכים רפואיים.

### אמיר ברנע

אני רוצה להציע הצעה - כל מה שאתם צריכים להגיד לחברה שמפרסמת הערכת שווי או צפי או תחזית, שכל רבעון תצטרך לדווח על הפער לעומת התחזית המקורית וצריכה לדעת מראש שהיא תתבקש לתת הסבר לפער. אני חושב שהערכה הזו עם כל החסרונות שלה שאמרת, היא איזושהי בקרה עתידית על performance.

### יניב פגוט

אני סבור כי למרות החסרונות של הערכות השווי האמורות הפתרון הוא לעבות אותם במידע רלוונטי ולא לוותר עליהם כפי ששלומי מציע. אנחנו בסופו של דבר יכולים לשבת עם אנשים בחדר ישיבות שמנפנים ידיים ומספרים על אוקיינוס כחול של הזדמנויות באלף צמתים, ואנחנו לא יודעים להפוך את זה למספר - אז איך נשקיע?

### פינו צרויה

אבל ככה זה בשווקים חדשים. כששוק חדש מתפתח זה בדרך כלל מה שקורה.

### יניב פגוט

בעבר התמודדנו לא פעם עם צורך לבצע הערכות שווי של חברות צעירות בעלות אופק כלכלי מבטיח ופעילות עסקית נוכחית מצומצמת. מדובר באחד האתגרים המורכבים ביותר למעריך שווי ומנהל השקעות ואולם לא ניתן לוותר על התמודדות שכן החלופה היא לוותר על השקעה שיכולה להטיל ביצי זהב למשקיעים. בנתונים אלו החברות צריכות לעדכן את המשקיעים בהתפתחויות אל מול הנחות העבודה בהערכת השווי על מנת שהמשקיעים יוכלו להעריך באופן רציף את יחס הסיכוי- סיכון הטמון בהשקעה. בהקשר זה פיזור השקעות בתחום לצד אנליזה תפחית סיכונים באופן מהותי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

הבעיה היא שבסופו של דבר הערכות השווי האלו נוקבות במספר - האם ניתן להתבסס על המספר הזה?

### יניב פגוט

המספר הזה שאתה מדבר עליו כאשר נלוות אליו הנחות עבודה פרטניות ומציגים בפנינו את הדלתות בין הערכות השווי על ציר הזמן הוא חומר גלם חיוני לקבלת החלטת השקעה ואולם רחוק מלהיות תורה מסיני ויש לשקלל אותו עם אינדיקציות נוספות כמו תמחור בעסקאות בתחום וכו'.

### אמיר ברנע

אם אנחנו השקענו בנדל"ן אמריקאי לפי התחזיות שסיפקו לנו אולי לפי התחזית יבואו האמריקאים וישקיעו בקנאביס הישראלי?

### שלומי שוב

אסור למשקיעים האמריקאים להיכנס לתחום.

### יובל לנדשפט

יש את הכללים למשקיעים זרים באתר של היק"ר, צריך להיכנס ולראות. אני רק רוצה להגיד משהו כי אני חייב לצאת, קצת סליחה לשלומי אם הייתי עוקצני בהתחלה. אלי גם רוצה להגיד משהו.

### אלי דניאל

זה לא רבעונים זה חצי שנתי חוץ מאינטרקטור, שהיא כבר לא תאגיד קטן ותצטרך לדווח רבעוני. בנוסף, חברות מסוימות התבקשו כבר לעדכן ולהתייחס לנתונים שניתנו על ידן במסגרת הערכות השווי, ויש חברות שכבר התייחסו לזה ועדכנו נתונים, אז אנחנו שם. אבל ההערה של אמיר נכונה.

### יובל לנדשפט

אנחנו בקשר רציף עם הרשות. תודה לכם שבאתם ושייצרתם את זה, כי כדי לייתר ecosystem ברור שצריך ידע, יכולות והון, אלו המרכיבים, ואני חושב שזה באמת הפורום, אולי תוכלו להוביל כללים

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כלשהם כי זה מתחבר למשהו שהוא די התחלתי. כשהתחלתי בתחום הזה חשבתי שאני יושב על איזו רפסודה בים, אחר כך הבנתי את הגודל ושזו לא רפסודה זו כבר סירה, ומתישהו אמרתי שאנחנו יושבים על קרחון - רובו מתחת למים. אחר כך אמרתי שזה לא קרחון זה אי והיום אני יודע שזו יבשת חדשה. מי שרוצה להיות על היבשת - ברור שצריך פה כללי התנהגות חדשים, אני חושב שגם בשוק ההון, אם הפורום הנוכחי יוביל את זה, אנחנו כרגולטור רק רוצים לראות רצינות בעניין. אנחנו כרגולטור נעשה כל דבר שאנחנו יכולים על מנת שתהיה רצינות, מקצוענות ושקיפות. כל דבר חייב להיות פתוח - אור השמש מחטא - ולכן אני חושב שגם כסף ציבורי רק יעשה טוב לפארמה הזו כמו לכל פארמה אחרת. אנחנו פתוחים לרעיונות חדשים, גם חלק מהרגולציה שלנו נכתבה בעקבות דיונים בין רשויות רגולטוריות ולכן ראשית תודה ושנית הבנו כולם, כמו שהרופאים שלנו הבינו בהתחלה, שכדי לייצר תוכן ולהביא את אנשי המפתח לעניין צריך Evidence Based Medicine, אבל אנחנו מבינים שבעולם הזה זה לא תמיד קיים, ולכן אנחנו כרגולטור מוכנים לגשר על כך, כי ידע נותן יותר ביטחון וכך גם שקיפות.

### אמיר ברנע

אני מציע שהכותרת של הסיכום של הדיון הזה יהיה - "הקנאביס - מרפסודה ליבשת" או "הקנאביס מיבשת לרפסודה" הדיון יוצר בלבול. מצד אחד תחזית פסימית של ענף שישחק בתחרות ומצד שני תחזית לרמה קצת פסימית או שעוברים לרמה של ענף כלכלי חדש שהולך להיות מוקם בארץ - כנראה שזה יהיה משהו באמצע. השאלה אם החברות האלו יהיו חברות שיעסקו ספציפיות בנושא הקנאביס או יהיו חלק מחברות תרופות גדולות, כי זה מוזר קצת שלא יושבת פה נניח טבע שמחפשת איזה ענף להתקדם בו, האם היא רואה בקנאביס מוצר משלים או מתחרה?

### גולן ביטון

אתה הורג לה את התרופה. אנחנו בין הראשונים שעברנו את המיזוג המלא, עשו לנו את המוות וכל הכבוד. אני בסוף אומר, יש לנו כרגע קונה מרצון ומוכר מרצון. עכשיו אני הלכתי בדעה שלך לפני שנה והסתכלתי על טילריי, ואמרתי הם יפרסמו דוחות כספיים ובטח זה יקרוס - וזה לא קרה. וזה כבר שנתיים קורה בפי שבעים או שמונים מהשווי שלהם, כמו שהמודל שלך או המודל שלו יכול להגיד. ובסוף אנחנו מסתכלים פה כרגע משלושים אלף רגל, ואפשר להסתכל על המשקוף או המזוזה ולהגיד רגע אין לי פה מספר, חסר לי פה מודל, איפה ההתפתחות - אבל בסופו של יום יש פה קונה מרצון ומוכר מרצון והציבור מצביע ברגליים. אם פרסמתי דוחות כספיים לא נכונים או פרסמתי מילה לא

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נכונה, מחר אני אראה את זה בכל פורום אפשרי, בכל דוח אפשרי ובעיתון, שהדוחות לא נכונים, וזה מצביע במחיר המניה.

### יניב פגוט

אני חוזר לתפקידו של הרגולטור מנהלי ההשקעות כמו גם לקוחות הקצה חייבים מסגרת רגולטורית קפדנית על מנת שיוכלו להגדיל השקעה בתחום. הטענה לפיה במקום בו ישנו קונה מרצון מקומו של הרגולטור משני שגויה ההפך הוא הנכון. אין מדובר פה ברכישה של מכונית משומשת, אלא ברכישה של ניירות ערך שהבסיס לניתוח שוויו הכלכלי הוא איכות הדיווח והפיקוח. טיוב הדיווח של חברות הקאנביס הוא אחד המפתחות הבולטים להגדלת ההשקעות בתחום.

### גולן ביטון

נכון אבל אם אתה בסוף מחפש מודל שאתה אומר לי תשמע, אם אני שם את המספר הזה אני מקבל את זה - זה לא קיים כרגע.

### יניב פגוט

חשוב לומר כי היום תחום הקאנביס בבורסה מרכז נכסים בהיקף של שלושה ארבעה מיליארד שקל ואולם היה והתהליכים יתנהלו נכון אזי שוק שכזה עשוי לרכז נכסים בהיקף גבוה דרמטית בתוך שנים לא ארוכות ולכן לצד המאמץ התפעולי והמדעי של החברות בתחום יש לפתח מסגרת הולמת של דיווח כספי וממשל תאגידי שתגן על המשקיעים, תעודד משקיעים מוסדיים להשקיע בתחום ותתמוך בצמיחת הענף.

### ואדים פורטנוי<sup>1</sup>

לצד הסכמה גורפת כי נוצר כאן ענף משק חדש עם פוטנציאל צמיחה ורווחיות גבוהים, כטבעם של ענפים חדשים, התחזיות העסקיות של החברות בענף מאופיינות בחוסר וודאות גבוהה. רוב רובן של החברות הציבוריות המתעתדות לעסוק בקאנביס רפואי טרם הפיקו הכנסות. שמונה החברות בעלות

<sup>1</sup> התוסף לאחר הדיון



## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אישורים היסטוריים מספקות כיום מוצרים לכ- 40,000 בעלי אישור שימוש רפואי ומספר זה אינו צפוי לגדול דרמטית.

על רקע זה ובהתחשב במספר הרב של רישיונות גידול שניתנו וצפויים להינתן על ידי יק"ר – מדובר במאות רישיונות – נראה כי התחרות במגזר הגידול תהיה חריפה. אי לכך, מפתיע לראות בהערכות השווי אשר פורסמו אגב הכנסת פעילות קאנביס לשלדים הבורסאיים נתחי שוק חזויים לחברות החדשות הנ"ל של למעלה מ- 10% מהשוק המקומי, חלקן צופות נתח שוק של 15% לחברות שטרם שתלו צמח אחד. הערכות אלה נראות מוגזמות בכל קנה מידה ומצביעות, לכאורה, על הערכת יתר של החברות הנ"ל.

יצוין עוד כי מנועי הצמיחה של הענף המופיעים בהערכות השווי לעתים כנתון איכותי ולעתים כחלק מהתסריטים האפשריים – לגליזציה מקומית ויצוא מוצרי קאנביס רפואי – לרוב מקבלים ביטוי מינורי בהערכות השווי משני טעמים ברורים:

סיכויי הלגליזציה של השימוש בקאנביס אינם ברורים, בשלב זה. גם בהנחת הלגליזציה, מדובר על מוצרים ביולוגיים ייחודיים בדומה לענף היין בו הצרכנים נוטים למוצרי בוטיק ולחברות קאנביס רפואי אין יתרון משמעותי על כל חקלאי אחר בעל רישיון גידול. מכאן שלגליזציה עשויה ליצור שוק קאנביס גדול, יחסית, אבל מידת ההשפעה שלו על העוסקים בקאנביס רפואי, אינה ברורה.

לצד החלטת ממשלת ישראל לאפשר יצוא מוצרי קאנביס רפואי, על היצואנים לקבל אישורי יבוא של המוצרים הנ"ל בשוקי היעד, על מוצריהם לעמוד בסטנדרטים המקומיים ולהתחרות בתוצרת המקומית וביבוא ממדינות שונות בעולם. אומנם מדינת ישראל היא בין המובילות בעולם בתחום על כל היבטיו: רגולציה, מחקר וכדומה, הצלחה מסחרית של החברות המקומיות תלויה במשתנים כה רבים שקשה לגבש תחזיות מהימנות לגבי יצוא המוצרים הנ"ל, הן בהיבט של הכנסות ורווחיות והן בהיבט של עיתוי תחילת היצוא.

לסיכום, נראה כי ברמה של חברה בודדת העוסקת בתחום, תחום העיסוק המעניין ביותר ב"שרשרת המזון" של הענף היא מו"פ וייצור מוצרים פרא רפואיים ולא דווקא גידול הצמח. בשלב מתקדם יותר עם העמקת המחקר יתאפשר לבודד את החומרים הפעילים הרבים בצמח הקאנביס שטרם נחקרו ולהפוך את חלקם לתרופות, לאמור – לעבור רגולציה של FDA, למשל, על בסיס מולקולות מסונתזות בעלות יעילות מוכחת והגנה ארוכת טווח. לאור האמור לעיל, מרחף מעל חברות שיתמקדו בתחום גידול הצמח בלבד, סימן שאלה גדול באשר לרווחיותן העודפת בטווח הארוך.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אנחנו רוצים לסיים, היה לנו דיון ארוך, מעניין מרתק. נראה לי שיצאנו יותר מודאגים ממה שנכנסנו אליו אבל אין ספק שיש פה גם לרשות לניירות ערך תפקיד חשוב בשמירה על האינטרס של המשקיעים, הגברת הגילוי, השקיפות. לטעמי צריך לשקול לא לאפשר לפרסם הערכת שווי עם מספר מדויק, כדי להמחיש את חוסר הוודאות שהמשקיעים חשופים אליו - לפעמים כשאנחנו נותנים מספר ואחרי זה נותנים גילויים זה נותן הרגשה של נוחות ואני לא בטוח שמעריכי שווי בכלל יכולים לתת הערכת שווי כשאתה לא יודע מה יהיה נתח החברה בשוק על פני זמן. זה לא טריוויאלי בכלל לדעתי לבסס את זה וגם בכלל מעריכי השווי צריכים לחשוב על זה היטב לפני שהם חותמים על הערכת שווי כזאת.

### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)