



ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

תפן הנדסת תעשייה וניהול וניתוח מערכות בע"מ הערכת שווי כלכלי של פעילות הקנאביס

הוכן ע"י אבנר גפני

ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

יוני-ספטמבר 2018



ירושלים: הר חוצבים, רח' הרטום 19, 97775 טל. 0732366200, פקס. 972-2-6231340 02-6231340 טל. 073-2366200, פקס. 073-2366200
תל אביב: מהדל שלום, רח' אחד העם 9, 65251 טל. 03-5176392, פקס. 972-3-5176392 03-5176392 טל. 03-5176392, פקס. 972-3-5176392
חיפה: טירת הכרמל, רח' האתהר 5, 39032 טל. 04-8200873, פקס. 972-4-8200873 04-8200873 טל. 04-8200873, פקס. 972-4-8200873

www.barzily.co.il



תוכן עניינים

4..... מבוא

5..... המידע ששימש להכנת הערכת השווי

5..... פרטים על מבצע העבודה

6..... תמצית המסקנות והממצאים

7..... רקע

8..... תיאור הפעילות

9..... שוק הקנאביס בארץ ובעולם

11..... מתודולוגיית הערכת השווי

11..... הגוף המוערך

11..... שיטות להערכת שווי

13..... התחזית העסקית של הפעילות

13..... לוח זמנים

14..... תחזית כמויות, מחירים ומכירות

17..... תחזית הוצאות





22 תחזית השקעות

23 תחזית רווח והפסד

25 תחזית תזרים מזומנים והערכת שווי





מבוא

התבקשנו על ידי תפן הנדסת תעשייה וניהול וניתוח מערכות בע"מ (להלן: תפן) לבצע הערכת שווי כלכלית לפעילות בתחום הקנאביס הרפואי (להלן: הפעילות). הערכת השווי הוזמנה לצורך בחינת מיזוג הפעילות לתוך תפן.

נבקש להבהיר את הנקודות הבאות:

- הערכת השווי שלהלן אינה מיועדת לצרכים חשבונאיים, והיא כלכלית באופייה. עם זאת, הקטעים הרלוונטיים בהערכת השווי בוצעו על פי תקני החשבונאות הנוהגים בישראל.
- תפן הבהירה לנו כי הערכת השווי עשויה להיות מצורפת לדיווחי החברה לבורסה ו/או לפנייה לבית משפט על פי סעיף 350; חברת הייעוץ נתנה את הסכמתה לשימוש זה.
- לחברת הייעוץ אין כל יחסי תלות כלכלית בתפן. היחסים בין חברת הייעוץ לתפן הם יחסי נותן שרות ולקוח ואין להם כל השפעה על הערכת השווי, אשר נעשתה באופן אובייקטיבי ועל פי אמות מידה מקצועיות. כמו כן, לתגמול בגין ביצוע הערכת שווי זו אין כל קשר לתוצאותיה; תמורת העבודה שולמה במלואה טרם חתימתה.
- כמפורט להלן, הערכת השווי מבוססת על מידע ומסמכים שהתקבלו מתפן או ממנהלי הפעילות ועל דיווחי תפן לבורסה. למעט בדיקות סבירות, לא ביצענו אימות לנתונים, ואין אנו נושאים בכל אחריות לאמיתותם ולשלמותם, או להשלכות פגמים בהערכת השווי כתוצאה ממידע חסר או מוטעה. כמו כן, חלק מהערכת השווי מסתמך על מידע הצופה פני עתיד שסופק ע"י מנהלי הפעילות; בעת שימוש במידע הצופה פני עתיד יש להביא בחשבון כי הנחות היסוד והתחזיות עלולות שלא להתגשם.





המידע ששימש להכנת הערכת השווי

הערכת השווי שלהלן מבוססת על מקורות המידע הבאים:

- מצגת הפעילות, יולי 2018
- תחזיות עסקיות ופיננסיות מפורטות של הפעילות, יוני-יולי 2018
- מידע שמסרה תפן בדיווחים מידיים לבורסה בתאריכים 6 ו-14 במאי, 3 ביוני, 3 ו-19 ביולי ו-27 באוגוסט 2018
- מידע שנאגר תוך כדי עבודות קודמות בתחום
- מידע נוסף שנמסר על ידי הנהלת אלויט

כמו כן נאסף מידע מקצועי ומידע שוק ממקורות מקוונים.

פרטים על מבצע העבודה

הניתוח שלהלן הוכן על ידי הח"מ, אבנר גפני, מנהל חברת הייעוץ. להלן הרקע והניסיון הרלוונטיים של מבצע הבחינה:

- כלכלן ומנהל כספים בעל ותק ניהולי ועסקי רב.
- ניסיון עשיר בתחומים שונים – תעשייה, אנרגיה, שרותים, נדל"ן, פיננסים, היי-טק, ביוטכנולוגיה ועוד. מתמחה בהערכות שווי חשבונאיות וכלכליות, הערכות נזק, תוכניות אסטרטגיות ועסקיות, חוות דעת לצרכים שונים, מיזוגים ורכישות, חקר מחירי העברה ועוד.
- ביצוע מאות הערכות שווי ובדיקות כלכליות לחברות מכל הגדלים.





- מתן שורה ארוכה של חוות דעת כלכליות להליכים משפטיים ולצרכי דיונים עם רשויות המס.
- ביצוע הערכות שווי ועבודות כלכליות לשורה של חברות ציבוריות.
- תפקידים רלוונטיים בהווה ובעבר:
 - 2015-2016 – יו"ר פעיל של חברת "שעוני עדי".
 - 2009-2015 – יו"ר פעיל של אברות תעשיות בע"מ, חברה ציבורית.
 - מתחילת 2008 – מנכ"ל ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ. אחראי ומוביל בכל הפרוייקטים שביצעה החברה.
 - 2012-2014 - מנכ"ל חברת קליה ביוטק.
 - 1998-2005 – סמנכ"ל כספים (ובחלק מהזמן סמנכ"ל שיווק) בפזגו
 - 1992-1998 – סמנכ"ל טלסיס רכיבים אלקטרוניים, חברה ציבורית.
 - 1988-1992 – מנהל כספים אברות תעשיות בע"מ, חברה ציבורית.

תמצית המסקנות והממצאים

על פי המתודולוגיה המפורטת להלן, ועל בסיס החומר שהועמד לרשותנו או נאסף על ידינו, שווי פעילות גידול ומכירת תפוחת הקנאביס הרפואי נאמד בכ-215 מליון ש"ח.

להלן הפירוט:





רקע

תפן נוסדה בשנת 1987 והפכה לחברה ציבורית בשנת 1994. החברה עוסקת בתחום הייעוץ הניהולי למצויינות עסקית.

בהתאם לדיווחי תפן מ-6 במאי, בעלי השליטה בחברה באותו מועד חתמו על מזכר עקרונות למכירת השליטה ולשינוי תחום הפעילות לתחום הקנאביס; מזכר העקרונות כולל גם מכירה של פעילות הייעוץ ומיזוג פעילות הקנאביס לתוך תפן.

להלן העיקרים הרלוונטיים של מזכר העקרונות, כמפורט בהודעות תפן לבורסה:

- בעלי השליטה בתפן במועד חתימת מזכר העקרונות – מר אייל זילברמן ומר אהרון ליכטנשטיין – התחייבו למכור את מרבית אחזקותיהם לקבוצת רוכשים.
- מר אורי וייס וחברת אלויט אל סי אס פארמה בע"מ, הנמנים על הרוכשים הנ"ל והמחזיקים בבעלות על מיזם שבו מאוגדת פעילות הקנאביס, התחייבו להעביר 75% מהזכויות בפעילות בתמורה ל-70% ממניות תפן – בכפוף לאישור מוסדות תפן.
- ההתחייבות להכנסת פעילות הקנאביס לתפן הותנתה בהוצאת פעילות הייעוץ מהחברה ולהיותה נטולת התחייבויות.
- לצורך הבטחת התנאי הנ"ל, מר זילברמן הסכים שתפן תוכל לחייב חברה בבעלותו המלאה, זילברמן השקעות בע"מ (בעצמה או באמצעות חברות בת בבעלותה המלאה (100%)) לרכוש את פעילות הייעוץ בסכום שאינו נמוך מיתרת התחייבויות החברה לזילברמן השקעות בע"מ – כ- 13 מיליון ש"ח.





תיאור הפעילות

הפעילות הוקמה כמיזם משותף (JOINT VENTURE) של חברת אלויט אל סי אס פארמה, באמצעות אלויט ישראל בע"מ, חברה בבעלותה המלאה (להלן: אלויט) ושל מר אורי וייס באמצעות ידע פארמה בע"מ, חברה בבעלותו (להלן: מר וייס), המחזיקים בבעלות על המיזם בחלקים שווים.

הפעילות שמה לה ליעד להקים חוות קנאביס לצרכים רפואיים על שטח של 5 דונם – שטח המסוגל להניב עד 5 טון תפוחת קנאביס בשנה. אם וכאשר יינתן היתר יצוא או שהביקוש המקומי יחייב זאת, ניתן יהיה להגדיל את החווה ל-20 דונם ו-20 טון בשנה.

הפעילות מבוססת על מספר נכסים:

- ניסיון וידע של אנשי המפתח במיזם:
 - אורי וייס – ניסיון בתחום הגידול החקלאי וניהול פרויקטי נדל"ן
 - נחשול כהן – ניסיון עשיר בתחום גידול הקנאביס בארץ ובחו"ל
 - ד"ר יורם סלע וד"ר יצחק למנסדורף – רקע עשיר בתחום פיתוח התרופות
 - מר יונה לוי – ניסיון בתחום הניהול ושוק ההון
- קוד (היתר זמני) ממשרד הבריאות לגידול קנאביס.
- זכות שימוש בשטח חקלאי של 20 דונם.





- הסכמים חתומים עם לקוח ישראלי המחזיק במפעל ייצור למכירת תפוחי עץ על פני שלוש שנים:
 - שנה ראשונה – 1 טון ודאי + 1 טון מותנה בתוכנית הרכש של הלקוח
 - שנה שניה – 2 טון + 2 טון מותנים בתוכנית הרכש של הלקוח
 - שנה שלישית – 4 טון + 4 טון מותנים בתוכנית הרכש של הלקוח
- זכויות מכירה בלעדיות לקרם מבוסס קנאביס שתפתח אליו לטיפול בפסוריאזיס.

שוק הקנאביס בארץ ובעולם

בישראל מצוי שוק הקנאביס הרפואי בצמיחה מהירה. היקף המטופלים המורשים לצרוך מוצרי קנאביס למטרות רפואיות עלה בתוך 5 שנים מ-9,000 ל-32,000. מבדיקת היקף החולים הידועים במחלות שלגביהן יש התוויה לקנאביס עולה כי פוטנציאל המשתמשים עומד על מעל 300,000 – כלומר, שיעור החדירה הנוכחי עומד על פחות מ-11%. לאור שינויי הרגולציה והתפשטות הקנאביס כתכשיר רפואי לגיטימי, יש להניח שהשוק בישראל יצמח בשנים הקרובות בשיעור גבוה.

על פי חוק, כל מטופל משלם סכום קבוע של 370 ש"ח לחודש (ללא קשר לכמות הנצרכת); הסטטיסטיקה מראה כי הצריכה הממוצעת למטופל עומדת על כ-30 גרם לחודש. לפיכך, היקף השוק הנוכחי עומד במונחים כספיים על כ-142 מליון ש"ח ובמונחים כמותיים – על כ-11.5 טון בשנה (כלומר, המחיר הממוצע לצרכן עומד על כ-12.3 לגרם). ראוי לציין כי ההסדר שגובש לאחרונה למכירה בבתי מרקחת צפוי לגרום להתייקרות לחלק מן הצרכנים. תחזיות משרד החקלאות חוזות גידול חד במחירי המכירה, אם כי כל עוד מוצרי הקנאביס אינם חלק מסל הבריאות יהיה קושי לתמוך בעליית מחיר כזו.





הרפורמה בחקיקה הישראלית בתחום מחלקת את השוק ל-5 מגזרים, שכל אחד מהם מחייב רישיון נפרד: חממות שתילים, חוות גידול, מפעלי ייצור, משווקים ומנפקים (בתי מרקחת). לאור פיצול הרשינות, כל מקבל רישיון חייב להיות ישות משפטית נפרדת.

השוק העולמי מצוי אף הוא במגמה של גידול מואץ: היקף השוק עמד ב-2015 על מעל 11 מיליארד \$; על פי התחזיות, ההיקף יגיע ב-2021 ל-30 מיליארד \$ וב-2025 – לכ-50 מיליארד \$ (שיעור גידול שנתי ממוצע של למעלה מ-16%). הצפי הוא שמסכום זה כשני שלישי יופנו לקנאביס לצריכת פנאי ושליש – לצרכים רפואיים. תהליכי הלגליזציה במדינות שונות (לאחרונה – בקנדה) תומכים בצמיחה המהירה של השוק הבינלאומי.

הפעילות אספה מידע (שהוצג בהודעת תפן לבורסה מיום 14 במאי 2018) התומך גם הוא במגמת הגידול בשוק העולמי:

- היקף צפוי לשוק העולמי ב-2027 – 57 מיליארד דולר
- פוטנציאל שוק הקנאביס הרפואי באירופה – כ-36 מיליארד יורו
- גידול פי שבעה תוך שנתיים במספר הצרכנים המורשים של קנאביס רפואי בקנדה – ב-2017 נרשמו כבר כ-269,000 צרכנים בהיקף צריכה ממוצע של כ-72 גרם בחודש

הגידול המהיר בשוק העולמי הביא להתפתחות מסחר בינלאומי בקנאביס רפואי. בעבר יבוא ויצוא של קנאביס היו אסורים, מכיוון שהוא נחשב לסם מסוכן. כיום יותר ויותר מדינות (ובראשן קנדה) מתירות יבוא קנאביס רפואי. בישראל מתגבש תיקון חקיקה אשר אם יאושר, יאפשר למגדלים וליצרנים ישראלים לייצא לחו"ל ובכך להגדיל את פוטנציאל השוק שלפניהם ולשפר את מחירי המכירה.





מתודולוגיית הערכת השווי

הגוף המוערך

בהערכות שווי יש לקבוע תחילה את מהות הגוף המוערך. קיימות אופציות שונות:

- פעילות.
- נכסים.
- פעילות + נכסים.
- חברה.

במקרה זה הערכת השווי היא לפעילות, מכיוון שהפעילות היא מיזם חדש ועדיין אין לה נכסים או התחייבויות, למעט הנכסים הבלתי מוחשיים שפורטו לעיל, אשר שווים יבוא לידי ביטוי בשווי הפעילות.

שיטות להערכת שווי

בהערכת שווי פעילות קיימות מספר פרקטיקות מקובלות, בהן נעשה שימוש בהתאם לאופי הפעילות ומטרת הערכת השווי. השיטות הנפוצות ביותר הן:

- שיטת מחיר השוק – בשווי שנקבע בעסקאות דומות, תוך התאמה לנתוני החברה.





- שיטת המכפיל – חישוב השווי הנובע מהפעלת מכפיל "מקובל" על הרווח הנקי של הפעילות או על ה-EBITDA שלה (רווח לפני מימון, מס, פחת והפחתות).
- היוון תזרים המזומנים החופשי – היוון תזרים המזומנים התפעולי, בתוספת/ניכוי התחייבויות/נכסים כספיים, או בתוספת/ניכוי הערך הנכסי נטו.
- שיטת "שווי יחידה" – שווי מקובל עבור יחידת תפוקה (למשל, טון) או עבור יחידת נכסים (למדל, דונם קרקע), מוכפל בכמות היחידות.

התאמת שיטת הערכת השווי נעשית על פי המאפיינים הספציפיים של הפעילות המוערכת, ועל פי זמינות הנתונים. במקרים מסויימים מבוצעת ההערכה ביותר משיטה אחת. להלן השיקולים שעל פיהם נבחרה שיטת ההערכה לפעילות:

- **שיטת שווי השוק** יכולה לשמש כאינדיקציה בלבד. חברות ציבוריות העוסקות בתחום הקנאביס הן תופעה חדשה בבורסה והן מצויות בשלבים ראשונים של פעילותן – לפיכך קשה לגזור משווי השוק שלהן מדד ברור לשווי הפעילות. בנוסף, חברות שונות ממוקדות במגזרי פעילות שונים בתחום הקנאביס.
- **שיטת המכפיל** אינה ניתנת ליישום על הרווח ההסטורי, שכן הפעילות טרם החלה בפעילותה. ניתן להפעילה על הרווח העתידי, אך כיוון שמדובר בתחזיות עדיפה שיטת ה-FDCF.
- **שיטת שווי היחידה** (במקרה זה: שווי לטון או שווי לדונם) אינה מקובלת בענף, מכיוון שמדובר בענף צעיר שטרם התגבשו בו נורמות ומדדים ברורים.

לאור האמור לעיל הוחלט לאמוד את שווי הפעילות באמצעות **היוון תזרים המזומנים החופשי החזוי (FDCF)**.

על פי רוב תחשיב DCF מבוסס על תוכנית עסקית, או לפחות תחזית, שמציגה החברה בעלת הפעילות. הפעילות הציגה תחזית עסקית מלאה ומפורטת, ששימשה כבסיס להערכת השווי.





התחזית העסקית של הפעילות

התחזית העסקית הוכנה בשני תסריטים שונים:

- תסריט א': מכירות בישראל בלבד
- תסריט ב': מכירות בישראל + יצוא (בהנחה שיורשה יצוא)

להלן הנחות היסוד ותמצית התחשיבים של התוכנית העסקית בשני התסריטים:

לוח זמנים

להלן לוחות הזמנים והמטרות שהוגדרו בתוכנית העבודה של הפעילות:

- על פי תסריט א':
 - 2018 (מחצית שניה) – הקמת החווה וקבלת רשיונות
 - 2019 – תחילת גידול ברבעון הראשון, תחילת מכירות ברבעון השני
 - 2020 – הכפלת כמויות המכירה החל מהרבעון השני
 - 2021 – הכפלה נוספת של כמויות המכירה החל מהרבעון השני
- על פי תסריט ב':





- 2018 (מחצית שניה) – הקמת החווה וקבלת רשיונות
- 2019 –
 - תחילת גידול ברבעון הראשון
 - תחילת מכירות ברבעון השני
 - תחילת ההרחבה הראשונה של החווה ברבעון השני
- 2020 –
 - השלמת ההרחבה הראשונה של החווה ברבעון הראשון
 - הכפלת כמויות המכירה החל מהרבעון השני
 - תחילת יצוא ברבעון השני
- 2021 – הכפלה נוספת של כמויות המכירה בישראל החל מהרבעון השני
- 2022 – הגדלת המכירות בישראל ובחול"ל ב-25% החל מהרבעון השני

תחזית כמויות, מחירים ומכירות

להלן הנחות היסוד שבבסיס תחזית הכמויות:

- תפוקת תפוחת הקנאביס – לאור היכולת להרחיב את שטח החווה עד 20 דונם, לא קיימת מגבלה אפקטיבית להיקפי הגידול וניתן להתאימם לביקוש הצפוי למוצרים המוגמרים; לפיכך הונח שהחווה תעבור הרחבה בהתאם להיקף המכירות החזוי (בתסריט א' – בחציון השני של שנת 2020; בתסריט ב' – בחציון השני של שנת 2019). להלן המפתחות ששימשו לחישוב סך התפוקה:





- סבבי גידול – בשטח מעובד יבוצעו ארבעה סבבי גידול בשנה
- תפוקה – בכל סבב גידול מופקים 250 גרם תפוחת קנאביס לכל מ"ר

• כמויות מכירה –

- בתסריט א' תחזית המכירות כולה מבוססת על מימוש מלא של הסכמי המכירות הקיימים:
 - 2 טון בשנת המכירות הראשונה (החל מרבעון שני 2019)
 - 4 טון החל משנת המכירות השניה (החל מרבעון שני 2020)
 - 8 טון החל משנת המכירות השלישית (החל מרבעון שני 2021)
- בתסריט ב' התחזית מבוססת על מימוש חלקי של ההסכמים הקיימים (תוך קיום מלא של ההסכם הראשון) ועל יצוא החל מרבעון שני 2020:

- שנת מכירות ראשונה – 1 טון מכירות בארץ
- שנת מכירות שניה – 2 טון בארץ, 4 טון יצוא
- שנת מכירות שלישית – 4 טון בארץ, 4 טון יצוא
- החל משנת המכירות הרביעית – 5 טון בארץ, 5 טון יצוא

להלן הנחות היסוד לגבי מחירי המכירה:

- מכירה בארץ – כאמור, המחיר האחיד לצרכן של קנאביס רפואי (מוצר מוגמר) הוא 12.3 ש"ח לגרם. הפעילות מניחה שמחיר התפוחת המיובשת (חומר הגלם) יעמוד על 1.64 \$ לגרם – כ-6 ש"ח לגרם.
- מכירה בחו"ל –





ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

- לאור המחירים הנגזרים מהנתונים הבינלאומיים, הונח כי מחיר ה-FOB הנוכחי של קנאביס לייצוא יהיה כ-5 \$ לגרם – כ-18 ש"ח לגרם.
- הונח כי החל מרבעון שני 2019 המחיר הבינלאומי יירד בשל התחרות לכ-4 \$ לגרם – כ-14.4 ש"ח לגרם.
- החל מרבעון שני 2020 נחזית ירידת מחיר נוספת ל-3 \$ לגרם – כ-10.8 ש"ח לטון.

בהתאם להנחות אלה נבנו תחזיות כמויות ומכירות מפורטות עד לשנת 2022, בהתאם לשני התסריטים (הנתונים ב-\$):

תסריט א'

	2019				2020				2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Already sold in Israel	First 250k sold. 250k sold. 250k sold.				250k sold. 500k sold. 500k sold. 500k sold.				500k sold. 1 Ton sold. 1 Ton sold. 1 Ton sold.				1 Ton sold. 1 Ton sold. 1 Ton sold. 1 Ton sold.			
Revenue																
Growing potential (grams)	-	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Production for 1st sigend contract		250,000	250,000	250,000	250,000	500,000	500,000	500,000	500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Production for 2nd sigend contract		250,000	250,000	250,000	250,000	500,000	500,000	500,000	500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Total production (grams)	-	500,000	500,000	500,000	500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Price per gram in Israel in \$	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64
Projected revenue in Israel	\$0	\$821,429	\$821,429	\$821,429	\$821,429	\$1,642,857	\$1,642,857	\$1,642,857	\$1,642,857	\$3,285,714	\$3,285,714	\$3,285,714	\$3,285,714	\$3,285,714	\$3,285,714	\$3,285,714
Annual Revenue	\$2,464,286				\$5,750,000				\$11,500,000				\$13,142,857			





תסריט ב'

	2018		2019				2020				2021				2022				
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Already sold in Israel (grams)	-	-	-	250,000	250,000	250,000	250,000	500,000	500,000	500,000	500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000
Sales outside of Israel (grams)	-	-	-	-	-	-	-	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000
Revenue																			
Growing potential (grams)	-	-	-	1,250,000	1,250,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Growing actual (grams)	-	-	-	250,000	250,000	250,000	250,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Total production sold in Israel (grams)	-	-	-	250,000	250,000	250,000	250,000	500,000	500,000	500,000	500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000
Price per gram in Israel in \$	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64	\$1.64
Projected revenue in Israel	\$0	\$0	\$0	\$410,714	\$410,714	\$410,714	\$410,714	\$821,429	\$821,429	\$821,429	\$821,429	\$1,642,857	\$1,642,857	\$1,642,857	\$1,642,857	\$2,053,571	\$2,053,571	\$2,053,571	\$2,053,571
Price per gram outside of Israel in \$	\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$4.00	\$4.00	\$4.00	\$4.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$3.00
Projected sales outside of Israel (grams)	-	-	-	-	-	-	-	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000
Projected revenue outside of Israel	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,000,000	\$3,750,000	\$3,750,000	\$3,750,000	\$3,750,000
Quarterly revenue in and outside of Israel	\$0	\$0	\$0	\$410,714	\$410,714	\$410,714	\$410,714	\$3,821,429	\$3,821,429	\$3,821,429	\$3,821,429	\$4,642,857	\$4,642,857	\$4,642,857	\$4,642,857	\$5,803,571	\$5,803,571	\$5,803,571	\$5,803,571
Yearly Revenues	\$0		\$1,232,143				\$11,875,000				\$17,750,000				\$22,053,571				

תחזית הוצאות

תחזית ההוצאות מבוססת על ההנחות הבאות:

- כוח אדם ישיר – הוצאות כוח אדם ישיר נגזרות מגודל החווה ומהיקף הגידול, תוך הבאה בחשבון של יתרון מסויים לגודל. הפעילות הכינה תחזית מפורטת לפי כמויות גידול, שלהלן תמציתה:





ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

Farm Personnel (Yearly Cost)						
Quantity (ton)	1	2	4	6	8	10
Master grower	1	1	1	1	1	1
Salary	\$50,000	\$50,000	\$75,000	\$100,000	\$100,000	\$100,000
Total	\$50,000	\$50,000	\$75,000	\$100,000	\$100,000	\$100,000
Second grower	0.00	1	1	1	1	1
Salary	\$40,000	\$40,000	\$40,000	\$50,000	\$50,000	\$60,000
Total	\$0	\$40,000	\$40,000	\$50,000	\$50,000	\$60,000
Advisor	0.00	1	1	1	1	1
Salary	\$50,000	\$50,000	\$50,000	\$50,000	\$50,000	\$50,000
Total	\$0	\$50,000	\$50,000	\$50,000	\$50,000	\$50,000
Farm manager	1	1	1	1	1	1
Salary	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000
Total	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000
Agronomist- part time	1	1	1	1	1	1
Salary	\$20,000	\$20,000	\$20,000	\$40,000	\$40,000	\$40,000
Total	\$20,000	\$20,000	\$20,000	\$40,000	\$40,000	\$40,000
Basic workers (planting, harvesting, drying, trimming, admim and ongoing work during cycle)	2	4	6	9	12	15
Salary	\$32,000	\$32,000	\$32,000	\$32,000	\$32,000	\$32,000
Total	\$64,000	\$128,000	\$192,000	\$288,000	\$384,000	\$480,000
BD- part time	0.00	0.3	0.5	0.75	1	1
Salary	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000	\$60,000
Total	\$0	\$18,000	\$30,000	\$45,000	\$60,000	\$60,000
Overhead	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Total workers	5	9	12	15	18	21

- הוצאות עיבוד, אנרגיה וחומרים מתכלים חווה – בתחום זה קיים יחס ישר בין היקפי הגידול (במונחים של כמות או דונמים לבין ההוצאה). להלן תחזית הפעילות להוצאות החווה:





Cannabis Cost Calculation

General Assumptions						
Metrics	M2	M2	M2	M2	M2	M2
Surface/Area SQM	1,000	2,000	4,000	6,000	8,000	10,000
Plants per SQM	9	9	9	9	9	9
Number of plants per cycle	9,000	18,000	36,000	54,000	72,000	90,000
Heating	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cultivation cycle duration (months)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
# of annual cycles	4	4	4	4	4	4
Price per clone	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$1.30	\$1.30	\$1.30
Growing Assumptions (Annual)						
Clones						
QTY	36,000	72,000	144,000	216,000	288,000	360,000
Price	\$3.00	\$3.00	\$3.00	\$1.30	\$1.30	\$1.30
Cost	\$108,000	\$216,000	\$432,000	\$280,800	\$374,400	\$468,000
7 liters/plant						
Pot						
QTY	9,000	18,000	36,000	54,000	72,000	90,000
Price	\$1.45	\$1.44	\$1.43	\$1.42	\$1.41	\$1.40
Cost	\$13,050	\$25,920	\$51,480	\$76,680	\$101,520	\$126,000
Coco coir						
Liter						
QTY	252,000	504,000	#####	1,512,000	2,016,000	2,520,000
Price	\$0.10	\$0.10	\$0.10	\$0.10	\$0.10	\$0.10
Cost	\$25,200	\$50,400	\$100,800	\$151,200	\$201,600	\$252,000
Total Planting	\$146,250	\$292,320	\$584,280	\$508,680	\$677,520	\$846,000





ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

Water	M3					
Price	2,190	4,380	8,760	13,140	17,520	21,900
Cost	\$0.57	\$0.57	\$0.57	\$0.57	\$0.57	\$0.57
Total	\$1,251	\$2,503	\$5,006	\$7,509	\$10,011	\$12,514
Basic fertilizers	Liter					
Price	2,190	4,380	8,760	13,140	17,520	21,900
Cost	\$2.40	\$2.35	\$2.25	\$2.15	\$2.05	\$2.00
Total	\$5,256	\$10,293	\$19,710	\$28,251	\$35,916	\$43,800
Stimulators	Liter					
Price	219	438	876	1,314	1,752	2,190
Cost	\$30.00	\$30.00	\$30.00	\$30.00	\$25.00	\$25.00
Total	\$6,570	\$13,140	\$26,280	\$39,420	\$43,800	\$54,750
Total Water and Fertilizers	\$13,077	\$25,936	\$50,996	\$75,180	\$89,727	\$111,064
Biological pest management	Cycle					
	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25
	\$1,000	\$2,000	\$4,000	\$6,000	\$8,000	\$10,000
Organic pest control	Cycle					
	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25	\$0.25
	\$1,000	\$2,000	\$4,000	\$6,000	\$8,000	\$10,000
Total Pest Control	\$2,000	\$4,000	\$8,000	\$12,000	\$16,000	\$20,000
Disinfectants	Cycle					
	\$2	\$2	\$2	\$2.00	\$2.00	\$2.00
	\$8,000	\$16,000	\$32,000	\$48,000	\$64,000	\$80,000
Tools	Cycle					
	\$2.00	\$1.50	\$1.00	\$1.00	\$1.00	\$1.00
	\$8,000	\$12,000	\$16,000	\$24,000	\$32,000	\$40,000
Total Miscellaneous	\$16,000	\$28,000	\$48,000	\$72,000	\$96,000	\$120,000
Energy (lighting, heating, cooling, fans, machinery)	Cycle					
	60	60	60	60	60	60
	\$60,000	\$120,000	\$240,000	\$360,000	\$480,000	\$600,000
Total Energy	\$60,000	\$120,000	\$240,000	\$360,000	\$480,000	\$600,000
Total Annual Growing Expenses	\$237,327	\$470,256	\$931,276	\$1,027,860	\$1,359,247	\$1,697,064



• הוצאות עקיפות וכלליות שנכללו באומדן הפעילות כוללות את ההוצאות הבאות:

- ביטחון ואבטחה
- אבטחת ובקרת איכות
- ביטוח
- נסיעות
- תחזוקה
- ייעוץ משפטי, חשבונאות ומינהל
- שיווק ומכירות

להלן תחזית ההוצאות העקיפות והכלליות שהכינה הפעילות, בהתאם לכמויות המכירה (בשל אופי ההוצאות המיתאם בין הגידול בהוצאות והגידול בכמויות הוא חלקי בלבד):

Quantity (ton)	1	2	4	6	8	10
Security	\$200,000	\$220,000	\$240,000	\$260,000	\$280,000	\$300,000
QA/QC	\$50,000	\$60,000	\$70,000	\$80,000	\$90,000	\$100,000
Insurance	\$20,000	\$25,000	\$30,000	\$35,000	\$40,000	\$45,000
Travel	\$0	\$20,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000	\$60,000
Maintenance	\$10,000	\$20,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000	\$60,000
Legal, accounting and administration	\$20,000	\$20,000	\$40,000	\$40,000	\$80,000	\$80,000
Marketing & sales	\$0	\$10,000	\$20,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000
Total	\$300,000	\$375,000	\$460,000	\$525,000	\$630,000	\$695,000

יש לציין כי להערכתנו יש הערכת חסר בתחום הוצאות הניהול, אך לאור השיעור הגבוה ששל הוצאות בצ"מ (ראה להלן) לא בוצע שינוי באומדן.





תחזית השקעות

לצורך עמידה בתוכנית המכירות שהובאה לעיל נדרשת השקעה במתקנים ובחווה. אומדני ההשקעות שלהלן מבוססים בחלקם על הצעות מחיר ובחלקם על אומדנים. להלן אומדן הפעילות להשקעות הנדרשות:

Set-Up Costs

	Price per SQM	Total growing area in SQM	Estimated Cost	Comment
Greenhouses (polycarbonates from China and Israel including equipment)	\$190	5,000	\$950,000	Based on several quotes we received. Please note that the prices range from \$170 to \$330
Security			\$260,000	
Concrete infrastructure			\$100,000	
Warehouse (300 sqm + equipment)			\$130,000	Based on Netafim quote
Project team + advisors + IMC-GAP + IMC-GSP + legal + licenses			\$120,000	Private assessment
Additional equipment (carts, spray, etc.)			\$80,000	Private assessment
Nursery			\$90,000	Private assessment
Total cost (Polycarbonates)			\$1,730,000	

היקף ועיתוי ההשקעה החזויה מותנה בתסריט המכירות:





- בתסריט א' (ללא יצוא) – השקעה של 1,903 אלפי \$ בשנת הפעילות הראשונה (כולל הנחה של 10% הוצאות בצ"מ), החל מרבעון שני 2018, והשקעה נוספת של 1,332 אלפי \$ בחציון השני של 2020.
- בתסריט ב' (כולל יצוא) – השקעה של 1,903 אלפי \$ בשנת הפעילות הראשונה (כולל הנחה של 10% הוצאות בצ"מ), החל מרבעון שני 2018, והשקעה נוספת של 1,332 אלפי \$ בחציון השני של 2019.

בהנחת אורך חיים כלכלי של 10 שנים (שלאחריהן נדרשת השקעה חוזרת), הפחת השנתי שייכלל בדוחות רווח והפסד יעמוד על הסכומים הבאים:

- תסריט א' – 190 אלף \$ החל משנת 2019, 323 אלף \$ החל מ-2021
- תסריט ב' – 190 אלף \$ ב-2019, 323 אלף \$ החל מ-2020

תחזית רווח והפסד

בהתאם לתחשיבים הנ"ל הוכנו תחזיות רווח והפסד עד סוף שנת 2022 לפי שני התסריטים, אחרי הכללת הוצאות בצ"מ בשיעור של 10% מן ההוצאות המחושבות. נתוני התחזית הם באלפי \$ / ש"ח, כאשר הנתונים הדולריים מתורגמים לפי שער של 3.6 ש"ח ל-\$:





ברזלי יעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

תסריט א' (ללא יצוא):

2022		2021		2020		2019		2018		
\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	
13,143	47,315	11,500	41,400	5,750	20,700	2,464	8,870	-	-	הכנסות
3,170	11,412	2,914	10,490	1,963	7,067	1,060	3,816	-	-	הוצאות ללא פחת
9,973	35,903	8,586	30,910	3,787	13,633	1,404	5,054	-	-	EBITDA
323	1,163	323	1,163	190	684	190	684	-	-	פחת
9,650	34,740	8,263	29,747	3,597	12,949	1,214	4,370	-	-	רווח לפני מס

תסריט ב' (כולל יצוא):

2022		2021		2020		2019		2018		
\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	\$	ש"ח	
22,053	79,391	17,750	63,900	11,875	42,750	1,232	4,435	-	-	הכנסות
3,607	12,985	3,014	10,850	2,120	7,632	635	2,286	-	-	הוצאות ללא פחת
18,446	66,406	14,736	53,050	9,755	35,118	597	2,149	-	-	EBITDA
323	1,163	323	1,163	323	1,163	190	684	-	-	פחת
18,123	65,243	14,413	51,887	9,432	33,955	407	1,465	-	-	רווח לפני מס





תחזית תזרים מזומנים והערכת שווי

הערכת שווי לפי שיטת FDCF (היוון תזרים המזומנים החופשי) מצריכה את קביעת הפרמטרים הבאים:

- תקופת ההיוון
- שיעור המס
- תזרים המזומנים בתקופת ההיוון
- תזרים המזומנים בשנה מייצגת
- שיעור צמיחה ארוך טווח
- ריבית ההיוון

להלן פירוט אופן קביעת הפרמטרים:

- תקופת ההיוון – הערכת השווי מאמצת את גישת "העסק החי" (GOING CONCERN), ולפיכך ההיוון הוא לתקופה בלתי מוגבלת (היוון לאינסוף נעשה על פי הנוסחה $PV = \frac{C}{r}$, שבה התזרים השנתי מחולק בשיעור ריבית ההיוון). מכיוון שמדובר בחברה בתחילת דרכה והצפי הוא לתהליך של צמיחה מהירה, נערכה תחזית מפורטת עד סוף 2022 וההיוון לאינסוף בוצע על תזרים שנה מייצגת לאחר תקופת התחזית המפורטת.
- שיעור המס נקבע בהתאם לחקיקה הקיימת על 23%.
- תזרים המזומנים עד שנת 2022 נגזר מתחזית רוו"ה שהובאה לעיל, בהתאמות הנדרשות:
 - הוספת הפחת לרווח
 - קיזוז ההשקעות התפעוליות בהתאם לתחזית ההשקעות





- קיזוז מס מן הרווח לאחר פחת
- לא נכללה הקצאה להון חוזר בשל התנאים המסחריים בענף

להלך תזרימי המזומנים בשני התסריטים על פי ההנחות הנ"ל (הנתונים באלפי ש"ח):

תסריט א':

2022	2021	2020	2019	2018	
34,740	29,747	12,949	4,370	0	רווח לפני מס
7,990	6,842	2,978	1,005	-	בניכוי מס
26,750	22,905	9,971	3,365	-	רווח נקי
1,163	1,163	684	684	-	בתוספת פחת
27,913	24,068	10,655	4,049	-	תזרים מפעילות שוטפת
-	-	4,795	1,372	5,479	בניכוי השקעות
27,913	24,068	5,860	2,678	(5,479)	תזרים שוטף שנתי





תסריט ב':

<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>2018</u>	
65,243	51,887	33,955	1,465	0	רווח לפני מס
15,006	11,934	7,810	337	-	בניכוי מס
50,237	39,953	26,146	1,128	-	רווח נקי
1,163	1,163	1,163	684	-	בתוספת פחת
51,400	41,116	27,308	1,812	-	תזרים מפעילות שוטפת
-	-	-	6,167	5,479	בניכוי השקעות
51,400	41,116	27,308	(4,355)	(5,479)	תזרים שוטף שנתי

• תזרים המזומנים בשנה מייצגת נגזר מנתוני 2022, בקיזוז ההשקעה התפעולית החזויה לשנה בגובה הפחת. להלן התזרים המייצג בכל אחד מהתסריטים:

- תסריט א' – התזרים הצפוי לשנת 2022 בניכוי השקעה תפעולית בסך 1,163 אלפי ש"ח – 26,750 אלפי ש"ח.
- תסריט ב' – בשל השינוי הצפוי בכמויות המכירה ברבעון השני, חושב התזרים המייצג השנתי על פי שלושת הרבעונים האחרונים של שנת 2022, בניכוי השקעה תפעולית בסך 1,163 אלפי ש"ח – 54,215 אלפי ש"ח.





- שיעור הצמיחה ארוך הטווח מוערך בדרך כלל ב-2% בשנה, כקצב גידול האוכלוסיה העולמית. עם זאת, מתוך גישה שמרנית ולאור העובדה שגידול נוסף כרוך בהשקעות נוספות, הוחלט להימנע מהחלת שיעור הצמיחה ארוך הטווח על נוסחת ההיוון.
- ריבית ההיוון – על פי נוסחת WACC, ריבית ההיוון אמורה להיות הממוצע המשוקלל בין ריבית החוב לריבית על ההון העצמי (השווה לתשואה המבוקשת ע"י בעלי המניות). מכיוון שהחברה עדיין אינה פעילה, יש להיעזר בריביות ממאגרי מידע בינלאומיים. המאגר שנבחר הוא מאגר מחירי ההון של אוניברסיטת STERN NYU (פרופ' דאמודאראן), כאשר הריבית היא ממוצע של ריביות ההיוון לענפי התרופות, החקלאות ומוצרי הבריאות לינואר 2018 – 7.3%. במקרה של חברה בתחילת דרכה מקובל להוסיף פרמיית גודל של עד 5%; מכיוון שהחברה מוקמת על בסיס הידע של אלוט ושל מר וייס, הוחלט להסתפק בפרמיית גודל של 4%. לפיכך, ריבית ההיוון עומדת על 11.3%.

בהתאם להנחות ולפרמטרים הנ"ל, להלן תחשיב שווי החברה בשני התסריטים, באלפי ש"ח:

- תסריט א'

2022	2021	2020	2019	2018	
27,913	24,068	5,860	2,678	(5,479)	תזרים שוטף שנתי נומינלי
18,189	17,456	4,730	2,406	(5,479)	תזרים שוטף מהוון
37,303	19,113	1,657	(3,073)	(5,479)	תזרים מצטבר מהוון
160,969					ערך טרמינלי
198,271					ס"ה שווי DCF





• תסריט ב'

2022	2021	2020	2019	2018	
51,400	41,116	27,308	(4,355)	(5,479)	תזרים שוטף שנתי נומינלי
33,495	29,821	22,045	(3,912)	(5,479)	תזרים שוטף מהוון
75,969	42,474	12,653	(9,392)	(5,479)	תזרים מצטבר מהוון
312,654					ערך טרמינלי
388,623					ס"ה שווי DCF

על פי מאמריו של פרופ' דאמודאראן, כאשר בגלל גורמי סיכון שונים יש הסתברות לאי התממשות או להתממשות חלקית של התוכנית העסקית, יש להפעיל על תוצאת ה-DCF מקדם הפחתה המבטא הסתברות זו. להלן גורמי הסיכון הבולטים:

- נכון למועד הכנת הערכת שווי זו, נושא הייצוא עדיין לא הוסדר ברגולציה.





- התיאוריה והניסיון הכלכליים מלמדים שבענפים בהם מתקיים רווח גבוה מהמקובל יש כניסה של מתחרים נוספים וירידת מחיר, עד להתכנסות לנקודת שיווי משקל. ברמות רווח של 70 עד 80 אחוז, כאלה שחושבו לעיל, התגברות התחרות היא כמעט ודאית. בתחזית הפעילות יש ירידת מחירים בינלאומית בלבד.

לאור זאת הוחלט להפעיל את מקדמי ההפחתה הבאים:

- תסריט א' – 20%
- תסריט ב' – 30%

בהתאם לתחשיבים הנ"ל, שווי הפעילות על פי תחשיב DCF נאמד בין 158,617 ל-272,036 אלפי ₪ ובממוצע – ל-215 מליון ש"ח.

בנוגע לשווי זה יש לציין את הנקודות הבאות:

- השווי אינו כולל אומדן לשווי פעילות המו"פ, בשל היעדר נתונים ותחזיות.
- רלוונטיות הערכת השווי מותנית בביצוע התוכניות התפעוליות הכלולות בתוכנית העסקית של הפעילות.

אבנר גפני
ברזלי ייעוץ כלכלי ועסקי (2008) בע"מ

