

**הערכת שווי
של הסכמי חכירה
הוכן לבקשת
טוגדר פארמה בע"מ**

פברואר, 2020



17 בפברואר, 2020

לכבוד :

אורי בן אור, CFO,

טוגדר פארמה בע"מ

לבקשת טוגדר פארמה בע"מ (להלן: "טוגדר" ו/או "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של שיעור הריבית הגלומה בהסכם חכירת מקרקעין נכון לחודש אוגוסט 2019 (להלן: "מועד החישוב/הערכה"). העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS).

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים של החברה.

הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן שיעורי הריבית הגלומים בהסכמי חכירה, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחויבים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

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

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

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

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

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

אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי הסכמי חכירה על פי כללי חשבונאות בינלאומיים.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה/טוגדר –	טוגדר פארמה בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
מח"מ-	משך חיים ממוצע
אש"ח-	אלפי ש"ח

מקורות מידע

במסגרת עבודתנו, התבססנו, בין היתר, על נתונים ומידע פיננסי של החברה, אשר התקבלו מהנהלת החברה. ידוע לכם והנכם מסכימים, כי אנו מסתמכים על המידע שהומצא לנו כאמור ללא כל אימות או בדיקה עובדתית שלו או של תוכנו, ולפיכך אנו לא נהיה אחראים לתוצאות הסתמכותנו עליו ו/או להשפעת הסתמכותנו כאמור על עבודתנו ו/או על תוצאותיה. יחד עם זאת, לאור שיחותינו עם ההנהלה ניכר כי אין לנו כל סיבה להאמין כי המידע והנתונים שהתקבלו אינם סבירים.

פרק 2

מתודולוגיה

2.1 מדרג שווי הוגן²

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

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

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

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

IFRS13²

IFRS16³

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

2.2 הערכת שווי הסכמי חכירה³

תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS16 (בסעיף זה להלן "התקן") מחליף את ההנחיות הקיימות בנושא חכירות ומשנה את הטיפול החשבונאי בעיקר מצד החוכר.

על פי התקן, חוכר נדרש להכיר בנכסים ובהתחייבויות עבור הזכויות והמחויבויות שנוצרו כתוצאה מחכירות, למעט מספר הקלות, כגון חכירות שלהן לתקופה שאינה עולה על 12 חודשים או חכירות שבהן נכס הבסיס הוא בעל ערך נמוך. התקן מספק כללי הכרה ומדידה ספציפיים במקרים אלו. כתוצאה מכך, חוכר לא נדרש יותר לסיווג של חכירות כתפעוליות או ממוניות.

על פי התקן, בעת התקשרות בחוזה, ישות תעריך אם החוזה הוא חכירה או אם הוא כולל חכירה. חוזה הוא חכירה או כולל חכירה אם החוזה מעביר את הזכות לשלוט בשימוש בנכס מזהה לתקופת זמן עבור התמורה.

תקופת החכירה

ישות תקבע את תקופת החכירה כתקופה שבה החכירה אינה ניתנת לביטול, יחד עם:

- א. תקופות המכוסות על ידי אופציה להאריך את החכירה אם ודאי באופן סביר שהחוכר יממש אופציה זו; וכן
- ב. תקופות המכוסות על ידי אופציה לבטל את החכירה אם ודאי באופן סביר שהחוכר לא יממש אופציה זו.

בעת הערכה אם ודאי באופן סביר שחוכר יממש אופציה להאריך את החכירה, או לא יממש אופציה לבטל את החכירה, ישות תשקול את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות אשר יוצרות תמריץ כלכלי לחוכר לממש את האופציה להאריך את החכירה, או לא לממש את האופציה לבטל את החכירה.

חוכר יעריך מחדש אם ודאי באופן סביר לממש אופציה להארכה או לא לממש אופציה לביטול, בעת התרחשות אירוע משמעותי או שינוי משמעותי בנסיבות אשר:

- א. הוא בשליטתו של החוכר; וכן
- ב. משפיע על ההחלטה אם ודאי באופן סביר שהחוכר יממש אופציה, שלא נכללה קודם לכן בקביעתו את תקופת החכירה, או לא יממש אופציה, שנכללה קודם לכן בקביעתו את תקופת החכירה.

מדידה לראשונה של נכס זכות שימוש

במועד התחילה, חוכר ימדוד את הנכס זכות שימוש בעלות.

העלות של הנכס זכות שימוש מורכבת מ:

- א. הסכום של המדידה לראשונה של התחייבות החכירה.
- ב. תשלומי חכירה כלשהם שבוצעו במועד התחילה או לפניו, בניכוי תמריצי חכירה שהתקבלו;
- ג. עלויות ישירות כלשהן שהתהוו לחוכר; וכן
- ד. אומדן העלויות שיתהוו לחוכר לפירוק ופינוי של נכס הבסיס, לשיקום האתר בו הנכס ממוקם או להחזרת נכס בסיס למצב שנדרש לפי התנאים של החכירה.

מדידה לראשונה של התחייבות החכירה

במועד התחילה, חוכר ימדוד את התחייבות החכירה בערך הנוכחי של תשלומי החכירה שאינם משולמים באותו מועד. תשלומי החכירה יהוונו תוך שימוש בשיעור הריבית הגלום בחכירה, אם שיעור זה ניתן לקביעה בנקל. אם שיעור זה אינו ניתן לקביעה בנקל, החוכר ישתמש בשיעור הריבית התוספתי של החוכר.

במועד התחילה, תשלומי החכירה הנכללים במדידה של התחייבות החכירה מורכבים מהתשלומים הבאים, עבור הזכות להשתמש בנכס הבסיס במהלך תקופת החכירה, שאינם משולמים במועד התחילה:

- א. תשלומים קבועים בניכוי תמריצי חכירה;
- ב. תשלומי חכירה משתנים שתלויים במדד או בשער, שנמדדים לראשונה על ידי שימוש במדד הקיים או בשער הקיים במועד התחילה;
- ג. סכומים החזויים לעמוד לתשלום על ידי החוכר בהתאם לערבויות לערך שייר;

ד. מחיר המימוש של אופציית רכישה אם ודאי באופן סביר שהחוכר יממש
אופציה זו ; וכן
ה. תשלומי קנסות לביטול החכירה, אם תקופת החכירה משקפת מימוש
אופציה לבטל את החכירה על ידי החוכר.

פרק 3

הערכת שווי הסכמי החכירה

3.1 הסכמי החכירה⁴

הסכם לשכירת מקרקעין מחדש אוגוסט 2019. עיקרי ההסכם הרלוונטיים לעבודה זו הנם כדלקמן:

- מדובר במבנה תעשייתי באזור העיר אשקלון. החברה צפויה לבנות במבנה זה מתקן/מפעל למיצוי קנאביס בהשקעה מהותית מאוד.
- הסכם השכירות, הכולל את תקופות האופציה, הנו לתקופה של 24 שנים ו-11 חודשים⁵ (10 שנים + 2 תק' אופציה של 5 שנים כל אחת + תק' אופציה של 4 שנים ו-11 חודשים).
- השוכר קיבל תקופת גרייס של כ-6 חודשים.
- דמי השכירות הנם בש"ח וישולמו כל רבעון מראש.
- נכון למועד ההערכה לא קיים שוכר משנה.

3.2 אומדן ריבית ההיוון

כמצויין בתקן 'יתשלומי החכירה יהוונו תוך שימוש בשיעור הריבית הגלום בחכירה, אם שיעור זה ניתן לקביעה בנקל. אם שיעור זה אינו ניתן לקביעה בנקל, החוכר ישתמש בשיעור הריבית התוספתי של החוכר". לצורך אומדן שיעור הריבית התוספתי של טוגדר התבססנו על שיעורי הריבית אותה החברה היתה מגייסת בשוק או מהמערכת הבנקאית.

לצורך אומדן שיעור הריבית התבססנו על הפרמטרים הבאים:

- לחברת הבת גלובוס פארמה (פעילות הקנאביס הנה תחת חברת חברה זו) אשראי בנקאי מתחדש כל שבוע בסך של 600 אש"ח ובריבית של 3.75%. בנוסף, נטלה החברה הלוואה מצד ג'. תנאי ההלוואה הנם כדלקמן:

- סך ההלוואה הנו 5.5 מיליון ש"ח.
- מדובר בהלוואה שקלית אשר אינה צמודה.
- ההלוואה נושאת ריבית שנתית בשיעור של 5% לשנה (מחושב על בסיס רבעוני).
- להבטחת סילוק ההלוואה העמידו בעלי השליטה בחברה בטוחות הכוללים שעבוד מדרגה ראשונה על 857,670 מניות החברה וערבות אישית על סך של עד 2 מיליון ש"ח.
- ההלוואה אינה כוללת אופציה.
- ההלוואה הועמדה בתחילת חודש ספטמבר 2019 ותיפרע ביום 31.12.2019.

להלן הפרמטרים אשר על בסיסם חושב מחיר ההון:

- היות ומדובר בהסכם חכירה של מקרקעין עליו ייבנה מתקן המיצוי של החברה, הנחנו שמקרקעין זה (כולל המחברים לו) מהווה כ-50% בטוחה במידה והיה נרכש בעזרת מימון בנקאי. בטוחה זו שקולה לבטוחה אותה העמידו בעלי המניות של החברה ביחס להלוואה שפורטה לעיל.

⁵ החברה בחנה, על בסיס עקרונות התקן, האם קיימת סבירות למימוש האופציה ולגישת החברה, הסבירות הנה גבוהה מאוד.

⁴ מקור: הנהלת החברה.

- על בסיס מאגר מידע של מרווח הוגן ליום 30.9.2019, נמצא שדרוג ההלוואה והאשראי הבנקאי הנו בטווח שבין baa1 (ריבית של 2.1% למח"מ של 0.25 שנים) לבין NR1 (ריבית של 35% למח"מ של 0.25 שנים).
- היות והסכם השכירות הנו לתקופה של 25 שנים עם גרייס של כ-6 חודשים, מח"מ הסכם השכירות הנו כ-13 שנים.
- למועד זה ריבית baa1 למח"מ של 13 שנים נאמדת בכ-7.5% ובדרוג של NR1 נאמדת בכ-8%⁶.

בהתאם לכך, שיעור הריבית הגלום בהסכם החכירה הנו בטווח שבן 7.5% ל-8%, כאשר הממוצע הנו 7.75%.

⁶ מקור: מאגר מידע מרווח הוגן.

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-17 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות, רו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט ומתמחה במשרד לייעוץ כלכלי עובד גובי ושות'.
 • מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בשני ארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACVA

**הערכת שווי
של התחייבות לבעלי שליטה
הוכן לבקשת
טוגדר פארמה בע"מ**

פברואר, 2020



Intelligent Financial Solutions

17 בפברואר, 2020

לכבוד :

טוגדר פארמה בע"מ

לבקשת טוגדר פארמה בע"מ (להלן: "טוגדר" ו/או "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי של התחייבות לבעלי שליטה בחברה. העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS)¹.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. בנוסף, אנו מאשרים לחברה לפרסם חוות דעת זו כחלק מדיווחיה השוטפים לבורסה.

הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה להעריך את התחייבויות החברה לבעלי שליטה בחברה, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות

¹ לרבות תקנים IFRS 9 ו-IFRS 13

נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

לצורך עבודתנו התבססנו על תחזיות הנהלת החברה אשר נמסרו לנו על בסיס שיקול דעתם. תחזיות אלו לא נבחנו על ידינו ולכן אין אנו מחוויים דעה אודותן.

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

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

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

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

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

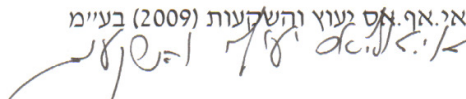
אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיוני של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל².

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות שגיא בן שלוש, רו"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330, sagi@ifs-consulting.co.il

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


² לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

עמוד	פרק
6	1 כללי
8	2 תיאור החברה
10	3 מתודולוגיה
14	4 אומדן סך קרן ההתחייבות לבעלי שליטה
20	נספח א'

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה אומדן התחייבות החברה ליום 31.12.2019.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בשי"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה ו/או טוגדר –	טוגדר פארמה בע"מ
מועד ההשלמה-	2.5.2018
בעלי המניות/שליטה-	מר ניסים ברכה, מר ניר סוסינסקי ומר גיא עטיה המחזיקים יחדיו כ- 74.99% מהון מניות החברה ³ .
מועד הקיבוע-	14.6.2018
מועד ההערכה-	31.12.2019
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
אש"ח-	אלפי ש"ח

להלן מקורות המידע העיקריים בהם נעשה שימוש בעבודתנו :

- ◀ תשקיף להשלמה מחודש יולי 2018.
- ◀ דיווחי החברה לבורסה לניירות ערך.

³ לא בדילול

פרק 2

תאור החברה

אודות החברה

חברת טוגדר פארמה בע"מ התאגדה ביום 4 ביולי 1991 כחברה פרטית תחת השם אלטסיס בע"מ והפכה לחברה ציבורית בחודש מאי 1993, ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.

ביום 2 במאי, 2018, הושלמה עסקת הכנסת פעילות חברת גלובוס פארמה בע"מ (להלן: "גלובוס"), במסגרתה כנגד 100% ממניות גלובוס והשקעה של 3 מיליון ש"ח בחברה, הוקצו לבעלי מניות גלובוס כ- 74.99% מהון המניות המונפק והנפרע של טוגדר לפי חלקם היחסי של (להלן: "העסקת הכנסת הפעילות").

לאחר עסקת הכנסת הפעילות פועלת החברה בתחום ריבוי, גידול, ייצור, שינוע ואחסון קנאביס רפואי ומוצרים על בסיסו.

פרק 3

מתודולוגיה

3.1 מחיר ההון

מחיר ההון נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחה כמפורט להלן:

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

כאשר:

-WACC שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות;

-Kd שיעור התשואה על החוב;

-D/(E+D) שיעור החוב מסך הנכסים;

-Ke שיעור התשואה על ההון העצמי;

-E/(E+D) שיעור ההון העצמי מסך הנכסים;

מחיר ההון העצמי, או התשואה הנדרשת על ההון העצמי, נקבע תוך יישום מודל CAPM (Capital Asset Pricing Model). מחיר ההון העצמי לפי מודל זה מורכב משער ריבית חסר סיכון על אגרות חוב ארוכות טווח, בתוספת מכפלת פרמיית הסיכון הממוצעת של שוק המניות במקדם הסיכון היחסי של החברה, ביטא, המשקף את הרגישות של שווי השקעה לתנודות בשוק ההון בכללותו ובתוספת פרמייה ספציפית, בהתאם לנוסחה הבאה:

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

-Rf ריבית חסרת סיכון.

-(Rm-Rf) פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בין-לאומי הפועל בישראל.

-β מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. ה-β נטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה גבוה יותר. בזמן אמידת ה-β בעזרת השוואה לחברות אחרות, יש לתקן את ה-β והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של החברה. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המנוף הפיננסי של ה-β בשלב הראשון, כלומר חישוב ה-β "התפעולית", וחישוב דרגת המנוף הספציפית של החברה, בשלב השני. הקשר בין ה-β "התפעולית" ל-β הכוללת את השפעת המנוף הפיננסי הוא: $\beta_I = \beta_U [1 + (1-T)(D/E)]$ כאשר E- שווי החברה, D- שווי ההון הזר, T- שיעור המס, βU- "β התפעולית" ואילו βI הנה ה-β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי⁴. לצורך אמידת הביטא לקחנו את ממוצע הביטא של חברות דומות הפעילות בתחום.

-Rs שיעור תשואה נוסף, המיוחס לגודל חברה.

⁴ לפירוט ראה משה בן חורין "שוק ההון וניירות הערך", (פרק 18).

המסחר באופציות על מניות החל מתחילת שנות ה-70 של המאה הקודמת בארה"ב. באותן שנים החלו מאמצים לפיתוח מודל אמין לתמחור אופציות שהסתכמו בהצלחה בשנת 1973 כאשר שני פרופסורים אמריקאים Fisher Black & Myron Scholes פיתחו נוסחה להערכת שווי אופציית רכש CALL אירופאית⁵. היום מודל Black & Scholes (להלן: "B&S") הוא המודל המקובל ביותר להערכת שווי האופציה.

לאחר מכן פיתחו Cox-Ross-Rubinstein את מודל העץ הבינומי. על-פי המודל מקבל מחיר המניה בסוף כל תקופה רק שני ערכים אפשריים: מצב עליה ומצב ירידה. בהמשך וכנגזרת של המודל הבינומי פותח מודל העץ התרינומי, לפיו בכל סוף תקופה, מחיר המניה עשוי לעלות, לרדת או להישאר ללא שינוי. ישנם מודלים נוספים שפותחו במרוצת השנים כגון סימולציית הסתברויות מונטה קרלו⁶, קווי מונטה קרלו, The Whaley (Quadratic) model⁷ ומודלים נוספים. הנחת הבסיס העומדת ברוב המודלים היא אי סבירות של מצב ארביטרז'. במילים אחרות, בכל קומבינציית מצבים ובכל נקודת זמן לא יתכן מצב של הפקת רווח חסר סיכון.

⁵ אופציה אירופאית לא ניתנת למימוש לפני תאריך הפקיעה.

⁶ מחשבון מונטה קרלו מחשב את ההסתברות של מחיר המניה להיות בנקודה ספציפית.

⁷ המודל מנסה לחשב את הנקודה הקריטית בא תמומש אופציה אמריקאית במימוש מוקדם.

שאלה מרכזית בתמחור אופציות היא מה יהיה מחיר המניה בעתיד? חוסר היכולת לדעת את המחיר העתידי של המניה הוא אחד מנקודות התורפה העיקריות של כל מודלי האי ארביטרז' הקיימים כיום. נהוג להציב את סטיית התקן של תשואת נכס הבסיס בתור אלמנט המנבא את מחיר המניה בתקופה הבאה. כך, בהינתן מחיר המניה היום אנו מניחים שבזמן 1 המחיר שלה יהיה בגבולות של סטיית התקן של התשואה (סטיית התקן לאותה תקופה).

עם זאת, איננו יכולים להציב ישירות את סטיית התקן של מחיר המניה בהיותה מתפלגת לוג-נורמאלית ולכן נהוג להשתמש בסטיית תקן של תשואת נכס הבסיס שמתפלגת נורמאלית.

השאלה המתבקשת אפוא היא איזה סוג סטיית תקן יש להציב בתור אלמנט המנבא את מחיר נכס הבסיס? מבדילים בין מספר סוגים של סטיית תקן:

- סטיית תקן היסטורית - אומדן תנודתיות שמחושב על סמך תצפיות העבר כפי שנרשמו בבורסה.
- תנודתיות נצפית - תנודתיות אותה צופים לתקופת חיי האופציה והיא סובייקטיבית לחלוטין ותלויה בהשקפותיו וציפיותיו של המודד.
- תנודתיות גלומה - התנודתיות המשתקפת ממחיר האופציה כפי שנסחרת בפועל. למעשה, זוהי אותה תנודתיות שבהצבתה במודל B&S נקבל את מחיר האופציה כפי שהיא נסחרת כיום.

ראוי לציין, שתוצאות חישוב שווי האופציה שמתקבלות ברוב המודלים זהות (במיוחד עבור אופציות עמוק בתוך הכסף). הסיבה העיקרית לכך טמונה בהנחות עבודה דומות (אי ארביטרז' וכדומה) ושימוש משותף באותם משתנים

אקסוגניים, כגון שיעור ריבית חסר סיכון, מחיר נכס הבסיס ובעיקר סטיית התקן של תשואת נכס הבסיס.

מודל B&S אל מול המודל הבינומי

ניתן לבצע הערכת שווי לאופציות לפי המודלים הבאים:

- מודל בינומי;
- סימולציית מונטה קרלו;
- Black & Scholes.

תוצאות התמחור של האופציות הסחירות זהות כמעט לחלוטין עבור כל מודלי האי ארביטראז'. ברם, בשערוך אופציות לעובדים, קיימים הבדלים מהותיים בין השיטות השונות. כך שאם נשווה בין מודל B&S, המקובל ביותר לשערוך אופציות סחירות, לבין המודל הבינומי, נגלה ששווי האופציה בשני המקרים יהיה שונה. הסיבה העיקרית לכך היא בהנחת היסוד של מודל B&S, בה קיימים משתנים אקסוגניים כגון ריבית חסרת סיכון וסטיית התקן של תשואת המניה הנותרים קבועים עד תום חיי האופציה. לעומת זאת, המודל הבינומי גמיש יותר ומאפשר שינוי בערכים אלו בין התקופות.

3.3 מדרג שווי הוגן⁸

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

⁸ IFRS13

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

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

- **נתוני רמה 1** הם מחירים מצוטטים (שלא תואמו) בשווקים פעילים עבור נכסים זהים או עבור התחייבויות זהות שלישות יכולה להיות גישה אליהם במועד המדידה. מחיר מצוטט בשוק פעיל מספק את הראייה המהימנה ביותר לשווי הוגן ויש להשתמש בו כדי למדוד שווי הוגן בכל עת שהוא ניתן להשגה.
- **נתוני רמה 2** מוגדרים כנתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה 1, אך ניתנים לצפייה עבור נכס או התחייבות, במישרין או בעקיפין.
- **נתוני רמה 3** הם נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס או עבור ההתחייבות. נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישמשו כדי למדוד שווי הוגן במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס או עבור ההתחייבות במועד המדידה. אולם, מטרת המדידה של השווי הוגן נותרת ללא שינוי, כלומר מחיר יציאה במועד המדידה מנקודת המבט של משתתף בשוק שמחזיק בנכס או שחב את ההתחייבות. לפיכך, נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישקפו את ההנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, כולל הנחות לגבי סיכון.

פרק 4

אומדן ההתחייבות לבעלי המניות

4.1 שיעור היוון

שיעור ההיוון אשר נעשה בו שימוש נאמד על ידינו למועד ההשלמה והקיבוע בכ-16% (לפרוט ראה הערכת שווי למועד זה אשר צורפה לדוחות הכספיים של החברה ליום 30.6.2018) ועל בסיס מתודולוגיה זו ליום 31.12.2019 על כ-15.4%⁹.

4.2 הלוואות בסך של 3.5 מיליון ש"ח

כחלק מעסקת הכנסת הפעילות התחייבו בעלי השליטה לעמיד לחברה הלוואה בסך כולל של 3 מיליון ש"ח (בפועל הועמד כ- 3.5 מיליון ש"ח). הלוואות הבעלים כאמור תישא הפרשי הצמדה וריבית המינימאלית לפי פקודת מס הכנסה¹⁰ ותיפרע לניצעים על בסיס שנתי באופן שרבע מרווחי החברה לפני מס בשנה הרלוונטית יוחזר לניצעים על חשבון פירעון ההלוואה ובתנאי שתזרים החברה יאפשר לה גם המשך מימון פעילות שוטפת של החברה במשך שנה לאחר מכן, כאשר החברה צופה שלא יהיה פער משמעותי בין הרווח לפני מס לבין התזרים. ב-15.8.2019 הומר סך של 3 מיליון ש"ח (קרן) ל-461,538 מניות רגילות של החברה.

ערך המניות למועד ההמרה הנו-1,374 אש"ח (297.8 אג' למניה).

הלוואה בסך 3 מיליון ש"ח מהוון למועד ההמרה נאמד בכ-2,273

אש"ח.

⁹ $RF = 0.14\%$ (ממשל שקלית 0121), $Rm - Rf = 5.9\%$, ביתא-1.17, $R_s = 8.4\%$ ו- $D/(D+E) = 0\%$.
¹⁰ שיעור הריבית בשנת המס 2020 הנו 2.62% (שיעור המס בשנים 2018 ו-2019 לעניין סעיף 33(ג) לפקודת מס הכנסה הינו 2.61% ו-2.56% בהתאמה).

4.3 הנפקת חוב כנגד 12% מהון החברה

במסגרת העסקה קיבלו בעלי המניות של החברה חוב השווה ל-12% משווי החברה אשר יקבע לפי מחיר מניית החברה בבורסה על בסיס 30 ימי מסחר לאחר מועד ההשלמה. הלוואת הבעלים כאמור תישא הפרשי הצמדה וריבית המינימאלית לפי פקודת מס הכנסה ותיפרע לניצעים על בסיס שנתי באופן שרבע מרווחי החברה לפני מס בשנה הרלוונטית יוחזר לניצעים על חשבון פירעון ההלוואה ובתנאי שתזרים החברה יאפשר לה גם המשך מימון פעילות שוטפת של החברה במשך שנה לאחר מכן, כאשר החברה צופה שלא יהיה פער משמעותי בין הרווח לפני מס לבין התזרים. להלן הפרמטרים אשר על בסיסם נאמד חוב זה, נכון למועד הקיבוע:

מועד קיבוע	
מניות	45,214,496
שער לחישוב	8.53
אחוז מהחברה	12%
ערך התחייבות באש"ח	46,275

- שער המניה הממוצע על פני 30 ימי מסחר נאמד ב-8.53 ש"ח.

- הון המניות המונפק הנו 45,214,496 מניות.

- להרחבה ראה הערכת שווי ליום 30.6.2018.

- בין מועד הקיבוע לבין 31.12.2019 לא נפרעו הלוואות אלו.

לכן, הערך הנומינאלי של התחייבות זו למועד הקיבוע וליום 31.12.2019 נאמד בכ-46,275 אש"ח.

4.4 הנפקת חוב כנגד מימוש אופציות

בנוסף, החברה התחייבה כי ביחס לאופציות, מוסכם בין הצדדים, כי בנסיבות בהן לאחר פרסום זימון האסיפה לאישור עסקת הכנסת הפעילות תמומשנה אופציות, יהיו זכאים בעלי המניות לחוב (להלן: "חוב האופציות") מאת החברה השווה ל- פי 3 מכמות כתבי האופציה שימומשו לפי מחיר מניית החברה בבורסה ב- 30 ימי המסחר לאחר מועד ההשלמה. כמו כן נקבע, כי למען הסר ספק מובהר ומוסכם כי בכל מקרה בו תמומשנה אופציות שהוקצו לאחר מועד ההשלמה לא יחול ההסדר האמור בסעיף זה והניצעים לא יהיו זכאים לחוב מאת החברה.

מטרת המנגנון האמור הייתה לשמר את יחס ההקצאה של 74.99% מהון החברה כנגד 100% מהון הפעילות, כפי שנקבעה במסגרת ההסכם המפורט. נכון למועד השלמת העסקה, היו קיימות בהון החברה 204,301 אופציות לא רשומות. בהנחת מימוש של כל האופציות, הקיימות בהון החברה, ובהתחשב במחיר המניה הממוצע ב- 30 ימי המסחר שלאחר מועד ההשלמה, אשר הינו 8.53 ש"ח למניה, חוב האופציות המקסימלי יעמוד על כ- 5.2 מיליון ש"ח¹¹. עד למועד השלמת העסקה לא מומשו אופציות כאמור לעיל. ממועד פרסום זימון האסיפה לראשונה לאישור עסקת הכנסת הפעילות (15.3.2018) ועד ליום 30.6.2018 מומשו 27,619 כתבי אופציות. כאשר מיום 1.7.2018 ועד ליום 31.12.2019 לא מומשו אופציות נוספות ו-7,200 כתבי אופציה פקעו.

להלן טבלה המציגה את הרכב האופציות:

מועד פקיעה	ת. מימוש	כמות	
NR	0.1	27,619	אופציות שמומשו
		7,200	אופציות שפקעו
			<u>אופציות שטרם מומשו</u>
NR	0.1	101,088	קבוצה א'
01/05/23	12	68,394	קבוצה ב'
		169,482	סה"כ
		204,301	סה"כ

לצורך אומדן שווי ההתחייבות התבססנו על הפרמטרים הבאים:

- נעשה שימוש במודל בינומי.
- סטיית תקן – נאמדה בכ-82% (במעוגל). להלן טבלה הכוללת את חברות המדגם:

ש.ת.תקן	שם החברה
73%	Canopy Growth Corporation
84%	Aphria Inc.
78%	Aurora Cannabis Inc.
94%	Emerald Health Therapeutics, Inc.
71%	OrganiGram Holdings Inc.
76%	טוגדר
97%	אינטרקור
82%	ממוצע

- ריבית חסרת סיכון שקלית של-0.2%.
- נכס הבסיס- שער מניית החברה ליום 31.12.2019 והנו 3.21 ש"ח.

¹¹ אשר יצבור ריבית רק בעת מימוש האופציות.

- כאשר תוספת המימוש הנה 0.1 ש"ח, שווי האופציה מתכנס לשווי מניית החברה והנו 3.21 ש"ח.

להלן טבלה המרכזת את תוצאות החישוב ליום 31.12.2019 (מוצג באש"ח):

<u>כמות</u>		<u>בגין יחידה סה"כ באש"ח</u>	
אופציות שטרם מומשו			
קבוצה א'	101,088	25.6	2,586
קבוצה ב'	68,394	0.8	55
סה"כ	169,482		2,641

$$- 25.6 = 8.53 * 3$$

להלן ניתוח רגישות ביחס לשינוי בשיעור סטיית התקן:

71	70%
64	75%
58	80%
55	82%
148	90%
136	95%
125	100%

4.5 סך ההתחייבות למועד השלמה

לבקשת החברה, ביצענו אומדן לסך ההתחייבות המהוון על בסיס תחזית הרווח הנקי של החברה. לשם כך התבססנו על תחזית הנהלת החברה לגבי אופן פירעון התחייבות זו.

כאמור לעיל, הלוואת הבעלים תישא הפרשי הצמדה וריבית המינימאלית לפי פקודת מס הכנסה ותיפרע על בסיס שנתי באופן שרבע מרווחי החברה לפני מס בשנה הרלוונטית יוחזר למלוים על חשבון פירעון הלוואה ובתנאי שתזרים החברה יאפשר לה גם המשך מימון פעילות שוטפת של החברה במשך שנה לאחר מכן, כאשר החברה צופה שלא יהיה פער משמעותי בין הרווח לפני מס לבין התזרים. להלן טבלה המרכזת את סך ההתחייבות ליום 31.12.2019. מוצג בערך שוטף (ללא ריבית) ומהוון על בסיס תחזית פירעון ההתחייבות (באש"ח):

31.12.2019	
קרן הלוואה (1)	1,241
מנגנון 12% (חוזה מארח)	52,746
מנגנון 12% (נגזר משובץ) (6,471)	
מנגנון אופ' שטרם הומרו	2,641
בערך שוטף	50,157
מהוון	36,952

ליום 31.12.2019 סך ההתחייבות המהוון נאמד בכ-37 מלש"ח (ליום 30.6.2019 על כ-40.3 מלש"ח).

(1) כולל 27,619 אופציות שמומשו ובגינן נרשמה התח' בסך 707 אש"ח ובניכוי המרה של 3 מלש"ח.

¹² שער הממוצע שנקבע במועד הקיבוע.

- פירעון מהוון- קרן הלוואה מהוון בריבית של 16%, מנגנון 12% בריבית של 15.4% (לפרוט ראה סעיף 4.1 לעיל) ומנגנון בגין אופי מהוון בריבית חסרת סיכון.
- לעניין סעיף 3(ג) לפקודת מס הכנסה שיעור הריבית בשנת המס 2020 הנו 2.26% (בגין שנות המס 2018 ו-2019 הינו 2.61% ו- 2.56%, בהתאמה).
- יתרת קרן ליום 31.12.2019 כוללת ריבית מס הכנסה לתקופה שבין 2.5.2018 ל-31.12.2019.

להלן ניתוח רגישות לשינוי בשיעור ההיוון:

31.12.2019	
39,735	-3%
38,773	-2%
37,846	-1%
36,952	0%
36,089	1%
35,257	2%
34,453	3%

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-16 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות, רו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט ומתמחה במשרד לייעוץ כלכלי עובד גובי ושות'.
 • מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בשני ארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACVA

הערכת שווי מנגנון השקעה

הוכן לבקשת

טוגדר פארמה בע"מ

ליום 31.12.2019

ינואר, 2020



Intelligent Financial Solutions

30 בינואר, 2020

לכבוד :

מר אורי בן אור, סמנכ"ל כספים

טוגדר פארמה בע"מ

לבקשת טוגדר פארמה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "טוגדר") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של מנגנון הגנה אשר ניתן לחברת הכשרה חברה לביטוח בע"מ (להלן: "הכשרה") נכון ליום 31.12.2019 (להלן: "מועד הערכה"). העבודה נערכה על סמך תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS). על פי התקינה הבינלאומית, שווי הוגן הנו המחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה. מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת החברה בהערכת השווי ההוגן של מניות אלו. הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של החברה.

הגבלת אחריות

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

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

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

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

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

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

אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיוני של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

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

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות לשגיא בן שלוש, רו"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330 או במייל sagi@ifs-consulting.co.il

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ
שגיא בן שלוש

¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תיאור טוגדר ועסקת ההשקעה
3	מתודולוגיה
4	הערכת שווי מנגנון ההגנה
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	6
	8
	11
	15
	18

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי של מנגנון ההגנה על פי התקינה החשבונאית הבינלאומית ליום 31.12.2019.
- כל הנתונים בעבודה זו הינם בש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

הכשרה-	הכשרה חברה לביטוח בע"מ
החברה ו/או טוגדר-	טוגדר פארמה בע"מ
IFS -	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
אש"ח -	אלפי ש"ח
מועד החישוב/הערכה-	31.12.2019

מקורות מידע

- הסכם השקעה בין טוגדר והכשרה.
- שער מניית טוגדר בבורסה.
- דיווחי טוגדר והכשרה לבורסה.

פרק 2

תאור טוגדר ועסקת ההשקעה

2.1 תיאור טוגדר

חברת טוגדר התאגדה בחודש יולי 1991 כחברה פרטית והפכה לחברה ציבורית בחודש מאי 1993. ביום 2 במאי, 2018, הושלמה עסקת הכנסת פעילות בתחום הריבוי, גידול, ייצור ושיווק קנאביס רפואי. נכון למועד דוח זה, תחום פעילות החברה הינו ריבוי, גידול, ייצור ושיווק מוצרי קנאביס רפואי. תחום הפעילות יתמקד בכל שרשרת הפקת ואספקת מוצרי קנאביס רפואי. החברה אינה משקיעה משאבים בתחומי פעילות קודמים ו/או אחרים.

2.2 תיאור עסקת ההשקעה

ביום 6.6.2019 נחתם הסכם הקצאה פרטית בין טוגדר לבין הכשרה (מועד קובע 10.6.2019). להלן עקרונות הסכם זה הרלוונטים להערכת השווי:

- סך ההשקעה נאמד ב-10 מליון ש"ח.
- כנגד השקעה זו קיבלה הכשרה 2,413,710 מניות רגילות של טוגדר.
- בנוסף זכאית הכשרה למנגנון הגנת השקעה (להלן: "מנגנון הגנה"). תנאי המנגנון הנם כדלקמן:

○ בתום כל שנה ממועד ההשלמה במהלך 3 השנים הראשונות ממועד ההשלמה, יבדק מחיר המניה הממוצע המותאם המשוקלל² ב-30 ימי המסחר שקדמו למועד הבדיקה (להלן: "המחיר הסופי").

○ ככל והמחיר הסופי בכל אחד ממועדי הבדיקה, ישקף תשואה שנתית להכשרה הנמוכה מ-8%, תפצה טוגדר את הכשרה, כדלקמן:

- בגין תשואה שנתית שבין 0% ל-8% - פיצוי כספי אשר יחושב כדלקמן- ההפרש בין מחיר מניה המשקף תשואה שנתית של 8%, לבין המחיר הסופי כפול כמות המניות המוקצות.
- בגין תשואה שלילית – טוגדר (א) תשלם להכשרה פיצוי כספי, כאמור לעיל, ובנוסף (ב) תקצה להכשרה מניות נוספות, בכמות אשר תחושב כדלקמן- ההפרש בין המחיר הסופי לבין מחיר המשקף תשואה 0, כפול כמות ניירות הערך המוקצים (מעוגל מתמטית), חלקי המחיר הסופי.
- בגין ירידה של מעל 20% בתחשיב סוף שנה ישולם הפיצוי בכסף ולא במניות.

○ יובהר, כי

- מחיר מניה המשקף תשואה שנתית של 8% בסוף השנה הראשונה הינו 447.4 אגורות, מחיר מניה המשקף תשואה שנתית של 8% בסוף השנה השנייה הינו 483.19 אגורות ומחיר מניה המשקף תשואה שנתית של 8% בסוף השנה השלישית הינו 521.85 אגורות.

² המחיר ישקלל לשקף גם את כמות המניות שעברו ומותאם לשקף דיבידנדים, מניות הטבה, זכויות, פיצול הון ואיחוד הון וכיו"ב הטבות לבעלי מניות החברה ופעולות אחרות המשפיעות על מחיר המניה.

- ככל שבחישוב כולל של מועדי הבדיקה, התשואה בכללותה למשך שלוש השנים הייתה מעל ל-8% בשנה (במצטבר, קרי מעל 521.85 אג' למניה), במסגרת הבדיקה השלישית תבוצע התחשבות בין הצדדים.

פרק 3 מתודולוגיה

3.1 הנחיות חשבונאיות רלוונטיות – מדרג שווי הוגן³

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

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

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

- ◀ נתוני רמה 1 הם מחירים מצוטטים (שלא תואמו) בשווקים פעילים עבור נכסים זהים או עבור התחייבויות זהות שלישות יכולה להיות גישה אליהם במועד המדידה. מחיר מצוטט בשוק פעיל מספק את הראייה המהימנה ביותר לשווי הוגן ויש להשתמש בו כדי למדוד שווי הוגן בכל עת שהוא ניתן להשגה.
- ◀ נתוני רמה 2 מוגדרים כנתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה 1, אך ניתנים לצפייה עבור נכס או התחייבות, במישרין או בעקיפין.
- ◀ נתוני רמה 3 הם נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס או עבור ההתחייבות. נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישמשו כדי למדוד שווי הוגן במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס

³ מקור: IFRS13

⁴ אופציה אירופאית לא ניתנת למימוש לפני תאריך הפקיעה.

או עבור ההתחייבות במועד המדידה. אולם, מטרת המדידה של השווי ההוגן נותרת ללא שינוי, כלומר מחיר יציאה במועד המדידה מנקודת המבט של משתתף בשוק שמחזיק בנכס או שחב את ההתחייבות. לפיכך, נתונים שאינם ניתנים לצפייה ישקפו את ההנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, כולל הנחות לגבי סיכון.

3.2 מודלים לתמחור אופציות

3.2.1 כללי

המסחר באופציות על מניות החל מתחילת שנות ה-70 של המאה הקודמת בארה"ב. באותן שנים החלו מאמצים לפיתוח מודל אמין לתמחור אופציות שהסתכמו בהצלחה בשנת 1973 כאשר שני פרופסורים אמריקאים Fisher Black & Myron Scholes פיתחו נוסחה להערכת שווי אופציות רכש CALL אירופאית⁴. היום מודל Black & Scholes (להלן: "B&S") הוא המודל המקובל ביותר להערכת שווי האופציה.

לאחר מכן פיתחו Cox-Ross-Rubinstein את מודל העץ הבינומי. על-פי המודל מקבל מחיר המניה בסוף כל תקופה רק שני ערכים אפשריים: מצב עליה ומצב ירידה. בהמשך וכנגזרת של המודל הבינומי פותח מודל העץ התרינומי, לפיו בכל סוף תקופה, מחיר המניה עשוי לעלות, לרדת או להישאר ללא שינוי. ישנם מודלים נוספים שפותחו במרוצת השנים כגון סימולציות הסתברויות מונטה

קרלו⁵, קוויזי מונטה קרלו⁶, The Whaley (Quadratic) model⁶ ומודלים נוספים. הנחת הבסיס העומדת ברוב המודלים היא אי סבירות של מצב ארביטרז'. במילים אחרות, בכל קומבינציית מצבים ובכל נקודת זמן לא יתכן מצב של הפקת רווח חסר סיכון.

שאלה מרכזית בתמחור אופציות היא מה יהיה מחיר המניה בעתיד? חוסר היכולת לדעת את המחיר העתידי של המניה הוא אחד מנקודות התורפה העיקריות של כל מודלי האי ארביטרז' הקיימים כיום. נהוג להציב את סטיית התקן של תשואת נכס הבסיס בתור אלמנט המנבא את מחיר המניה בתקופה הבאה. כך, בהינתן מחיר המניה היום אנו מניחים שבזמן 1 המחיר שלה יהיה בגבולות של סטיית התקן של התשואה (סטיית התקן לאותה תקופה).

עם זאת, איננו יכולים להציב ישירות את סטיית התקן של מחיר המניה בהיותה מתפלגת לוג-נורמאלית ולכן נהוג להשתמש בסטיית תקן של תשואת נכס הבסיס שמתפלגת נורמאלית.

השאלה המתבקשת אפוא היא איזה סוג סטיית תקן יש להציב בתור אלמנט המנבא את מחיר נכס הבסיס? מבדילים בין מספר סוגים של סטיית תקן:

- סטיית תקן היסטורית - אומדן תנודתיות שמחושב על סמך תצפיות העבר כפי שנרשמו בבורסה.
- תנודתיות נצפית - תנודתיות אותה צופים לתקופת חיי האופציה והיא סובייקטיבית לחלוטין ותלויה בהשקפותיו וציפיותיו של המודד.

⁵ מחשבון מונטה קרלו מחשב את ההסתברות של מחיר המניה להיות בנקודה ספציפית.

- תנודתיות גלומה - התנודתיות המשתקפת ממחיר האופציה כפי שנסחרת בפועל. למעשה, זוהי אותה תנודתיות שבהצבתה במודל B&S נקבל את מחיר האופציה כפי שהיא נסחרת כיום.

ראוי לציין, שתוצאות חישוב שווי האופציה שמתקבלות ברוב המודלים זהות (במיוחד עבור אופציות עמוק בתוך הכסף). הסיבה העיקרית לכך טמונה בהנחות עבודה דומות (אי ארביטרז' וכדומה) ושימוש משותף באותם משתנים אקסוגניים, כגון שיעור ריבית חסר סיכון, מחיר נכס הבסיס ובעיקר סטיית התקן של תשואת נכס הבסיס.

3.2.2 מודל B&S אל מול המודל הבינומי

ניתן לבצע הערכת שווי לאופציות לפי המודלים הבאים:

- מודל בינומי;
- סימולציית מונטה קרלו;
- Black & schools.

תוצאות התמחור של האופציות הסחירות זהות כמעט לחלוטין עבור כל מודלי האי ארביטרז'. ברם, בשערוך אופציות לעובדים, קיימים הבדלים מהותיים בין השיטות השונות. כך שאם נשווה בין מודל B&S, המקובל ביותר לשערוך אופציות סחירות, לבין המודל הבינומי, נגלה ששווי האופציה בשני המקרים יהיה שונה. הסיבה העיקרית לכך היא בהנחת היסוד של מודל B&S, בה קיימים

⁶ המודל מנסה לחשב את הנקודה הקריטית בא תמומש אופציה אמריקאית במימוש מוקדם.

משתנים אקסוגניים כגון ריבית חסרת סיכון וסטיית התקן של תשואת המניה הנותרים קבועים עד תום חיי האופציה. לעומת זאת, המודל הבינומי גמיש יותר ומאפשר שינוי בערכים אלו בין התקופות.

פרק 4

הערכת שווי מנגנון ההגנה

4.1 ניירות הערך המוערכים

מנגנון הגנה עבור 2,413,710 מניות רגילות של טוגדר.

4.2 מודל הערכת השווי

תמחור מנגנון ההגנה בוצע בעזרת מודל בינומי לאופציית מכר (PUT).

4.3 מחיר נכס הבסיס

מתבסס על שער סגירת מניית טוגדר בבורסה.

4.4 תוספת מימוש

בסוף שנה ראשונה הינו 447.4 אגורות, בסוף השנה השנייה הינו 483.19 אגורות ובסוף השנה השלישית הינו 521.85 אגורות.

4.5 ריבית חסרת סיכון

לריבית השפעה על שווי האופציה הואיל ובעת קניית האופציה מקבלים למעשה זכות לרכוש את נכס הבסיס במועד מאוחר יותר ולשלם עבורו רק באותו מועד. במקרה שלנו, היות ומחיר המימוש הינו בש"ח, שיעור הריבית בין התקופות נגזר מעקום של אג"ח ממשלת ישראל לתקופה התואמת את אורך חיי האופציות במועד החישוב⁷ והנו 0.2%.

4.6 תנודתיות צפויה (סטיית תקן)

מחיר המניה מתפלג בגבולות של סטיית התקן ההיסטורית. היות ומניות טוגדר נסחרות בבורסה החל מחודש יוני⁸ 2018, גזרנו את סטיית התקן בהתבסס על

⁷ ממשל שקלית 0122.

⁸ מועד בו הוכנסה הפעילות

תנודות שער הסגירה של מניית טוגדר וחברות אחרות הפעילות בתחום הקנאביס. סטיית התקן חושבה על בסיס יומי (תקנון לשנה), לתקופה התואמת את אורך חיי מנגנון ההגנה.

4.7 דיבידנד

קיימת התאמה מלאה לחלוקת דיבידנד.

4.8 אורך חיי המנגנון

לתקופה של 3 שנים, החל מיום 10.6.2019.

4.9 ממצאים

להלן טבלה המרכזת את תוצאות החישוב והפרמטרים הרלוונטיים:

31/12/19	תאריך חישוב
09/06/22	תום תקופת מנגנון
בינומי	מודל
2,413,710	כמות
3.208	שער המניה
5.219	מחיר מימוש
2.44	יתרת אורך חיים
0.2%	ריבית שקלית
יש	התאמה לדיבידנד
84%	סטיית תקן
7,625	שווי מנגנון באש"ח

שווי המגגנון ליום 30.6.2019 הנו 7,601 אלפי ש"ח.

להלן ניתוח רגישות ביחס לשינוי בשיעור סטיית תקן :

7,031	-15%
7,231	-10%
7,429	-5%
7,625	0%
7,818	5%
8,008	10%
8,194	15%

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-16 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגון בינלאומי למעריכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuators and Analysts – IACV

הקצאת עודף עלות הרכישה לנכסים

של חברת קנאבליס בע"מ

ליום: 5 בדצמבר, 2019

הוכן עבור

טוגדר פארמה בע"מ

מרץ, 2020



Intelligent Financial Solutions

9 במרץ, 2020

לכבוד :

אורי בן אור, סמנכ"ל כספים

טוגדר פארמה בע"מ

הנדון : הקצאת עלות הרכישה לנכסים בלתי מוחשיים ומוחשיים של חברת קנאבליס בע"מ

נתבקשנו על ידי הנהלת חברת טוגדר פארמה בע"מ (להלן: "הרוכשת" ו/או "טוגדר") להקצות את תמורת רכישת הון המניות המונפק של חברת קנאבליס בע"מ (להלן: "הנרכשת" ו/או "החברה"), לשוויים ההוגן של נכסים מוחשיים ובלתי מוחשיים, ליום 5 בדצמבר, 2019 (להלן: "מועד הערכה"), וכן אמידת אורך החיים החוזי של כל אחד מנכסים אלו נכון למועד ההשקעה. הנכסים המזוהים וההתחייבויות המזוהות לא הוערכו על ידינו, ושוויים ההוגן נתקבל מהנהלת הרוכשת ולא נבחן על ידינו.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של הרוכשת. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים שלה.

עבודתנו נערכה בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בין-לאומי מספר 3 המתוקן, "צירופי עסקים" (International Financial Reporting Standard 3-R, Business Combinations) (להלן: "IFRS3R") והוראות תקן חשבונאות בינלאומי מספר 38, נכסים בלתי מוחשיים (להלן: "IAS 38") (ביחד: "התקנים"). התקנים קובעים את הטיפול החשבונאי לגבי מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים ברכישה של חברה בת וחברה מוחזקת שאינה חברה בת, לרבות חברה תחת שליטה משותפת.

מטרת עבודה זו הינה הנה הקצאת הנכסים הבלתי מוחשיים של הנרכשת, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת טוגדר והחברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

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

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

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

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

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

אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו עד פי 3. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם (מעבר כאמור לאחריותנו), והכל למעט במקרה של זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש מנהל, בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל¹.

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

א.א.א. יעוץ והשקעות (2009) בע"מ
א.א.א. יעוץ והשקעות (2009) בע"מ

¹ לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

עמוד	פרק
6	1 כללי
8	2 תיאור עסקת הרכישה
11	3 תיאור הצדדים לעסקה
15	4 מתודולוגיה והתקינה החשבונאית
20	5 סיכום ההקצאה
	נספחים
22	נספח א'

פרק 1

כללי

– שיחות ופגישות עם הנהלת הרוכשת.

- מטרת העבודה הנה הקצאת עלות הרכישה של החברה ליום 5.12.2019 בהתבסס על התקינה החשבונאית הבינלאומית.
- כל הנתונים בעבודה זו, הינם בשקלים חדשים ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

הנרכשת ו/או החברה – קנאבליס בע"מ

הרוכשת ו/או טוגדר – טוגדר פארמה בע"מ

מועד ההערכה – 5.12.2018

אש"ח – אלפי ש"ח

- לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים:

– מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהנהלת הרוכשת לגבי פעילות הנרכשת, לרבות תחזיות פיננסיות.

– הסכם הרכישה בין הצדדים.

– דוחות כספיים מבוקרים של הנרכשת לשנים 2017-2018 ומאזן בוחן ליום 30.11.2019.

– מצגות ומידע נוסף אודות מוצרי הנרכשת.

– מידע גלוי ורלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט.

פרק 2

תאור עסקת הרכישה

להלן תמצית עסקת הרכישה הרלוונטית לעבודה זו²

ביום 29 באוגוסט 2019 (מועד ההשלמה הנו 5.12.2019) נחתם הסכם לרכישת 100% מהון החברה בדילול מלא בין טוגדר לבין בעלי המניות של החברה ("המוכרים") לרבות כל ה-IP הרלוונטי לפעילות החברה, ככל וקיים, אשר הנו בבעלות המוכרים. במסגרת הסכם זה רכשה הרוכשת מהמוכרים את מלוא הון המניות המונפק והנפרע של החברה. התמורה בגין המניות הנרכשות הנה כדלקמן:

א. תשלום במזומן בסך 4 מיליון ש"ח.

ב. 2,424,206 מניות רגילות של החברה.

ג. סך של 269,782 אופציות הניתנות להמרה למניות רגילות של החברה במחיר מימוש של 30 אגורות למניה לתקופה של 60 חודשים ויבשילו במועד הענקתן.

ד. במועד בו תחלוף תקופת החסימה המוחלטת לניירות הערך שיוקצו למוכרים (דהיינו, תוך שישה חודשים ממועד הקצאת ניירות הערך שיוקצו למוכרים), תבחן החברה את שווי השוק של החברה בבורסה לפי מחיר הסגירה הממוצע של המניה של החברה ב- 30 ימי המסחר הקודמים למועד כאמור (להלן: "שווי השוק לאחר תקופת החסימה המוחלטת"). ככל ושווי השוק לאחר תקופת החסימה המוחלטת ייפחת מסך של כ-220 מיליוני ש"ח, תקצה החברה למוכרים ניירות ערך נוספים, באופן ששווי השוק של ניירות הערך שיוקצו למוכרים לא יפחת מסך של 11 מיליוני ש"ח.

² מקור: הסכם הרכישה.

ה. תמורה בסך נוסף של 3 מיליון ש"ח אשר מותנית בעמידה ביעדים ו/או אבני דרך. תנאים אלו ייקבעו על ידי דירקטוריון הרוכשת לאחר מועד הרכישה. היות ותנאים אלו ייקבעו על ידי הרוכשת (נכון לנועד הערכת כתיבת שורות אלו טרם נקבעו תנאים אלו) מרכיב זה (ככל ויהיה) אינו חלק מהתמורה.

בהתאם לכך, סך התמורה בגין הנרכשת נאמד בכ-16.4 מיליון ש"ח, כדלקמן:

מנגנון הגנה	אופציות	מניות	מזומן	סה"כ
מועד לחישוב	05/12/19	05/12/19		
מועד פקיעה	20/05/20	04/12/24		
מודל חישוב	B&S(put)	B&S (call)		
כמות	2,424,206	269,782	2,424,206	
שער מניה בבורסה	3.308	3.308	3.308	
שווי סך המניות	8,019,273			
ת. מימוש	11,000,000	0.300		
אורך חיים (שנים)	0.46	5.00		
ריבית שקלית	0.1%	0.3%		
סטיית תקן	64%	82%		
שווי כתב אופציה	3.07			
שווי סה"כ באש"ח	3,519	829	4,000	16,367

א. מנגנון ההגנה נבחן על בסיס ממוצע שווי החברה בחודש מאי 2020.

ב. ריבית היוון- מממשל שקלית 0121 וממשל שקלית 0.0324.

ג. סטיית תקן- עבור מנגנון ההגנה נעשה שימוש בשער מניות טוגדר. בגין האופציות שיעור סטיית התקן מבוסס על חברות מדגם, כדלקמן:

מנגנון הגנה	
31/12/19	מועד לחישוב
20/05/20	מועד פקיעה
B&S(put)	מודל חישוב
2,424,206	כמות
3.208	שער מניה בבורסה
7,776,853	שווי סך המניות
11,000,000	ת. מימוש
0.39	אורך חיים (שנים)
0.1%	ריבית שקלית
67%	סטיית תקן
3,648	שווי סה"כ באש"ח

שם החברה	ס.תקן
Canopy Growth Corporation	73%
Aphria Inc.	84%
Aurora Cannabis Inc.	78%
Emerald Health Therapeutics, Inc.	94%
OrganiGram Holdings Inc.	71%
טוגדר	76%
אינטרקור	97%
ממוצע	82%

להלן ניתוח רגישות לשווי האופציות ושווי מנגנון ההתאמה ביחס לשינוי שיעור סטיית התקן :

3,255	820	-15%
3,337	823	-10%
3,426	826	-5%
3,519	829	0%
3,615	832	5%
3,714	836	10%
3,816	839	15%

להלן טבלה המציגה את שווי מנגנון ההגנה ליום 31.12.2019 :

פרק 3

תיאור הצדדים לעסקה

3.1 תאור טוגדר

חברת טוגדר פארמה בע"מ התאגדה ביום 4 ביולי 1991 כחברה פרטית תחת השם אלטסיס בע"מ והפכה לחברה ציבורית בחודש מאי 1993, ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.

ביום 2 במאי, 2018, הושלמה עסקת הכנסת פעילות חברת גלובוס פארמה בע"מ (להלן: "גלובוס"), במסגרתה כנגד 100% ממניות גלובוס והשקעה של 3 מיליון ש"ח בחברה, הוקצו לבעלי מניות גלובוס כ- 74.99% מהון המניות המונפק והנפרע של טוגדר לפי חלקם היחסי של (להלן: "העסקת הכנסת הפעילות"). לאחר עסקת הכנסת הפעילות פועלת החברה בתחום ריבוי, גידול, ייצור, שינוע ואחסון קנאביס רפואי ומוצרים על בסיסו.

3.2 תאור החברה

קנאבליס בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "קנאבליס") הינה חברה פרטית הרשומה בישראל אשר התאגדה ונרשמה על פי חוק החברות, תשנ"ט-1999, ביום 31 בדצמבר 2014. החברה החלה בפעילותה בתאריך 1.3.2015.

קנאבליס עוסקת בייצור מוצרי קנאביס משנת 2009 (טרם הקמת החברה על ידי מר משה יחיה), יש לה כשישה מוצרי קנאביס שנמכרו לאלפי לקוחות במהלך השנים ומספר מוצרי קנאביס בפיתוח. לקנאבליס מרכז חלוקה בבית החולים הדסה בירושלים בהתאם לאסדרה הישנה של היחידה לקנאביס רפואי במשרד הבריאות. כמו כן, מסרה קנאבליס לטוגדר כי היא עוסקת בפיתוח מוצרי

קנאביס, והשתתפה במחקרים בתחום הקנאביס.

פרופ' ראובן אור מנהל מעבדת המחקר לאימונוטרפיה של הסרטן במרכז הרפואי הדסה ימשיך לכהן כיועץ הרפואי של חברת קנאבליס ויתמוך בכל הליכי פיתוח והמחקר של מוצרי קנאביס רפואי.

חברת קנאבליס (Cannablis) מתמחה בייצור ופיתוח של מוצרי קנביס רפואי שאינם מיועדים לעישון, בהם שמני קנביס, קפסולות ועוגיות המיועדות לילדים. החברה פועלת ברישיון משרד הבריאות מאז שנת 2009 והיא משתפת פעולה עם בית החולים הדסה עין כרם בירושלים. בנוסף לאספקת מוצרי קנביס, החברה עוסקת במחקר רפואי, וכרגע היא מנהלת שני מחקרים: האחד עוסק בקשר שבין קנביס ודמנציה, והשני בין קנביס וסרטן.

קנאבליס מייצרת מספר סוגים של שמני קנביס המשמשים לאידוי, טפטוף, בליעה, עיכול או מריחה ומגיעים במינונים משתנים של THC ו-CBD. בנוסף, החברה מייצרת קפסולות קנביס במספר דרגות עוצמה (רגיל, פורטה ופורטה פלוס), המיועדות לבליעה ומציעות השפעה חזקה לפרק זמן ממושך, וגם עוגיות המיועדות לשימוש ילדים בהתאם להנחיות משרד הבריאות.

למטופלים או לבתי המרקחת באופן ישיר. בנוסף, על פי האסדרה החדשה, בעלי רישיונות גידול יהיו רשאים לגדל תוצרת חקלאית בלבד, ולמכור אותה אך ורק לבעל רישיון ייצור על פי האסדרה החדשה (IMC-GMP). עם כניסתה של האסדרה החדשה בתחום בימים אלו, לא יהיו רשאים עוד המגדלים למכור מוצרים למטופלים או לבתי מרקחת אלא רק למפעל בעל רישיון ייצור בלבד (IMC-GMP).



3.2.1 תמצית דוחות כספיים³

להלן תמצית יתרות מאזניות של הנרכשת ליום 31 בדצמבר של השנים 2017-2018 וליום 30.11.2019 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך הנכסים):



במסגרת האסדרה החדשה, רק יצרנים בעלי רישיון ייצור (IMC-GMP) רשאים לייצר מוצרים מבוססי קנאביס רפואי וכן רשאים למכור מוצרים לבתי מרקחת מורשים (באמצעות מפיץ בעל רישיון (IMC-GDP)) ולמטופלים באמצעות בתי המרקחת. יתר על כן, על פי האסדרה החדשה, המגדלים לא יהיו רשאים עוד לייצר מוצרים בעצמם ולא יהיו רשאים למכור מוצרים

³ תמצית דוחות רווח והפסד מוצגת בנספח ב'.

30.11.2019	31.12.2018	31.12.2017	
-	123	-	מזומנים ושווי מזומנים
94	226	286	לקוחות וחייבים
32	32	36	מלאי
<u>139</u>	<u>147</u>	<u>137</u>	רכוש קבוע ואחר
265	528	459	סה"כ נכסים
123	-	45	אשראי בנקאי
137	235	435	ספקים וזכאים
<u>35</u>	<u>35</u>	<u>25</u>	התחייבות לסיום יחסי עובד מעביד
295	270	505	סה"כ התחייבויות
(30)	258	(46)	הון ועודפים

להלן תמצית דוחות הרווח והפסד של הנרכשת לשנים 2016-2018 ולחודשים 1-11.2019 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

1-11.2019	2018	2017	2016	
1,667	2,221	1,791	1,426	הכנסות
	1,780	1,221	1,239	רווח גולמי
	80%	68%	87%	% מהמכירות
(212)	370	(155)	5	רווח (הפסד) תפעולי
-13%	17%	-9%	0%	% מהמכירות
(216)	304	(161)	(2)	רווח (הפסד) נקי

פרק 4 מתודולוגיה והתקינה החשבונאית

4.1 התקינה החשבונאית

להחליפו, בנפרד או יחד עם חוזה קשור, נכס קשור או התחייבות קשורה; או

ב. נובע מזכויות חוזיות או מזכויות משפטיות אחרות, מבלי להתחשב אם זכויות אלה ניתנות להעברה או להפרדה מהישות או מזכויות וממחויבויות אחרות.

בקביעת השווי ההוגן של כל אחד מהנכסים הבלתי מוחשיים יש להתחשב בגורמים הספציפיים לכל נכס, כולל:

- התועלת הכלכלית או הכספית למשתתף בשוק;
- יתרת החיים הכלכליים;
- רמת הסיכון היחסי.

בנוגע לפעילות הנרכשת, כל הנכסים הבלתי מוחשיים שעשויים היו להתקיים בתאריך הערכה הובאו בחשבון בניתוח הקצאת מחיר הרכישה. כתוצאה מסקירתנו לא נמצאו מספר קטגוריות של נכסים בלתי מוחשיים העומדים בקריטריונים להכרה נפרדת (כנדרש בתקנים החשבונאיים הרלוונטיים), למעט מוניטין:

- רישיונות על בסיס האסדרה הישנה אינם בעלי ערך כלכלי היות ותוקף האסדרה הישנה מסתיים בסמוך למועד הרכישה.
- קשרי לקוחות- באסדרה החדשה כל מטופל היה רשאי לרכוש אך ורק ישירות מהחברה בגינה הונפק לו אישור/מרשם מהיק"ר. ואילו באסדרה החדשה המכירה הנה רק דרך בתי מרקחת בה הלקוח יכול לבחור מוצר של כל ספק שהוא רוצה וזאת בהתאם לתנאי הרישיון שלו.

IFRS3R קובע, בין היתר, את הטיפול החשבונאי במוניטין ונכסים בלתי מוחשיים שנוצרו בשילובי עסקים. IFRS3R קובע כי כחלק מתהליך הקצאת מחיר הרכישה, על החברה הרוכשת לזהות בנפרד, במועד הרכישה, את כל הנכסים וההתחייבויות הניתנים לזיהוי בישות הנרכשת, וזאת אף אם נכסים אלה לא נרשמו בדוחותיה הכספיים של החברה הנרכשת. בנוסף, תזזה החברה הרוכשת, בנפרד מהמוניטין, את הנכסים הבלתי מוחשיים הניתנים לזיהוי אשר נרכשו. לכן, המוניטין יחושב נכון למועד הרכישה כהפרש בין מחיר הרכישה ובין השווי ההוגן של הנכסים המוחשיים והבלתי מוחשיים וההתחייבויות.

IFRS3R מגדיר שווי הוגן כסכום שבו ניתן היה להחליף נכס, או לסלק התחייבות, בעסקה בין קונה מרצון ומוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת ושאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים.

IFRS3R מגדיר נכס בלתי מוחשי כנכס לא כספי, ניתן לזיהוי וחסר מהות פיזית. על פי התקן מוניטין מוגדר כנכס המייצג את ההטבות הכלכליות העתידיות הנובעות מנכסים אחרים שנרכשו בצירוף עסקים אשר לא זוהו בפני עצמם ולא הוכרו בנפרד.

בנוסף על פי התקן, נכס ניתן לזיהוי אם הוא:

א. ניתן להפרדה, כלומר ניתן להפריד אותו או לפצל אותו מהישות ולמכור אותו, להעביר אותו, להעניק רישיון לשימוש בו, להשכיר אותו או

כאמור, באסדרה החדשה, כל מטופל רשאי לבחור בבית המרקחת (אשר הנו מורשה למכירת קנאביס), כל מוצר המיוצר על ידי בעל רישיון (GMP). קרי, במסגרת האסדרה החדשה כל מטופל יכול לבחור בין עשרות חברות ולכן לגישתנו לנכס זה אין ערך כלכלי מהותי.

- ידע/טכנולוגיה- לחברה אין פטנטים או סימני מסחר רשומים. מדובר בידע/טכנולוגיה אשר הנו נחלת הכלל ועושים בו שימוש כל מתחרי החברה (בארץ ובח"ל), ולכן אינו בעל ערך מהותי, אם בכלל.
- מותג- השם "קנאבליס" עומד בקריטריון של נכס בלתי מוחשי. בדומה לרשימת לקוחות, לגישתנו היות ובאסדרה החדשה אשר כל מטופל רשאי לבחור את המותג בו הוא מעוניין מבין עשרות מותגים, מה שבעבר כמעט ולא היה ניתן, אין ערך מהותי למותג. בנוסף, הפרמטר המהותי על בסיסו המטופל רוכש את המוצר הנו זן הקנאביס ותמהיל החומרים הפעילים במוצר (בעיקר THC ו-CBD) וכאמור הנרכשת אינה מגדלת ואין בבעלותה זנים/גנטיקה ולכן היתה רוכשת קנאביס, כאשר אותו הזן היה נמכר תחת מותג אחר. בהתאם לכך, אנו סבורים שלנכס זה אין ערך כלכלי מהותי.

4.2 מתודולוגיה

4.2.1 כללי

על מנת להעריך את שווי הנכסים הבלתי מוחשיים של הנרכשת, ניתחנו את הנרכשת והסכמ הרכישה במטרה לזהות נכסים בלתי מוחשיים, באם ישנם, ולהעריך את שוויים. העבודה כוללת הערכה פרטנית של הנכסים וההתחייבויות המזוהים והנכסים הבלתי מוחשיים של הנרכשת אשר נרכשו במסגרת העסקה.

עם זאת, השווי ההוגן של הנכסים המוחשיים וההתחייבויות המזוהים, נקבע בהתאם להערכות הנהלת טוגדר.

הגורמים הבאים, כמו גם נתונים רלוונטיים אחרים, נשקלו לצורך חישוב השווי ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים:

- המאפיינים, השימושים ואורך החיים של הנכסים הבלתי מוחשיים;
- תזרים ההכנסות או החיסכון בהוצאות, המיוחס לנכסים הבלתי מוחשיים;
- קצב ההתיישנות הפונקציונאלית או הכלכלית של כל אחד מן הנכסים הבלתי מוחשיים;
- הסיכון היחסי ואי הוודאות הכרוכים בהשקעה בנכסים הבלתי מוחשיים.

4.2.2 תהליך הקצאת עלות הרכישה

תהליך הקצאת עלות הרכישה כולל מספר שלבים:

- א. קביעת מועד הרכישה וזיהוי הרוכש;
- ב. מדידת העלות של צירוף העסקים- בהתאם לתקינה העלות של צירוף העסקים תימדד כסיכום של (1) השווי ההוגן, למועד העסקה, של נכסים שניתנו, של התחייבויות שהתהוו או שניטלו על ידי הרוכש ושל

מכשירי הון שהונפקו על ידי הרוכש ו-2) תמורה התלויה⁴ באירועים עתידיים.

ג. זיהוי והקצאת עודף העלות שנוצר לנכסים והתחייבויות מוחשיים למועד הרכישה.

ד. זיהוי, הערכת שוויים וקביעת אורך חייהם של הנכסים הבלתי מוחשיים שנרכשו.

ה. הפער שבין עודף עלות הרכישה לבין השווי ההוגן המצרפי מיוחס למוניטין כערך שאריתי.

בעבודתנו ועל פי דרישות התקינה החשבונאית הערכנו את השווי ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים משיקולים שהיו נקטים על ידי רוכשים פוטנציאלים אחרים הפעילים באותו שוק/ענף בה פועלת החברה.

4.2.3 גישות להערכת השווי

כללית, קיימות שלוש גישות מקובלות להערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים:

- גישת ההכנסות (Income Approach);
- גישת השוק (Market Approach);
- גישת העלות (Cost Approach).

גישת הכנסות, המיושמת באמצעות שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF

method)- גישה זו נפוצה ונחשבת כמבוססת ביותר מבחינה מימונית. בגישה

⁴ על פי התקינה, תמורה מותנית הינה בדרך כלל, מחויבות של הרוכש להעביר נכסים נוספים או זכויות הונת אל הבעלים הקודמים של נרכש כחלק מעסקת ההחלפה עבור השליטה של נרכש, אם אירועים עתידיים מוגדרים יתרחשו, או אם יתקיימו תנאים. אולם, תמורה מותנית

זו נקבע השווי ההוגן על סמך השווי המהוון של תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להיות מופקים כתוצאה מהבעלות על הנכס. בשיטה זו יש לנתח את פוטנציאל הרווחים מהנכס ואת הסיכון הגלום בהפקת רווחים אלו. תחזית זרמי מזומנים לתקופה של 5 עד 15 שנים, בתוספת לערך הגרט לתום התקופה, מהוונים לשווי נוכחי, תוך שימוש בשיעור היוון המשקף את התשואה על ההון הנדרשת מהנכס. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש במספר שיטות הכולל:

בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בגרסה של שיטת היוון זרמי המזומנים, המכונה שיטת "ההימנעות מתמלוגים" (Relief From "Royalties"), על מנת להעריך את שוויים של הנכסים הבלתי מוחשיים. בשיטת ההימנעות מתמלוגים מוערך השווי ההוגן של הנכס הבלתי מוחשי באמצעות הערכת התמלוגים שנחסכו מן החברה, הודות להיותה בעלת הנכס.

גישה נוספת בה נהוג להשתמש הנה: 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 ובין התשואה הראויה על השווי ההוגן של הנכסים אשר תורמים לרווחים התפעוליים, כאמור. נכסים תורמים אלו כוללים נכסים בלתי מוחשיים כגון: מותגים, הסכמים, חוזים והון אנושי מיומן ועוד ונכסים מוחשיים כגון: רכוש קבוע והון חוזר.

עשויה גם לתת לרוכש את הזכות לקבל חזרה תמורה שהועברה קודם לכן, אם יתקיימו תנאים מוגדרים.

גישת השוק – גישת השוק מבוססת על מחירי מכירה בעסקאות דומות ועל מחירי נכסים דומים המוצעים למכירה בעסקאות בין קונה מרצון למוכר מרצון. הערכת השווי בגישה זו מבוססת על אומדן השווי הבלתי מוחשי, נשוא ההערכה, ביחס לנכס בלתי מוחשי דומה. בעת הצורך, נעשות התאמות על-בסיס הבדלים במאפיינים של הנכסים המוערכים והנכסים המשווים. הבדלים במאפיינים כוללים, בין היתר, מיקום, מועד המכירה, תנאי המכירה, מצב הנכס המוערך והשימושים בו. היות ונכסים בלתי מוחשיים נמכרים, בדרך כלל, בהקשר של רכישת עסקים שלמים, שיטה זו לא יושמה בעבודה זו.

גישת העלות – גישה זו, כפי שמיושמת בהערכת השווי של נכסים בלתי מוחשיים, מתבססת על עקרון "עלות השחלוף" או עלות ייצורו כאינדיקטור לשווי הוגן. השווי הנגזר מהערכת שווי בגישת העלות מהווה חסם עליון לשווי הנכס, היות והנחת היסוד של גישה זו הנה שמשקיע סביר לא ישלם תמורת נכס יותר מהסכום בו יכול היה לשחלף את הנכס.

פרק 5

סיכום ההקצאה

בהתבסס על החישובים שערכנו הקצאת עלות הרכישה בגין השווי ההוגן של הנכסים המוחשיים⁵ והבלתי מוחשיים של הפעילות הנרכשת הינו כמפורט להלן (אלפי ש"ח):

הקצאת שווי הוגן		
100%		חלק נרכש/מיוחס
<u>שווי הוגן</u>	<u>ערך בספרים</u>	<u>נכסים מוחשיים</u>
100%		נכסים מוחשיים
744	744	התחייבויות
(554)	(554)	סה"כ
190	190	
16,177		מוניטין (P.N)
16,367		תמורה

- חישוב המוניטין הינו שיורי

⁵ יתרות הנכסים וההתחייבויות המוחשיות לא נבחנו על ידינו.

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-18 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts – IACVA

