

**חוות דעת בעניין כדאיות עסקת מכירת  
פעילות פנאקסיה והתחייבויותיה לבעלת  
השליטה**

**נכון ליום 30.6.2023**

**הוכן לבקשת  
דירקטוריון פנאקסיה**



**יולי, 2023**

10 ביולי, 2023

לכבוד:

חברי דירקטוריון

**פנאקסיה מעבדות ישראל בע"מ**

לבקשת דירקטוריון חברת פנאקסיה מעבדות ישראל בע"מ (להלן: "פנאקסיה" ו/או "החברה"), ביצענו, אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS") הערכת שווי כלכלית להון החברה (לרבות כל החברות הבנות) לצורך בחינת כדאיות עסקה מול בעלת השליטה (ו/או צד קשור). חוות דעת זו הנה נכון ליום 30 ביוני, 2023 (להלן: "מועד ההערכה") ותקפה ל-90 יום.

בדוח זה כללה IFS מידע צופה פני העתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968. מידע זה הינו מידע בלתי וודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע הקיים בחברה וב-IFS במועד הדוח, וכן הערכות של IFS לגבי העתיד לקרות בשווקים בהם החברה פועלת ו/או עתידה לפעול, הערכות לגבי ההתפתחות הכלכלית והעסקית בשווקים בהם פועלת החברה או עתידה לפעול וכוונותיה בהתבסס על ההערכות האמורות. ההתפתחויות בפועל, וכפועל יוצא מכך - התוצאות בפועל שינבעו מפעילות החברה עשויות להיות שונות באופן מהותי מתוצאות הפעילות המוערכות בהתבסס על המידע הקיים בידי החברה ו-IFS במועד הכנת הדוח שלהלן ("מידע צופה פני עתיד").

מידע צופה פני עתיד אינו מהווה עובדה מוכחת, והוא מבוסס על הערכתה הסובייקטיבית של IFS בלבד, אשר הסתמכו בהנחותיהן, בין השאר, על ניתוח מידע כללי שהיה בפניה במועד עריכת דוח זה, ובכללו, פרסומים ציבוריים, מחקרים וסקרים, אשר לא ניתנה בהם התחייבות לנכונותו או שלמותו של המידע הכלול בהם, ונכונותו לא נבחנה על-ידי IFS באופן עצמאי. יצוין כי לא ידוע ל-IFS שקיימת זיקה בין גופי המחקר המצוטטים במסגרת הדוח לבין החברה.

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי הכלכלי של הון החברה לצורך מכירה לצד ג' (לרבות צד קשור ו/או בעלת השליטה), 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.

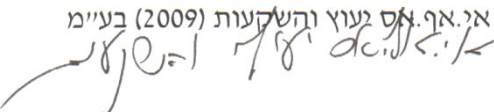
הננו בלתי תלויים בחברה (לרבות בעלי השליטה בחברה) בהתאם לכל דין, ובכלל זה, בהתאם לעמדה מספר 30-105 של רשות ניירות ערך בעניין גילוי קיומה של תלות בין מעריך השווי לבין החברה, לרבות לעניין הערכות שווי מהותיות מאוד לתאגיד, מיום 22 ביולי 2015.

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

**פרטי השכלתו וניסיונו 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 בישראל<sup>1</sup>.

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

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ  


<sup>1</sup> לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

## תוכן עניינים

| פרק    | עמוד                     |
|--------|--------------------------|
| 1      | כללי                     |
| 2      | תמצית הערכת השווי        |
| 3      | תיאור החברה              |
| 4      | קנאביס- שוק וסביבה עסקית |
| 5      | מתודולוגיה               |
| 6      | הערכת שווי הון החברה     |
| נספחים |                          |
| א'     | פרטים אודות מעריך השווי  |
| ב'     | מושגים מקצועיים          |

**פרק 1**

**כללי**

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי כלכלית של הון החברה, נכון ליום 30 ביוני, 2023.
  - כל הנתונים בעבודה זו מוצגים בש"ח ובערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
  - להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו (ראה גם נספח ב'):
 

|   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>– החברה ו/או פנאקסיה – פנאקסיה מעבדות ישראל בע"מ</li> <li>– חברת הבת ו/או פנאקסיה ישראל – פנאקסיה תעשיות פרמצבטיות ישראל בע"מ, חברה פרטית המוחזקת במלואה (100%) על ידי החברה</li> <li>– הקבוצה – החברה וחברת הבת</li> <li>– פנאקסיה קנאביס ישראל – פנאקסיה קנאביס ישראל בע"מ</li> <li>– פנאקסיה מלטה – פנאקסיה מלטה בע"מ</li> <li>– רפא – Rafa Laboratories Ltd</li> <li>– Neuraxpharm – Neuraxpharm Arzneimittel GmbH</li> <li>– הבורסה – הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ</li> <li>– IFS – אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– דולר/\$ – דולר ארה"ב</li> <li>– אש"ח – אלפי ש"ח</li> </ul> |
|---|---|
- מועד ההערכה – 30 ביוני, 2023

• לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים:

- מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהנהלת החברה לגבי פעילותה.
- דוחות כספיים של החברה לשנים 2020 - 2022.
- דיווחי החברה לבורסה לניירות ערך בתל אביב.
- דיווחי חברות אשר פועלות או עתידות לפעול בתחום הקאנביס הרפואי.
- מידע גלוי ורלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט.
- שיחות ופגישות עם הנהלת החברה וסיוור באתר החברה.

## פרק 2 תמצית חוות הדעת



## 2.1 כללי

החברה התאגדה ביום 4 באפריל 2005, בישראל כחברה פרטית מוגבלת במניות. בחודש מאי 2007, השלימה החברה הנפקה ציבורית ראשונה בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ והפכה לחברה ציבורית. ביום 1 באוקטובר 2019, הודיעה החברה על השלמת עסקת מיזוג בדרך של החלפת מניות עם פנאקסיה ישראל, כך שבתמורה להעברת 100% מהון המניות של פנאקסיה ישראל ופעילותה בתחום הייצור, המחקר, השיווק וההפצה של מוצרי קנאביס לשימוש רפואי בארץ ובעולם, בכפוף להגדרת תחום פעילות החברה לעיל, הקצתה החברה ניירות ערך של החברה לבעלי מניותיה של פנאקסיה ישראל במועד השלמת העסקה. עם השלמת עסקת המיזוג חדלה החברה לעסוק בפעילות קודמת.

החברה פועלת בתחומי הייצור, השיווק, המכירה וההפצה של מוצרי קנאביס מתקדמים לשימוש רפואי בארץ ובעולם, בכפוף להגדרת תחום פעילות החברה לעיל. פנאקסיה ישראל היא מהחלוצות בתחום הקנאביס הרפואי בישראל והיא החברה הראשונה בישראל שמפעלה עמד בתקני ייצור פרמצבטיים מקומיים (IMC-GMP) ובינלאומיים (EU-GMP), וכן החברה הראשונה שהחלה לייצא מוצרי קנאביס רפואי מתקדמים מישראל למדינות העולם. ברשות פנאקסיה ישראל מעבדה אנליטית אשר מחזיקה רישיון בתוקף מאת היק"ר לערוך מגוון בדיקות בקנאביס בהתאם להיקף פירוט ההסמכה של המכון לביקורת ותקנים של חומרי רפואה של משרד הבריאות.

ביום 27 בנובמבר 2022 חתמה החברה ובעלת השליטה בחברה על מערכת הסכמית (להלן בס"ק זה: "מזכר העקרונות") עם ברק בית השקעות – ברק בית השקעות (אינווסט) בע"מ, ברק קרנות נאמנות בע"מ ואינווסטמן בע"מ (ביחד: "קבוצת חברות ברק") ובעלי מניותיהם של קבוצת חברות ברק. במסגרת מזכר העקרונות, ובכפוף לחתימת הסכם מפורט בין הצדדים, וכן, בהתאם לאישור שינתן על ידי האורגנים המוסמכים בחברה ברוב הדרוש על פי כל דין, והתקיימותם של תנאים מתלים, החברה תקצה לניצעים מניות של החברה אשר תהווה 60% מהון (במקרים מסויימים 85%) המניות המונפק שלה. בתמורה יעבירו הניצעים לחברה את מלוא (100%) הון המניות של קבוצת חברות ברק הפועלת בתחום ההשקעות הפיננסיות, באופן שלאחר מועד ההשלמה תחזיק החברה במלוא הזכויות בפעילות קבוצת חברות ברק (להלן: "עסקת מיזוג עם ברק")<sup>2</sup>.

השווי הבורסאי של החברה נאמד בכ-7.8 מיליון ש"ח (על פני ממוצע 45 ימי מסחר שקדמו למועד הערכת השווי), כאשר ממוצע המסחר היומי הנו 12.6 אש"ח. לגישתנו, היות ומדובר בסחירות דלה ובנוסף השווי הבורסאי עשוי לגלם את כל המידע שקיים בשוק למועד זה, לרבות עסקת מיזוג עם ברק, אנו סבורים ששווי זה אינו משקף את שווי החברה בכללותה (שווי הון חברה + שווי "שלד" בורסאי), **לא ניתן להתבסס על שווי החברה הנגזר משערי המניה בבורסה.**

<sup>2</sup> להרחבה ראה דיווחי פנאקסיה בנושא

## 2.2 בחינת עסקאות בתחום:

- ביום 9.1.2023 דיווחה חברת שיח מדיקל גרופ בע"מ ("שיח") על הסכם לרכישת מלוא ההון המונפק והנפרע בשתי חברות: חברה המפעילה מפעל לאריזה וייצור של מוצרי קנאביס רפואי בתקן GMP-IMC ("המפעל") ובחברה המפעילה בית מסחר לקנאביס רפואי בתקן GDP-IMC (וביחד: "החברות הנרכשות"). בתמורה לרכישת החברות הנרכשות, תעמיד שיח למפעל הלוואה בסך של 2.3 מיליון ש"ח אשר תשמש לפירעון התחייבויות המפעל. על פי שיח, כושר הייצור (אריזת תפרחות) במפעל יכול להגיע ל כ-800 ק"ג בחודש וככל שיופעלו משמרות נוספות אף ל-1.5 טון בחודש.
- בחודש מאי 2023 דיווחה חברת יוניבו תעשיות פרמצבטיות בע"מ ("יוניבו") על הסכם למכירת מלוא נכסיה (100% מהמפעל ובית המסחר ו-51% מחוות הגידול). ליוניבו מפעל ייצור עובד באשקלון בשטח כולל של כ-650 מ"ר בנויים שהינו בעל כל האישורים הנדרשים מהיק"ר לקיים פעילות ייצור ומכירה של מוצרי קנביס רפואי. בנוסף כולל המפעל, מעבדת בדיקות בעלת תקן GMP-IMC קבוע, המצויה בשטחי מפעל יוניבו באשקלון ומאפשרת לחברה עצמאות בביצוע חלק מהבדיקות הנדרשות ע"י היק"ר. כמו כן, ליוניבו מעבדת מחקר ופיתוח, המצויה גם היא בשטחי המפעל, המשמשת לצורכי פיתוח מוצרים עתידיים.

## 2.3 ניתוח חוסנה הפיננסי של החברה

לחברה התחייבויות פיננסיות של לפחות 24 מיליון ש"ח (על בסיס דוח 31.12.2022 ודיווחי החברה לבורסה בחודשים 6.2023-1) ותזרים מפעילות שוטפת שלילי של כ-9 מיליון ש"ח בשנת 2022. לצורך המשך פעילותה תידרש החברה למחזר את התחייבויותיה, להעביר את פעילותה לאתר חלופי בעלות מהותית ולגייס הון לצורך המשך פעילותה השוטפת והגדלת כושר הייצור. אנו סבורים שבשווי בורסאי נמוך, אין באפשרות החברה (במתכונתה הנוכחית כחברה ציבורית) לגייס הון מהותי ולכן במצב בו היא נמצאת כיום, היא לא תוכל להמשיך לפעול. להלן ניתוח חוסנה הפיננסי של החברה על בסיס הדוחות לשנים 2020-2022:

| <u>31.12.2020</u> | <u>31.12.2021</u> | <u>31.12.2022</u> | <u>יחסי איתנות פיננסית</u>                                |
|-------------------|-------------------|-------------------|---|
| (8,590)           | 19,520            | 34,941            | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| 71,156            | 83,393            | 38,601            | סה"כ מאזן (ללא נכס זכות שימוש)                            |
| <b>-0.12</b>      | <b>0.23</b>       | <b>0.91</b>       | <b>התחייבות פיננסית נטו מסך מאזן</b>                      |
| (8,590)           | 19,520            | 34,941            | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| 30,178            | 19,677            | -22,136           | הון עצמי  |
| <b>-0.28</b>      | <b>0.99</b>       | <b>-1.58</b>      | <b>התחייבות פיננסית נטו / הון עצמי</b>                    |
| (34,081)          | (47,923)          | (9,008)           | תזרים מפעילות שוטפת                                       |
| -8,590            | 19,520            | 34,941            | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| <b>3.97</b>       | <b>-2.46</b>      | <b>-0.26</b>      | <b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת / התחייבות פיננסית נטו</b> |

- יחס בין ההון הזר להון העצמי גדול מ-1 מעידים על כך שהחברה פחות איתנה ונשענת על הון זר ולא יכולה לפרוע את כל התחייבויותיה מהונה העצמי במידה ותידרש. מניתוח נתוני החברה ניתן לראות כי בשנים הנבחנות רמת המינוף של החברה נמצאת במגמת עליה, הן מבחינת יחס התחייבויות פיננסיות נטו למאזן והן לגבי יחס התחייבויות פיננסיות נטו להון עצמי.
- יחס התחייבויות הפיננסיות<sup>3</sup> למאזן עומד על כ-0.9 ביום 31.12.2022, לעומת 0.23 בשנת 2021. סך המאזן כולל רכוש קבוע נטו של כ-3 מלש"ח אשר בערכי מימוש שוויו נמוך באופן מהותי.
- לחברה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת שלילי, כאשר בחודשים בשנת 2022 עמד על כ-9 מיליון ש"ח.

בנוסף, לדוחות הכספיים ליום 31.12.2022 צורפה הפניית רואה חשבון מבקר: "מבלי לסייג את מסקנתנו הני"ל, אנו מפנים את תשומת הלב לאמור בביאור 1 ה' בדבר הפסדיה המתמשכים של החברה ותזרים המזומנים השלילי המתמשך מפעילות שוטפת וכן לתוכניות ההנהלה והדירקטוריון בקשר עם תחזית תזרים המזומנים של החברה כאמור. גורמים אלה, יחד עם גורמים נוספים המפורטים בביאור הני"ל, מעוררים ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של החברה כעסק חי. בדוחות הכספיים לא נכללו כל התאמות לגבי ערכי הנכסים וההתחייבויות וסיווגם שייתכן שתהיינה דרושות אם החברה לא תוכל להמשיך ולפעול כעסק חי."

<sup>3</sup> מוצג ובניכוי יתרות מזומנים ופיקדונות.

## 2.4 שווי הון החברה

כאמור לעיל בהרחבה בחוות דעת זו, סך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה גבוה משווי נכסיה בלפחות 20 מיליון ש"ח, שווי הון החברה הנו 0 (הון חברה אינו יכול להיות נמוך מ-0).

**בהתאם לכך, אנו סבורים שעסקת מכירת מלוא נכסי והתחייבויותיה של החברה לצד ג' (לרבות בעלת שליטה ו/או צד קשור) מטיבה עם החברה.**

## פרק 3

### תיאור החברה והפעילות

### 3.1 תיאור החברה<sup>4</sup>

החברה התאגדה ביום 4 באפריל 2005, בישראל כחברה פרטית מוגבלת במניות. בחודש מאי 2007, השלימה החברה הנפקה ציבורית ראשונה בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ והפכה לחברה ציבורית.

ביום 1 באוקטובר 2019, הודיעה החברה על השלמת עסקת מיזוג בדרך של החלפת מניות עם פנאקסיה ישראל, כך שבתמורה להעברת 100% מהון המניות של פנאקסיה ישראל ופעילותה בתחום הייצור, המחקר, השיווק וההפצה של מוצרי קנאביס לשימוש רפואי בארץ ובעולם, בכפוף להגדרת תחום פעילות החברה לעיל, הקצתה החברה ניירות ערך של החברה לבעלי מניותיה של פנאקסיה ישראל במועד השלמת העסקה. עם השלמת עסקת המיזוג חדלה החברה לעסוק בפעילות קודמת.

להלן תרשים מבנה האחזקות של החברה:



### 3.2 פעילות החברה

#### 3.2.1 כללי

החברה פועלת בתחומי הייצור, השיווק, המכירה וההפצה של מוצרי קנאביס מתקדמים לשימוש רפואי בארץ ובעולם, בכפוף להגדרת תחום פעילות החברה לעיל. פנאקסיה ישראל היא מהחלוצות בתחום הקנאביס הרפואי בישראל והיא החברה הראשונה בישראל שמפעלה עמד בתקני ייצור פרמצבטיים מקומיים (IMC-GMP) ובינלאומיים (EU-GMP), וכן החברה הראשונה שהחלה לייצא מוצרי קנאביס רפואי מתקדמים מישראל למדינות העולם.

ברשות פנאקסיה ישראל מעבדה אנליטית אשר מחזיקה רישיון בתוקף מאת היק"ר לערוך מגוון בדיקות בקנאביס בהתאם להיקף פירוט ההסמכה של המכון לביקורת ותקנים של חומרי רפואה של משרד הבריאות.

#### 3.2.2 ייצור

לקבוצת פנאקסיה מפעל ייצור הנמצא בלוד, בו היא מייצרת מגוון גדול של מוצרי קנאביס רפואי. במסגרת פעילותה הקבוצה פועלת תחת שני מודלים עסקיים:

א. **מודל שירותי ייצור** – בו הקבוצה מתקשרות בהסכם למתן שירותי ייצור עם ספקים שמגדלים את חומרי הגלם, בכובעם כבעל מותג. פנאקסיה ישראל נושאת בעלויות הייצור, בקרת האיכות, בדיקות מעבדה, אחסון ואריזת המוצר (כולל עלויות עלון לצרכן, תיווי, מדבקות וכיוב'). פעילות זו צומצמה וברבעון Q4.2022 סך ההכנסות מפעילות זו הנן זניחות.

<sup>4</sup> מקור: דוח תקופתי של החברה לשנת 2022 ודיווחי החברה בשנת 2022 ובחודשים ינואר-יוני 2023.

במסגרת מודל זו, פנאקסיה ישראל מייצרת את המוצרים באמצעות פנאקסיה קנאביס ישראל בהתאם לפרוטוקול הייצור שלה. תחת מודל עסקי זה הזכויות בחומרי הגלם הינן קנייניו של הלקוח, הזכויות בפרוטוקול הייצור הינם קניינה של פנאקסיה ישראל התמורה נקבעת בהתאם למחירון הקבוצה, כתלות בגודל אצוות הייצור, סוג חומרי האריזה, מורכבות בדיקות המעבדה וכיוב'.

ככלל, ההסכמים עם הלקוחות הינם לתקופה בלתי קצובה, כאשר לכל צד זכות לסיים את ההסכם בהודעה בכתב של פרק זמן מסוים מראש.

ב. **ייצור מותגים עצמיים** - תחת מודל עסקי זה רוכשת הקבוצה את חומר הגלם מבעל רשיון גידול ומייצרת מוצר אשר היא הבעלים שלו. פעילות זו מתבצעת בדרך כלל תחת הסכמי שיתוף פעולה. כמו כן, לאור מכירת פעילות ההפצה והלוגיסטיקה של החברה בישראל, ייצור מותגים עצמיים צפוי להוות את פעילותה העיקרית של החברה.

לקבוצת פנאקסיה מפעל ייצור הנמצא בלוד הפועל תחת תקן IMC-GMP לשוק הישראלי ותקן EU-GMP לייצור מוצרים המיועדים לשוק האירופי ולשווקי ייצוא נוספים (להרחבה ראה סעיף 3.2.2.2 להלן). בנוסף, פנאקסיה ישראלית רשאית לעשות שימוש במתן במלטה (להרחבה ראה סעיף 3.2.3 להלן).

נכון למועד הערכת השווי, במפעל החברה בישראל (לוד), החברה מייצרת בעיקר שמני אקסיבן ותפרחות ארוזות שיבואו מאורורה.

### 3.2.2.1 הסכם שימוש ברישיון ייצור

בחודש יולי 2018, נחתם בין פנאקסיה בע"מ (שהמחתה את ההסכם לחברת פנאקסיה מסחר והפצה) ופנאקסיה קנאביס ישראל (בס"ק זה, להלן: "הצדדים

המרשים") לבין פנאקסיה ישראל, הסכם זכות שימוש, במסגרתו העניקו הצדדים המרשים לפנאקסיה ישראל, ללא כל תמורה, זכות בלעדית, בלתי חוזרת, שאינה מוגבלת בזמן ואינה ניתנת להסבה, לעשות שימוש ברישיונות אשר הוענקו ו/או יוענקו להם בעתיד על ידי רשויות בישראל, לרבות היק"ר, לפעילות בתחום הגידול, ייצור, הפצה שיווק וייצוא וכל פעילות מסחרית אחרת בקשר עם מוצרי קנאביס לשימוש רפואי (בס"ק זה, להלן: "הרישיונות" ו-"זכות השימוש", בהתאמה). **זכות השימוש מוגבלת לפעילות בתחום הקנאביס הרפואי בישראל וכוללת ייצוא מישראל.**

ביום 18 בפברואר 2019, נחתמה בין הצדדים תוספת להסכם השימוש ברישיון הייצור (בס"ק זה, להלן: "התוספת"), לפיה, החל מחתימתה, הייצור יתבצע על ידי פנאקסיה קנאביס ישראל, כקבלן משנה, עבור פנאקסיה ישראל, בהתאם להוראותיה ובפיקוחה ובבלעדיות, תמורת החזר מלוא עלויות הייצור בפועל. בנוסף, לתוספת צורף הסכם אופציה בין פנאקסיה ישראל לבין פנאקסיה קנאביס ישראל, המהווה תוספת להסכם השימוש ברישיון הייצור, לפי והוענקה לפנאקסיה ישראל זכות קבועה ובלתי ניתנת לביטול, להודיע לפנאקסיה קנאביס ישראל בכתב על החלטת פנאקסיה ישראל להעביר את רישיון הייצור, וכן את הסכמי ההעסקה מול כל העובדים העוסקים בפעולות ייצור תחת הרישיון בזמן ההעברה (בס"ק זה, להלן: "הנכסים המועברים"), לידי פנאקסיה ישראל, והכול בכפוף לאישור משרד הבריאות ככל שנדרש (בס"ק זה, להלן: "האופציה").

מרגע שתודיע פנאקסיה ישראל בכתב לפנאקסיה קנאביס ישראל על מימוש האופציה, ובכפוף לקבלת אישורי משרד הבריאות כנדרש, ולתשלום מחיר המימוש של 100 ש"ח בלבד, יועברו הרישיון והסכמי ההעסקה הרלוונטיים באופן תמידי מפנאקסיה קנאביס ישראל לפנאקסיה ישראל, כנגד תשלום ההוצאות הקשורות במישרין להעברה זו על ידי פנאקסיה ישראל.

### 3.2.2.2 תקן EU-GMP

ביום 9 ביוני 2020 הודיעה החברה, כי מתקן ייצור מוצרי הקנאביס רפואי המצוי בשימוש הבלעדי של הקבוצה באתר בלוד קיבל אישור רשמי לתקן EU-GMP מרשות בריאות באיחוד האירופי.

החברה (באמצעות חברת הבת), מייצרת ומשווקת את המוצרים מבוססי הקנאביס הרפואי על בסיס הסכם הרישיון הבלעדי שקיבלה מפנאקסיה קנאביס ישראל ובעלת השליטה לצורך שימוש בלעדי במתקן הייצור. התקן האירופאי הכרחי לכל גוף המבקש לייצר, לייצא ולשווק מוצרים מבוססי קנאביס רפואי במדינות האיחוד האירופאי, בהתאם לסטנדרטים המקובלים על פי הדירקטיבה האירופאית לייצור מוצרים מבוססי קנאביס רפואי 2003/94 EC 98/.

התקן האירופאי הפך את הקבוצה, למיטב ידיעתה, לחברת הקנאביס הרפואי הראשונה בישראל אשר קיבלה אישור EU-GMP מרשות אירופאית, המאפשר לייצר, לייצא (בכפוף להשלמת אסדרת תהליך הייצוא מישראל) ולמכור במדינות האיחוד האירופאי מגוון של מוצרי קנאביס רפואי, לרבות תפרחות, שמנים, ומיצויי קנאביס רפואי בהיקפים מסחריים.

### 3.2.3 הסכם שימוש מתקן מלטה

ביום 25 במרץ 2020 פנאקסיה ישראל ובעלת השליטה התקשרו בהסכם (בס"ק זה: "ההסכם" ו- "הצדדים", לפי ההקשר), לפיו, פנאקסיה ישראל תהא רשאית, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי, לעשות שימוש במתקן למחקר ופיתוח קנאביס רפואי של בעלת השליטה במלטה (בס"ק להלן: "מתקן המו"פ" ו/או "המתקן") לצורך ייצור של מוצרי קנאביס רפואי של פנאקסיה ישראל, ושיווקם באירופה. התקשרות פנאקסיה ישראל בהסכם נועדה לאפשר לחברה

להרחיב את פעילותה בשוק האירופאי, ולהוות שער נוסף לייצוא מוצרי קנאביס רפואי של החברה מישראל לאירופה לאחר שהמתקן יעמוד בתקן EU-GMP. ביום 2 בינואר 2022 דיווחה החברה כי המתקן קיבל אישור רשמי לתקן EU-GMP ביום 31 בדצמבר 2021 מרשות הבריאות באיחוד האירופאי, וכי בכוננת הצדדים לפעול לחידושו באותם תנאים או בתנאים חדשים.

בהמשך לקבלת תקן EU-GMP למתקן הייצור במלטה בחודש ינואר 2022 מרשות הבריאות באיחוד האירופאי, בעלת השליטה קיבלה גם רישיון רשמי מרשויות הבריאות במלטה לייצור מוצרי קנאביס רפואי מוגמרים במתקן. ביום 23 ביוני 2022 אישרה ואישרה אסיפת בעלי המניות של החברה את ההתקשרות בהסכם, לתקופה של שנה נוספת מיום 1 בינואר 2022 ועד ליום 31 בדצמבר 2022 ("ההסכם המוארך").

מאחר וההסכם המוארך הגיע לסיומו ביום 31 בדצמבר 2022, ביום 15 במרץ 2023 אישרה אסיפת בעלי המניות הארכה נוספת של ההסכם בתשעה חודשים נוספים, קרי עד ליום 30 בספטמבר 2023 או עד למועד השלמת העסקה בדבר הכנסת הפעילות החדשה לחברה.

המתקן במלטה, אשר הינו בעל תקן EU-GMP, מאפשר ייצוא של מוצרים גם למדינות אשר דורשות רישום של המוצרים המתקדמים (כגון טבליות ומוצרים לשאיפה) במדינת המקור כמוצרים סופיים. המוצרים המתקדמים יוגשו לרישום במלטה, ובכפוף לרישומם, ייוצאו ממלטה למדינות היעד הדורשות רישום במדינת המקור.

בתמורה לשימוש במתקן ובמשאביו לפי שיקול דעתה, תשלם פנאקסיה ישראל לבעלת השליטה את הוצאות ועלויות תפעול מתקן המו"פ וכן את עלויות השימוש בהון האנושי, בתוספת מרווח קבוע של 5.2% מכלל ההכנסות מפעילות



המתקן בתקופת ההסכם ועל פיו, כולל כתוצאה משיווק והפצת המוצרים באירופה, יהיו של פנאקסיה ישראל.

האחריות והעלויות הקשורות בהובלת הרכיבים השונים של המוצרים מישראל אל המתקן, רכישת ואספקת חומר הגלם למתקן המו"פ לשם מיצויו, וכן פעילות שיווק והפצת המוצרים באירופה (ככל שתתאפשר), יחולו על פנאקסיה ישראל בלבד.

**על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, כ-50% מסך מכירות החברה בשנת 2022 לגרמניה מיוצרים במפעל במלטה.**

#### 3.2.4 הפצה

##### 3.2.4.1 מכירת פעילות ההפצה והלוגיסטיקה של החברה בישראל לחברת

##### IMC

ביום 30 באפריל 2021 דיווחה החברה כי התקשרה באמצעות פנאקסיה תעשיות פרמצבטיות ישראל בע"מ ופנאקסיה לוגיסטיקה בע"מ עם חברת הקנאביס הישראלית IMC, בהסכם סופי ומחייב במסגרתו תמכור החברה לקונה את פעילות ההפצה והלוגיסטיקה של החברה. למועד הערכת השווי פעילות זו אינה קיימת בחברה.

##### 3.2.4.2 הסכם עם רפא

ביום 31 במאי 2018 התקשרה פנאקסיה ישראל בהסכם שיתוף פעולה מסגרת מיזם משותף לייצור והפצה של מוצרי קנאביס לשימוש רפואי עם רפא, חברה ישראלית פרטית המתמחה, בין היתר, במכירה, שיווק והפצה של מוצרים פרמצבטיים.

ההסכם כולל חלוקת רווחים והוצאות הקשורים בייצור והפצה של מוצרים פרמצבטיים ותכשירים המבוססים על צמח הקנאביס (להלן בס"ק זה: "המוצרים"), בהתאם למנגנונים הקבועים בהסכם.

לפי ההסכם, פנאקסיה ישראל מספקת לרפא מוצרים שיוצרו באתר הייצור של החברה, כאשר רפא אחראית למיתוג, שיווק, מכירות והפצה של המוצרים בישראל, בהתאם לאסטרטגיה שתיקבע על ידי הצדדים. רפא משווקת את מותג הפרימיום "אקסיבן" המיוצר בשיתוף פעולה בין הצדדים.

עוד נקבע במסגרת ההסכם כי רפא מחויבת להזמנה של כמות מינימום מוצרים מפנאקסיה ישראל, כאשר הכמות משתנה בהתאם לתקופות השונות המוגדרות בהסכם. פנאקסיה ישראל תהא רשאית להביא לסיום ההסכם במקרה בו רפא לא תעמוד בכמויות הזמנה מינימאליות, בהתאם להוראות ההסכם.

על פי ההסכם לצדדים תהא בעלות משותפת במותגים, לוגואים ושמות המסחר אשר יפותחו על ידם במסגרת המיזם המשותף. במקרה של סיום ההסכם יוכל כל צד לרכוש מהצד השני את הזכויות האמורות ואלו יימכרו למציע ההצעה הגבוהה יותר. סימני המסחר הרלוונטים למיזם המשותף יירשמו בבעלות משותפת של הצדדים בחלקים שווים.

תוקף ההסכם **לתקופה מינימלית של 5 שנים** עם אופציה להארכה בהתאם להוראות ההסכם.

על פי מידע שקיבלנו מהנהלת פנאקסיה:

א. ההסכם מול רפא מסתיים לאחר 5 שנים, החל מיום 31.5.2018. קרי,

ככל ותקופת האופציה לא תוארך, ההסכם מסתיים ביום 31.5.2023.

ב. כאמור לעיל, ההסכם כולל אופציה לתקופה נוספת של עד 10 שנים.

לצורך מימוש אופציה זו נדרשת הסכמה של שני הצדדים. לכן, מבחינה

כלכלית לאופציה זו אין ערך כלכלי.

- ג. כאמור לעיל, ההסכם מול רפא כולל כמות מכירה מינימאלית. על פי הנהלת החברה, בשנים 2021-2022 רפא לא עמדת בכמות המינימום.
- ד. סך הכנסות החברה ממוצרי אקסיבן בשנת 2021 נאמד בכ- 4,943 אש"ח, בחודשים 1-9.2022 בכ- 2,292 אש"ח וברבעון Q4.2022 בכ- 710 אש"ח (קרי בשנת 2022 בכ- 3 מיליון ש"ח).
- ה. **על פי הנהלת החברה, נכון למועד חוות דעת זו, ההסכם מול רפא לא הוארך.**

### 3.2.4.3 הסכם עם Neuraxpharm

ביום 16 ביולי 2020 נחתם הסכם מפורט בין בעלת השליטה בחברה עם חברת התרופות הגרמנית Neuraxpharm לייצור תרופות ומוצרים מבוססי קנאביס למטרות רפואיות ולשיווקם והפצתם בגרמניה (להלן בס"ק זה: "ההסכם", "המוצרים" ו-"הטריטוריה", בהתאמה). בהתאם להוראות ההסכם, לכל אחד מהצדדים זכות ראשונית לשיתוף פעולה בגרמניה ביחס למוצרים נוספים שלא פורטו בהסכם. כמו כן, לכל אחד מהצדדים זכות ראשונית במקרה של הרחבת שיתוף הפעולה למדינות נוספות באירופה: אוסטריה, צ'כיה, איטליה, פורטוגל, ספרד, שוויץ ובריטניה (להלן בס"ק זה: "הטריטוריות הנוספות").

נוכח הסדרי תיחום הפעילות הקיימים בין החברה<sup>5</sup>, לבין פנאקסיה גלובל<sup>6</sup> במדינת ישראל ומחוצה לה, פנאקסיה גלובל המחתה לחברה את זכויותיה תחת ההסכם במידה מירבית האפשרית כדלקמן:

א. יכולת הייצור של החברה בישראל.

<sup>5</sup> ההסכם מול חברת הבת של החברה (ראה סעיף 3.2.5.1 להלן)

<sup>6</sup> חברה בבעלות חברת האם

- ב. יכולת החברה לרכוש חומר גלם במחיר תחרותי בישראל.
- ג. אישורים רגולטוריים לייצור המוצרים המבוקשים מישראל.
- בדיקה כאמור תתבצע בכל רבעון מחדש, כאשר בכוונת החברה תשאף לספק את כל הכמות הנדרשת במסגרת ההסכם, בכפוף לזמינות חומר הגלם וקבלת אישורים רגולטוריים בישראל. מוצרים ו/או כמויות שלא תוכל החברה לייצר, ייוצרו על ידי באמצעות צדדים שלישיים, וזאת עד להודעת החברה כי ביכולתה לייצר אותם כפי שפורט לעיל.

ביום 20 בנובמבר 2020, הודיעה החברה על הרחבת שיתוף הפעולה עם Neuraxpharm לצרפת.

ביום 13 ביולי 2022, הודיעה החברה על הרחבת שיתוף הפעולה עם Neuraxpharm לשוויץ. להערכת החברה, מכירות ראשוניות של המוצרים בשוויץ צפויות להתחיל במהלך המחצית הראשונה של 2023 בכפוף לקבלת והשלמת האישורים והרישומים הרגולטוריים של הרשויות בשוויץ לשיווק והפצת המוצרים.

ביום 20 בספטמבר 2022, הודיעה החברה על הרחבת שיתוף הפעולה עם Neuraxpharm לצ'כיה. להערכת החברה, מכירות ראשוניות של המוצרים ברחבי צ'כיה צפויות להתחיל עד סוף שנת 2022 בכפוף לקבלת והשלמת האישורים והרישומים הרגולטוריים של הרשויות בצ'כיה, הנדרשים לצורך שיווק והפצת המוצרים.

#### 3.2.4.4 הסכמי הפצה נוספים:

א. הסכם להפצה, שיווק ומכירה מוצרי קנאביס רפואי בדנמרק ביום 10 במרץ 2020 פנאקסיה ישראל התקשרה עם סטנוקר, חברה דנית, להפצת מוצרי קנאביס רפואי, בהסכם לא בלעדי להפצה לשיווק ומכירת מוצרים מבוססי קנאביס רפואי מתוצרת החברה בדנמרק.

הסכם ההפצה הינו לחמש שנים (עם אפשרות לקיצור התקופה בתנאים שנקבעו), במסגרתו המפיצה תמכור ותפיץ את המוצרים שתייצר החברה (על חשבונה) לבתי מרקחת מאושרים לכך בדנמרק, כאשר לגבי חלק מהמוצרים הכלולים בהסכם קובע ההסכם חובת אי תחרות על המפיצה, באופן שהיא תהיה מנועה מלהפיץ באזור מוצרים מתחרים. **ההסכם אינו קובע יעדי מכירות מינימאליים עליהם התחייבה המפיצה. על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, בשנים 2021-2022 לחברה אין הכנסות ממכירות לדנמרק.**

ב. **קפריסין**- ביום 3 בפברואר 2021 דיווחה החברה על קבלת היתרי יבוא מממשלת קפריסין, אשר תרכוש מוצרי קנאביס רפואי בריכוזים שונים מסדרת הפרמיום של החברה, שיווצרו על פי דרישות תקן EU-GMP עבור מטופלי הקנאביס הרפואי במדינה. ביום 24 בפברואר 2021 התקבלו היתרי ייצוא ממשרד הבריאות הישראלי עבור שני סוגים של שמני קנאביס רפואי בריכוזים שונים בהתאם להיתר היבוא. בהמשך לכך, ביום 25 במרץ 2021 דיווחה החברה כי ייצאה משלוח מסחרי ראשון של מוצרי קנאביס רפואי מסדרת הפרימיום לקפריסין. **על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, בשנים 2021-2022 לחברה הכנסות שאינן מהותיות (כ-50 אש"ח בשנת 2021 וכ-50 אש"ח בשנת 2022).**

ג. **אוסטרליה**- ביום 4 בנובמבר 2020 קיבלה החברה היתר ייצוא ממשרד הבריאות למשלוח מוצרים מוגמרים של תפרחות קנאביס רפואי ללקוח באוסטרליה, לאחר קבלת היתרי יבוא מהרשויות באוסטרליה, ולאחר בחינת עמידת המוצרים ברגולציה המקומית באוסטרליה. בימים 15 ו-16 בנובמבר 2020 הושלמו הבדיקות הנדרשות בידי משרד הבריאות ורשויות המכס הישראלי למשלוח הראשון של המוצרים, ולאחריהן יצא המשלוח מישראל לאוסטרליה. **על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, בשנים 2021-2022 לחברה אין הכנסות ממכירות לאוסטרליה.**

ד. **יוון**- ביום 19 במאי 2021 דיווחה החברה, כי התקשרה עם Levira Group SA חברה יוונית להפצת תרופות בהסכם בלעדי להפצה לשיווק ומכירת מוצרים מבוססי קנאביס רפואי מתוצרת החברה ליוון. הסכם ההפצה הינו לתקופה בת חמש שנים, כאשר בנוסף נקבעו יעדי מכירה מינימליים שעל המפיצה לעמוד בהם, כאשר החברה רשאית לסיים את ההסכם עם המפיצה ככל שלא תעמוד בהתחייבותה זו כאמור. כמו כן, המפיצה התחייבה לפעול לקבלת והשלמת האישורים והרישומים הרגולטוריים הדרושים לשיווק ומכירת המוצרים באזור, וכן לנקוט בפעולות להחדרה ושיווק המוצרים באזור ולאיתור לקוחות פוטנציאליים. כמו כן, ההסכם קובע חובת אי תחרות על המפיצה באופן שהיא תהיה מנועה מלהפיץ באזור מוצרים מתחרים. למיטב הבנתנו קיימת אי וודאות באשר למימוש ההסכם בשל קשיים רגולטוריים ברישום המוצרים ביוון. **על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, בשנים 2021-2022 לחברה אין הכנסות ממכירות ליוון.**

ה. **פולין**- ביום 19 באוגוסט 2021 דיווחה החברה על התקשרותה של בעלת השליטה בחברה, פנאקסיה גלובל, בהסכם עם Neuraxpharm להפצה, שיווק ומכירה של מוצרים מבוססי קנאביס רפואי לפולין. ההסכם נחתם

לתקופה של 5 שנים (ויוארך אוטומטית ל- 5 שנים נוספות, בכפוף לאפשרות של כל צד להודיע על ביטול הארכה זו), ובמסגרתו החברה תייצר את המוצרים תוך עמידה בתקינה האירופאית (EU-GMP) ותפעל להשלמת רישומם לשיווק על פי דרישות הרגולציה בפולין. **על פי מידע שקיבלנו מהנהלת החברה, בשנת 2022 לחברה הכנסות שאינן מהותיות – כ- 11 אש"ח. ברבעון Q4.2022 לחברה אין הכנסות ממכירות בפולין.**

### 3.2.5 מחקר ופיתוח

כמפורט בדוח התקופתי של החברה לשנת 2022, מלבד ההוצאות בהן נושאת הקבוצה בתהליכי הרישוי והרישום, לרבות ניסויים קליניים ותהליכי תכנון וולידציה הנדרשים לצורך רישום והכרוכים בקבלת רישיונות ו/או אישורים למוצרים המיוצרים על ידי קבוצה, אין לקבוצה הוצאות מחקר ופיתוח. בפעילותה בתחום הפעילות מסתמכת הקבוצה על הידע הרב אשר נצבר בקבוצת פנאקסיה גלובל ובקבוצת סגל, כמפורט להלן.

#### 3.2.5.1 הסכם מו"פ

בהקשר זה, פנאקסיה ישראל התקשרה ביום 22 ביוני 2017 עם בעלת השליטה ועם קוויקאן (שתיהן יחד, להלן: "בעלות הרישיון"), בהסכם רישוי, במסגרתו העניקו בעלות הרישיון לפנאקסיה ישראל, זכות שימוש בלעדית, בלתי חוזרת, שאינה ניתנת להעברה, בכל זכויות הקניין הרוחני שיש לו יישומים מדעיים או

<sup>7</sup> מאוחדים

טכנולוגיים (למעט יישומים כלכליים כגון סימני מסחר או שמות מתחם (Domain Names)), בישראל, למטרות ייצור, הפצה ומכירה של מוצרי פנאקסיה ישראל, בישראל.

זכות השימוש ברישיון הוענקה לפנאקסיה ישראל על בסיס AS-IS. בתמורה לזכות השימוש ברישיון משלמת פנאקסיה ישראל לבעלות הרישיון 1% מרווחי פנאקסיה ישראל.

ההסכם אינו קצוב בזמן. פנאקסיה ישראל רשאית לסיים את ההסכם בכל עת עם הודעה בכתב לבעלות הרישיון.

**על פי הנהלת פנאקסיה וכמפורט בדיווח החברה מיום 18 במאי 2022, ההסכם אינו ניתן להסבה.**

### 3.3 תמצית דוחות כספיים<sup>7</sup>

#### 3.3.1 רווח והפסד

להלן תמצית נתוני דו"ח רווח והפסד של החברה לשנים 2020 – 2022 (מוצג באלפי ש"ח):

מאידך, קיים גידול בהיקף המכירות בגרמניה, אשר הסתכמו בחודשים אלו לכ- 12.4 מיליוני ש"ח לעומת כ-5.6 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

גידול בהכנסות ממכירות בשנת 2021 לעומת שנת 2020 נובע מהתקדמות החברה במכירת מוצרים בבעלותה, במקביל לצמצום בהיקף מתן שירותי יצור לצדדים שלישיים (קיטון מסך של 17.4 מלש"ח לסך של 12.1 מלש"ח) ובמכירות הקמעונאיות למטופלים. בנוסף, החל מדצמבר 2020, מייצאת החברה באופן סדיר את מוצריה לגרמניה וקפריסין.

**סך הכנסות החברה בחודשים 1-6.2023 נאמד בפחות מ-10 אש"ח בלבד ונובע ממכירות לגרמניה בסך של כ-4 מיליון ש"ח, מכירות מוצרי אורורה בסך של כ-3.56 מיליון ש"ח ומכירות מוצרי אקסיבן (הסכם רפא) בסך של כ-1,094 אש"ח.**

#### ב. רווח גולמי

בשנים 2020 ו-2021 לחברה רווח גולמי, כאשר בשנת 2021 שיעור הרווחיות הנו נמוך מ-1%. בשנת 2022 לחברה הפסד גולמי מהותי, של כ-21 מיליון ש"ח. ההפסד נובע בעיקר מהפרשה לירידת ערך מלאי בסך כ-15.5 מיליון ש"ח שרשמה החברה בשנת 2022 ומירידה בהכנסות בסך של כ-44 מיליון ש"ח בהשוואה לשנת 2022.

בנטרול מחיקה זו ההפסד הגולמי נאמד בכ-5.3 מיליון ש"ח.

במקביל לגידול בהכנסות בשנת 2021 ביחס לשנת 2020, חל גידול משמעותי בעלות ההכנסות הנובע בעיקר מגידול במרכיב ההוצאות המשתנות בקשר עם הגידול בהיקף המכירות של מוצרים מוגמרים הנמכרים לבתי

|                             | 2022            | 2021            | 2020            |  |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
|                             | מבוקר           | מבוקר           | מבוקר           |  |
| הכנסות                      | 39,419          | 83,599          | 60,747          |  |
| עלות מכר                    | 60,254          | 83,064          | 56,497          |  |
| <b>רווח (הפסד) גולמי</b>    | <b>(20,835)</b> | <b>535</b>      | <b>4,250</b>    |  |
| <b>% מסך ההכנסות</b>        | <b>-52.9%</b>   | <b>0.6%</b>     | <b>7.0%</b>     |  |
| הוצאות מכירה, שיווק ותפעול  | 4,146           | 18,549          | 13,474          |  |
| הוצאות שיווק, הנהלה וכלליות | 12,562          | 14,241          | 16,561          |  |
| הוצאות תפעוליות             | 16,708          | 32,790          | 30,035          |  |
| <b>% מסך ההכנסות</b>        | <b>42.4%</b>    | <b>39.2%</b>    | <b>49.4%</b>    |  |
| <b>הפסד תפעולי</b>          | <b>(37,543)</b> | <b>(32,255)</b> | <b>(25,785)</b> |  |
| <b>% מסך ההכנסות</b>        | <b>-95.2%</b>   | <b>-38.6%</b>   | <b>-42.4%</b>   |  |
| תשלום מבוסס מניות           | 230             | 2,656           | 9,566           |  |
| הוצאות מימון ואחרות, נטו    | 5,497           | (13,533)        | 550             |  |
| <b>הפסד לתקופה</b>          | <b>(43,270)</b> | <b>(21,378)</b> | <b>(35,901)</b> |  |

#### א. הכנסות

סך הכנסות החברה בשנת 2022 נאמד בכ-39 מלש"ח לעומת תקופת מקבילה אשתקד של כ-59.8 מלש"ח. הקיטון בהכנסות נובע מצמצום בהיקף מתן שירותי יצור לצדדים שלישיים ובמכירות קמעונאיות של מוצרים מוגמרים של אחרים למטופלים ומירידה במכירות מוצרים פרייבט לייבל של החברה.

### 3.3.2 מאזן

להלן תמצית יתרות מאזניות של החברה לימים 31.12.2021, 31.12.2020 ו- 31.12.2022 (מוצג באלפי ש"ח):

| 31.12.2020           | 31.12.2021           | 31.12.2022           |                        |
|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|
| <u>מבוקר</u>         | <u>מבוקר</u>         | <u>מבוקר</u>         | <b>אקטיב</b>           |
|                      |                      |                      | <u>רכוש שוטף</u>       |
| 19,805               | 5,576                | 5,179                | מזומנים ושווי מזומנים  |
| 13,243               | 18,859               | 15,190               | לקוחות                 |
| 4,360                | 4,184                | 2,101                | חייבים                 |
| 24,255               | 45,910               | 12,784               | מלאי                   |
| <u>61,663</u>        | <u>74,529</u>        | <u>35,254</u>        | סה"כ                   |
|                      |                      |                      | <u>רכוש שאינו שוטף</u> |
| 8,551                | 8,406                | 3,058                | רכוש קבוע, נטו         |
| 942                  | 458                  | 289                  | נכס בלתי מוחשי         |
| 5,661                | 5,304                | 1,129                | נכס זכות שימוש         |
| <u>15,154</u>        | <u>14,168</u>        | <u>4,476</u>         | סה"כ                   |
| <u><b>76,817</b></u> | <u><b>88,697</b></u> | <u><b>39,730</b></u> | <b>סה"כ אקטיב</b>      |

המרקחת. בנוסף, במהלך שנת 2021 ביצעה החברה מחיקות של מלאי בסך שך כ- 4.76 מיליון ש"ח.

בנטרול מחיקה זו, סך הרווח גולמי בשנת 2021 נאמד בכ- בסך של 5.3 מיליון ש"ח המהווה 6.3% מסך ההכנסות. שיעור רווחיות זה נמוך בהשוואה לשנת 2020, למרות הגידול בהכנסות בשנת 2021.

### ג. הוצאות שיווק, הנהלה וכלליות (בנטרול תשלום מבוסס מניות)

סך הוצאות מכירה ושיווק בשנת 2022 עמד על כ- 4.1 מיליון ש"ח לעומת 18.5 מיליון ש"ח בתקופה מקבילה אשתקד. הקיטון בסך של כ- 14 מיליון ש"ח בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד נובע בעיקר מקיטון בהוצאות הנובעות מזכאותם של שותפים אסטרטגיים לחלק יחסי מההכנסות בגין מוצרים מסויימים ששווקו על ידם בסך של כ- 10 מיליון ש"ח, מירידה בהוצאות שכר בסך של כ- 3 מיליון ש"ח, ומירידה בהוצאות רגולציה ואחרות בסך של כ- 1.2 מיליון ש"ח.

הוצאות השיווק והמכירה גדלו לאורך שנת 2021 בשל תוספת משאבים לפעילויות הקשורות בפיתוח מוצרים, הגשת תיקי שיווק, פיתוח עסקי ורגולטורי, בעיקר בשווקים חדשים בחו"ל. בנוסף, בשנת 2021 נרשם גידול בהוצאות הנובעות מזכאותם של שותפים אסטרטגיים לחלק יחסי מההכנסות בגין מוצרים מסויימים.

|                     | 31.12.2020           | 31.12.2021           | 31.12.2022           |  |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--|
| <b>פאסיב</b>        | <u>מבוקר</u>         | <u>מבוקר</u>         | <u>מבוקר</u>         |  |
| <b>התחייבויות</b>   |                      |                      |                      |  |
| הלוואות בנקאיות     | 8,968                | 20,269               | 15,079               |  |
| ספקים ונותני שרותים | 26,310               | 33,267               | 18,212               |  |
| זכאים ויתרות זכות   | 3,283                | 5,036                | 2,159                |  |
| צדדים קשורים        | 1,257                | 2,127                | 11,899               |  |
| התח' בגין חכירה     | 5,831                | 5,621                | 1,375                |  |
| הלוואה מבעל שליטה   |                      |                      | 10,560               |  |
| אחרות               | 990                  | 2,700                | 2,582                |  |
| סה"כ התחייבויות     | <u>46,639</u>        | <u>69,020</u>        | <u>61,866</u>        |  |
| הון (גירעון)        | <u>30,178</u>        | <u>19,677</u>        | <u>(22,136)</u>      |  |
| <b>סה"כ פאסיב</b>   | <u><b>76,817</b></u> | <u><b>88,697</b></u> | <u><b>39,730</b></u> |  |

ג. **התחייבויות - הקיטון בסך ההתחייבויות של החברה בסך של כ- 7-** מיליוני ש"ח נובע בעיקר מקיטון בסך של כ- 15 מיליוני ש"ח בהתחייבויות לספקים ולזכאים, הנובעים מקיטון בפעילות החברה בשנת 2022, בקיטון של כ- 2 מיליוני ש"ח באשראי לזמן קצר, ומנגד היה גידול בסך של כ- 10 מיליוני ש"ח ביתרת הלוואות ויתרות חו"ז עם צדדים קשורים הנובע בעיקר מהשתתפות החברה בהוצאות המפעל במלטה לשנת 2022 בסך של כ- 5 מיליוני ש"ח שעדיין לא שולמו לחברת פנאקסיה גלובל.

### 3.3.3 ניתוח מאזני

להלן טבלה המציגה את ניתוח יחסי איתנות הפיננסית של החברה לשנים 2020-2022, הנתונים מוצגים באלפי ש"ח:

| 31.12.2020   | 31.12.2021   | 31.12.2022   | יחסי איתנות פיננסית                                       |
|--------------|--------------|--------------|---|
| (8,590)      | 19,520       | 34,941       | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| 71,156       | 83,393       | 38,601       | סה"כ מאזן (ללא נכס זכות שימוש)                            |
| <b>-0.12</b> | <b>0.23</b>  | <b>0.91</b>  | <b>התחייבות פיננסית נטו מסך מאזן</b>                      |
| (8,590)      | 19,520       | 34,941       | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| 30,178       | 19,677       | -22,136      | הון עצמי  |
| <b>-0.28</b> | <b>0.99</b>  | <b>-1.58</b> | <b>התחייבות פיננסית נטו / הון עצמי</b>                    |
| (34,081)     | (47,923)     | (9,008)      | תזרים מפעילות שוטפת                                       |
| -8,590       | 19,520       | 34,941       | התחייבות פיננסית, נטו (כולל צדדים קשורים)                 |
| <b>3.97</b>  | <b>-2.46</b> | <b>-0.26</b> | <b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת / התחייבות פיננסית נטו</b> |

א. **נכסים שוטפים מורכבים בעיקר ממזומנים, לקוחות, מלאי וחייבים.**

הקיטון בסך הנכסים השוטפים של החברה בסך של כ- 39 מיליוני ש"ח לעומת התקופה המקבילה אשתקד נובעת מקיטון במלאי בסך של כ- 33 מיליוני ש"ח וקיטון ביתרת הלקוחות בסך של כ- 4 מיליוני ש"ח בעקבות קיטון בהיקף המכירות בשנת 2022. בנוסף, קטנה יתרת החייבים בסך של כ- 1.3 מיליוני ש"ח לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

ב. **רכוש קבוע, נטו- נובע בעיקר מירידת ערך של רכוש קבוע והקטנת נכס זכות שימוש עקב צפי לסגירת המפעל בישראל.**

| <b>31.12.2020</b> | <b>31.12.2021</b> | <b>31.12.2022</b> | <b>יחסי נזילות</b>             |
|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|
| 61,663            | 74,529            | 35,254            | נכסים שוטפים                   |
| 35,234            | 61,572            | 51,204            | התחייבויות שוטפות              |
| <b>1.75</b>       | <b>1.21</b>       | <b>0.69</b>       | <b>יחס שוטף</b>                |
| 37,408            | 28,619            | 22,470            | נכסים שוטפים בניכוי מלאי       |
| 35,234            | 61,572            | 51,204            | התחייבויות שוטפות              |
| <b>1.06</b>       | <b>0.46</b>       | <b>0.44</b>       | <b>יחס מהיר</b>                |
| 12,265            | 30,650            | 9,704             | הון חוזר נטו                   |
| 71,156            | 83,393            | 38,601            | סה"כ מאזן (ללא נכס זכות שימוש) |
| <b>0.17</b>       | <b>0.37</b>       | <b>0.25</b>       | <b>הון חוזר ביחס לסך המאזן</b> |

- היחס פוחת לאורך התקופה הנבחנת. יחס זה מודד את היחס שבין הנכסים השוטפים של החברה לבין התחייבויותיה השוטפות. במקרה של קשיים פיננסיים תידרש החברה להשיג במהירות מקורות כספיים כדי לממן את ההתחייבויות השוטפות. ככל שיחס זה גבוה יותר אזי לחברה יש סיכוי יותר טוב להיחלץ ממשברים פיננסיים. כאמור, היחס השוטף של החברה לאורך התקופה הנבחנת הינו נמוך מ-1, ולכן בעת משבר סך נכסיה החברה השוטפים לא יאפשרו לממן את התחייבויותיה השוטפות. לחברה יחס שוטף נמוך מאוד (כאמור, שווי הנכסים השוטפים הנו נמוך משווי ההתחייבויות השוטפות), בדרך כלל, יחס שוטף אופטימאלי הינו בין 1.7 ל-2.

- איתנות פיננסית מעידה על חוסנה של החברה. הון של החברה מורכב מהון עצמי שהינו ההון שהבעלים השקיעו בחברה בתוספת יתרת הרווח הקיימת, ומהון זר שהינו ההון שהחברה הלוותה מגורמים חיצוניים, ואשר היא תצטרך להחזיר בעתיד. המינוף הפיננסי מעיד על היחס בין ההון הזר להון העצמי. יחס בין ההון הזר להון העצמי גדול מ-1 מעידים על כך שהחברה פחות איתנה ונשענת על הון זר ולא יכולה לפרוע את כל התחייבויותיה מהונה העצמי במידה ותידרש. מניתוח נתוני החברה ניתן לראות כי בשנים הנבחנות רמת המינוף של החברה נמצאת במגמת עליה, הן מבחינת יחס התחייבויות פיננסיות נטו למאזן והן לגבי יחס התחייבויות פיננסיות נטו להון עצמי.
  - יחס התחייבויות הפיננסיות<sup>8</sup> למאזן עומד על כ- 0.91 ביום 31.12.2022, לעומת 0.23 בשנת 2021. סך המאזן כולל רכוש קבוע נטו (לרבות נכס זכות שימוש ורכוש אחר) של כ- 4.4 מלש"ח אשר בערכי מימוש שוויו נמוך באופן מהותי.
  - לחברה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת שלילי, כאשר בשנת 2022 עמד על כ-9 מיליון ש"ח.
- להלן טבלה המציגה את ניתוח יחסי הנזילות של החברה לשנים 2020 – 2022, הנתונים מוצגים באלפי ש"ח:

<sup>8</sup> מוצג ובניכוי יתרות מזומנים ופיקדונות.



- היחס המהיר זהה ליחס השוטף למעט המלאי. מלאי אינו נזיל כשאר הנכסים השוטפים. יחס זה מאפשר למדוד את היקף הנכסים הנזילים ביותר של החברה, הניתנים למימוש במהירות ביחס להתחייבויות השוטפות. בשנים 2021 – 2022 יחס זה הינו נמוך מאוד ונאמד בכ-0.45.
- הון חוזר נטו ביחס לסה"כ המאזן מבטא את העודף של הנכסים התפעוליים השוטפים על ההתחייבויות התפעוליות השוטפות שברשות החברה יחסית לסה"כ נכסיה. ככל שלחברה יותר עודפים כאלה, יחסית לסך נכסיה, הרי שברשותה יותר רזרבות נזילות כדי להתמודד עם קשיים ולחצים פיננסיים בטווח הקצר.

## פרק 4 קנאביס - שוק וסביבה עסקית

## 4.1 קנאביס

### 4.1.1 כללי

העברית, אשר בשנת 1963 גילה את ה-THC ואשר מחקריו הובילו למחקרים רבים בתחום<sup>12</sup> בארץ ובעולם. על פי דיווחים, נערכים בישראל עשרות מחקרים קליניים הבודקים את ההשפעה של טיפולים באמצעות קנאביס על מחלות שונות כמו אפילפסיה, פסוריאזיס וסרטן.

מדינות רבות בעולם מקדמות הליכים מקלים יותר ויותר בתחום הקנאביס הרפואי<sup>13</sup>. ברשימת המדינות נמצאות מדינות כמו קנדה, אוסטרליה, גרמניה, צ'כיה ומדינות אירופאיות רבות, אליהן הצטרפה זה מכבר מדינת ישראל. יצוין כי מדינת ישראל נחשבת כמדינה מובילה בגידול ופיתוח מוצרי קנאביס רפואי באיכות גבוהה.

בשנת 2017 פרסם היק"ר את התקינה החדשה אשר מטרתה היו לבצע הסדרה של תחום הקנאביס הרפואי, ליצור מקור אספקה מפוקח ומסודר של קנאביס רפואי ולאפשר זמינות רבה יותר של קנאביס רפואי איכותי באופן הדומה, ככל הניתן, לזה הקיים בתרופות. לפי התקינה החדשה, שרשרת ההפקה תחולק לחמישה רישיונות נפרדים (לא כולל רישיון שישי של מעבדת שרות לתחום הקנאביס).

מכיל יותר מ-100 תרכובות כימיות ייחודיות הנקראות קנבינואידים. כאשר הקנבינואידים נצרכים על ידי בני אדם הם מפעילים קולטנים המכונים אנדו-קנבינואידים הנמצאות במערכות שונות בגוף האדם. מחקרים רבים<sup>9</sup> חשפו את מעורבותם של הקנבינואידים במגוון רחב של תהליכים פיזיולוגיים ופתולוגיים ביניהם: הולכה עצבית, נוירוגנזה, בקרת משק האינסולין, בקרת המערכת החיסונית, למידה מוטורית, תיאבון, תחושת כאב, מצב רוח וזיכרון.

נכון להיום, מוצרי קנאביס המאושרים לשימוש רפואי מוגדרים ומסווגים על פי היחס והכמות של הקנבינואידים THC, CBD ו-CBN. מחקרים חוזרים ונשנים הוכיחו כי שילוב בין THC, CBD ו-CBN יחד עם חומרים נוספים הקיימים בצמח הקנאביס מייצרים אפקט אשר איננו פועל בצורה זהה במידה וישנה הפרדה ביניהם.

בשנים האחרונות הורחבו מחקרים בקנאביס ברחבי העולם כמו גם בישראל<sup>10</sup>. מדינת ישראל נחשבת למרכז עולמי בתחום של מחקר קנאביס<sup>11</sup> וזאת בעיקר הודות למחקריו של חתן פרס ישראל, פרופ' רפאל משולם מהאוניברסיטה

<sup>11</sup> <http://www.nrg.co.il/online/1/ART2/881/049.html>

<sup>12</sup> <https://hospitals.clalit.co.il/soroka/he/news/Pages/res-medical-cannabis-research-14.6.16.aspx>

<sup>13</sup> למידע נוסף אודות קידום הרגולציה בעולם:

<http://www.medicalcannabis.co.il/%D7%A8%D7%99%D7%97%D7%95%D7%90%D7%A0%D7%94-%D7%A8%D7%A4%D7%95%D7%90%D7%99%D7%AA-%D7%A2%D7%95%D7%9C%D7%9D>

<sup>9</sup> למידע נוסף אודות המחקרים החדשים בתחום:

<https://www.thcendcbd.com/%D7%A8%D7%99%D7%A1-%D7%A2%D7%9C-%D7%A7%D7%A0%D7%90%D7%91%D7%99%D7%A1-%D7%A8%D7%A4%D7%95%D7%90%D7%99>

<sup>10</sup> <http://www.technion.ac.il/2016/08/%D7%A8%D7%93%D7%A8%D7%9A-%D7%A0%D7%9B%D7%95%D7%A0%D7%94-%D7%A8%D7%95%D7%A4%D7%95%D7%AA-%D7%A1%D7%A1%D7%95%D7%AA-%D7%A7%D7%A0%D7%90%D7%91%D7%99%D7%A1>

מרדים. מבחינה רפואית, קנאביס סאטיבה מומלץ לצריכה בשעות היום בעוד האינדיקה מומלץ לשימוש בשעות הלילה.

- ב. **קנאביס אינדיקה** - צמח הקנאביס אינדיקה שמקורו בהודו, נמוך יותר מקנאביס סאטיבה והעלים שלו יותר עבים ופחות משוננים. מבחינה פרמקולוגית, קנאביס אינדיקה מכיל יחס CBD ל-THC גבוה מזה של הקנאביס סאטיבה. מבחינת שימוש רפואי, זני האינדיקה מומלצים לשימוש לילה בעוד אלו של הסאטיבה לשימוש יומי.
- ג. **קנאביס הייבריז** - מין משולב של קנאביס סאטיבה ואינדיקה. כיום, רוב הזנים הנפוצים לשימוש רפואי מכילים שילוב ביחס מסוים של סאטיבה ואינדיקה. כך שניתן לשלב בין התכונות והמאפיינים של המינים השונים ולהתאימם לצרכים השונים.

בשנים האחרונות הולך וגובר השימוש הרפואי בקנאביס במדינות רבות בעולם. הקנאביס מכיל תרכובות קנבינואידיות שונות בעלות סגולות פרמקולוגיות, אשר מרוכזות בעיקר בתפוח הצמח. ישראל הינה אחת מהמדינות המובילות בתחום המחקר והפיתוח, כאשר כבר בשנות השישים בודדו חוקרים מטעם האוניברסיטה העברית (בראשות פרופ' רפאל משולם) את הקנבינואידים THC ו-CBD. נכון להיום, מוצרי קנאביס המאושרים לשימוש רפואי מוגדרים ומסווגים על פי היחס והכמות של הקנבינואידים THC, CBD ו-CBN כאשר שני הקנבינואידים העיקריים, המוכרים והמשפיעים ביותר על הגוף הינם THC ו-CBD. במקביל חלה התקדמות במחקר המדעי בתחום הקנאביס, לביסוסו כצמח אשר מכיל תרכובות בעלות השפעה מטיבה לשלל סימפטומים לחולים במחלות שונות, כגון בתחומי האונקולוגיה, מחלות גסטרו כגון קרוהן (Crohn's Disease), פסיכיאטריה ועוד. במחקרים צוין כי הקנאביס מסייע לסימפטומים הנובעים ממחלות שלרפואה המודרנית אין תרופות או טיפולים

לצמח הקנאביס סגולות רפואיות ייחודיות, במיוחד בהתמודדות עם מחלות קשות. השימוש בצמח הקנאביס הינו עתיק יומין. ישנן עדויות שקנאביס סאטיבה גודל בסין כבר לפני למעלה מ-5,000 שנים. סיבי הצמח וזרעיו שימשו לייצור מגוון רחב של מוצרי תעשייה. עד לשנות ה-30 של המאה הקודמת היו התרופות אשר הכילו תמציות של הצמח חלק מהפרמקופיאה העולמית. בשנת 1937 הופסק השימוש הרפואי בקנאביס בארה"ב, באירופה השימוש הרפואי במוצרי הקנאביס נמשך עד תחילת שנות ה-70.

בצמח קיימים מאות חומרים פעילים כאשר המפורסם מביניהם הוא ה-THC שזוהה ובודד לראשונה במכון וייצמן על ידי פרופ' יחיאל גאוני ופרופ' רפאל משולם (שקיבל את פרס ישראל על חקר הקנאביס). האיכות הרפואית של הקנאביס נקבעת על ידי מספר גורמים: אופן הגידול, שמירה על רמה גבוהה באחוזים של חומרים פעילים, השבחת זנים ובעיקר התאמה וייעוד של זנים למחלות שונות.

### מינים

לצמח הקנאביס שלושה מינים עיקריים - סאטיבה, אינדיקה והייבריז שמהם ניתן לייצר מגוון רחב של זנים. להלן הסבר קצר על כל אחד מהם:

- א. **קנאביס סאטיבה** - מאופיין בגבעול ארוך, מבנה צר, ועלים דקים ומשוננים יותר (ביחס לקנאביס אינדיקה). מקור המין הוא באירופה, והוא תועד לראשונה בספרות המדעית בשנת 1753. לסאטיבה יש לרוב יחס גדול יותר של THC ו-CBD (קנבואידים - החומרים הפעילים העיקריים בקנאביס) לעומת האינדיקה והוא נחשב לאנרגטי ופחות

**4.2 האמנה היחידה בדבר סמים נרקוטיים, 1961<sup>15</sup>**

The Single Convention On Narcotic Drugs – "האמנה לסמים נרקוטיים" של האו"ם שנחתמה בשנת 1961 ואשר תוקנה בשנת 1972, היא אחת משלוש אמנות בין-לאומי קיימות להגברת שיתוף הפעולה המולטיטטרלי בהתמודדות עם תופעת הסחר בסמים. האמנה איחדה את כל ההסכמים הבין-לאומיים דאז בדבר איסור סחר בסמים והרחיבה את הפיקוח על גידול ועיבוד של צמחים המשמשים לייצור סמים נרקוטיים. מלבד הגברת שיתוף הפעולה הבין-לאומי, האמנה מגבילה את ההחזקה, השימוש, הסחר, החלוקה, היבוא, היצוא, הייצור וההפקה של סמים לשימוש רפואי ומדעי בלבד ומגדירה את המנגנונים שעל המדינה להקים כדי לנהל מלאי סמים לצרכים רפואיים. 184 מדינות חתומות כיום על האמנה, ובהן ישראל, אשר אשררה אותה בחודש פברואר 1974. במסגרת האמנה סווגו הסמים לארבע קבוצות (Schedule I, Schedule II, Schedule III, Schedule IV) והוגדרה מידת הפיקוח שעל הצדדים לאמנה להחיל על כל קבוצה. סמים שנחשבו לממכרים ללא שימוש נפוץ ברפואה ובמחקר נכללים בקבוצה הראשונה ובקבוצה הרביעית, והם נתונים לפיקוח נוקשה ומחמיר יותר מהסמים שבקבוצה השנייה והשלישית, שעל פי סיווגם יש להם ערך רפואי או מחקרי והשפעה ממכרת פחותה. צמח הקנאביס והשרף

המופק ממנו משתייכים לקבוצה הראשונה ולקבוצה הרביעית (Schedule I), (Schedule IV), בין היתר, לצד ההרואין.

האמנה קובעת את משטר הפיקוח שיחול על צמח הקנאביס. על פי האמנה, משטר הפיקוח החל על גידולו של פרג האופיום יחול על צמח הקנאביס, כאשר מדינה תהיה רשאית לגדל, לסחור, לייבא ולייצא קנאביס בתנאי שתקים סוכנות ממשלתית אחת או יותר שתהיה אחראית על כך. בהתאם לאמנה, ייצוא קנאביס יכול להתבצע בהינתן שניתן היתר ייבוא על ידי המדינה המייבאת והיתר יצוא על ידי המדינה המייצאת.

**4.3 קנאביס בישראל****4.3.1 רגולציה<sup>16</sup>**

מתחילת שנות התשעים של המאה הקודמת, החלו בישראל ניצני שימוש בקנאביס למטרות רפואיות. כל עוד התופעה לא הייתה שכיחה, התיר משרד הבריאות, לאחר בחינת כל בקשה לגופה, את השימוש בקנאביס לצרכים רפואיים בהתאם לסמכותו מבלי שנקבעו כללים מנחים לעניין זה או לעניין אספקת הסם לבעלי רישיונות השימוש בו. ככל שהתרחבה מגמת השימוש בקנאביס רפואי ומספר בעלי הרישיונות לשימוש בקנאביס הלך וגדל, התבהר כי קיים צורך בהסדרה כוללת של התחום, החל מגיבוש הנחיות לאישור השימוש בקנאביס דרך הסדרת שרשרת ההפקה, משלב הריבוי ועד לשלב הניפוק. לאורך השנים, נעשו מספר ניסיונות להסדרת התחום. התקינה החדשה

<sup>15</sup> <http://ar.iijournals.org/content/33/6/2541.full.pdf> ;  
<https://www.knesset.gov.il/mmm/data/pdf/m03291.pdf>

<sup>16</sup> [https://www.health.gov.il/PublicationsFiles/canabis\\_path.pdf](https://www.health.gov.il/PublicationsFiles/canabis_path.pdf)

<sup>14</sup> <http://www.tikun-olam.co.il/files/users/Crohn%20-%20tikun%20olam.pdf> ;

; <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jphp.12082/abstract>

שעוגנה בהחלטות הממשלה כמפורט להלן, נערכה על ידי משרד הבריאות בתיאום עם משרדי ממשלה נוספים, במגעים שוטפים עם העוסקים בתחום בסיוע וייעוץ של מספר ועדות שהוקמו לבחינת הנושא.

בשנת 2011 התקבלה החלטת ממשלה מס' 3609 שבה נקבע כי משרד הבריאות ישמש "סוכנות ממשלתית", בהתאם להוראות האמנה ולצורך כך הוקמה במשרד הבריאות ה"יחידה לקנביס רפואי" (יק"ר). בנוסף, לפי החלטה זו הוקמה ועדת היגוי בין משרדית המורכבת מנציגי משרדי ממשלה רשויות ממשלתיות וגופים אחרים למעקב ותיאום בנושא. בשנת 2013 התקבלה החלטת ממשלה מס' 1050 ובה נקבעו עקרונות להסדרה וקווי פעילות.

בשנת 2016 התקבלה החלטת ממשלה מס' 171587 אשר קבעה את המתווה להסדרת תחום הקנאביס הרפואי ואשר מכוחו נכתבה התקנה החדשה. על בסיס מתווה זה פרסם היק"ר תקינות מתאימות לכל חוליה בשרשרת הפקת מוצרי קנאביס רפואי (לעיל ולהלן: "התקנה החדשה").<sup>18</sup> התקנה החדשה קובעת סטנדרטים נאותים לאיכות על מנת לאפשר שימוש רפואי נאות בקנאביס רפואי באופן הדומה ככל הניתן לזה הקיים בתרופות. מאחורי התקנה החדשה עמדו שתי מטרות מרכזיות: (1) פיקוח על פרקטיקה רפואית והתוויות לשימוש בקנאביס רפואי על ידי מטופלים; (2) אפשרות לנגישות ואספקה של קנאביס רפואי באיכות טובה, על בסיס אמות מידה ותנאי איכות אדוקים.

כל פעולה בצמח הקנאביס ובכלל זה, ריבוי, גידול, ייצור, הפצה, החזקה, שינוע, בדיקות מעבדה וניפוק מחויבת בעמידה בהוראות כל דין ובכלל זה בקבלת

רישיונות מתאימים שיונפקו על ידי היק"ר בהתאם לתקנה החדשה. קבלת הרישיונות מחייבת עמידה בדרישות איכות ואבטחה קפדניות ומפוקחות בהתאם לסוג הרישיון, כפי שגובשו וכפי שיעודכנו מעת לעת, לרבות ובהתאם להמלצות המשרד לביטחון פנים, ובכל הקשר לאבטחת ומיגון – המלצות משטרת ישראל.

בהתאם לתקנה החדשה, מוצרי הקנאביס הרפואי אשר יאושרו לשיווק בישראל, ייוצרו ויהיו ברמת איכות הראויה לשימוש רפואי. על מנת להגיע לרמת סטנדרטיזציה גבוהה ועל מנת להבטיח רמת הדירות ואחידות גבוהה כראוי ממוצר לשימוש רפואי, תהליכי הריבוי והגידול של צמחי הקנאביס המשמשים ליצירת חומרי הגלם, תהליכי הייצור והאריזה ותהליכי ההפצה והניפוק שלהם, כולם ייעשו תחת בקרה ופיקוח אדוק של good-practices, בהתאם ל-IMC-Medical Grade<sup>19</sup>.

לפיכך, לכל אורך התהליך משלב הריבוי ועד ייצור מוצר סופי וניפוק בבית מרקחת, מחויבת כל חוליה בשרשרת ההפקה על שמירה אדוקה של תנאי סביבה אופטימליים ואחידים וכמו כן, שמירה אדוקה על תהליכי עבודה מוגדרים ואחידים המבוססים על פרוטוקולי עבודה סטנדרטים. לכל אורך שרשרת ההפקה צריכות להיערך בדיקות אנליטיות סדירות ותקופתיות כנדרש, על מנת לוודא ולתעד כי הצמח עומד בסטנדרטים האנליטיים וברמת האיכות הנדרשים בכל שלב משלבי שרשרת ההפקה.

בהתאם לפרסומים פומביים, קיימים בישראל כ-123<sup>20</sup> אלף אנשים המטופלים

<sup>20</sup> נתונים עדכניים מרישיונות מטופלים, פורסם על ידי היחידה לקנביס רפואי (יק"ר), דצמבר 2022.

<sup>17</sup> <http://www.pmo.gov.il/Secretary/GovDecisions/2016/Pages/dec1587A.aspx>  
<sup>18</sup> [https://www.health.gov.il/PublicationsFiles/canabis\\_path.pdf](https://www.health.gov.il/PublicationsFiles/canabis_path.pdf)

<sup>19</sup> IMC-GSP, IMC-GDP, IMC-GMP, IMC-GAP.

באמצעות קנאביס רפואי בהתוויות השונות<sup>21</sup>, כאשר ההתוויות נקבעות על ידי ועדת התוויות המתכנסת מעת לעת ובוחנת את האינדיקציות הרפואיות הנדרשות להתרת השימוש בקנאביס, את אוכלוסיית היעד לקבלת רישיונות שימוש והמקרים המתאימים מבחינה רפואית למתן רישיונות. היק"ר הוא הסמכות הבלעדית למתן אישורים לצריכת קנאביס רפואי למעט חולי סרטן המאושפזים במחלקות אשר מקבלים רישיון מרופאי המחלקה האונקולוגית.

שרשרת ההפקה חולקה לשישה שלבים (לא כולל רישיון לאתר; להשמדה לקנאביס ורישיון למעבדת שירות בתחום הקנאביס, אשר מפורטים גם כן במפת הדרכים<sup>22</sup>), אשר לכל אחד מהם נדרש רישיון נפרד (כל רישיון, למעט רישיונות לחוות גידול וריבוי, יוחזקו על ידי תאגידים נפרדים, כאשר אין מגבלה שיהיה בעל שליטה זהה באותם תאגידים)<sup>23</sup> –

(א) חוות ריבוי<sup>24</sup> – מקום המשמש לגידול מקורות ריבוי או לטיפול של זנים של צמח הקנאביס בהתאם לאמות מידה חקלאיות ראויות (תקן IMC-GAP). על מנת לבצע את הליך הריבוי בהתאם לתקינה החדשה יש לייבא מחו"ל את חומר הריבוי בתצורת חומר צמחי (כגון זרעים, ייחורים, תרבויות ריקמה וכו') על פי הנחיות היק"ר (לשם כך נדרש "היתר יבוא" ו"רישיון יבוא לסם מסוכן") ובהתאם לתקנות הגנת הצומח (יבוא צמחים, מוצרים צמחים, נגעים ואמצעי לוואי), התשס"ט-2009. לאחר קבלת האישורים הנדרשים וייבוא חומר הריבוי ארצה,

החומר הצמחי המיובא מחויב בתקופת הסגר, גידול בהסגר ובדיקות מעבדה.

(ב) חוות גידול<sup>25</sup> – מתחם מוגדר המשמש לגידול של קנאביס רפואי בהתאם לאמות מידה חקלאיות ראויות (תקן IMC-GAP). חוות הגידול תקבל את אצוות הריבוי מחוות הריבוי ובה יגדלו אותה עד להפיכתה לאצוות גידול. חוות גידול הקנאביס תהינה נבדלות ומופרדות מחוות ריבוי גם אם יהיו בסמיכות באותו מתחם.

(ג) מפעל ייצור<sup>26</sup> – בשלב זה מועברת אצוות הגידול מחוות הגידול אל מפעל הייצור לצורך עיבוד, ייצור ואריזה של מוצרי קנאביס, בדומה למפעלי תרופות ואשר יתנהלו בהתאם לאמות מידה מקצועיות מתאימות (תקן IMC-GMP). נכון למועד דוח זה ולמיטב ידיעתנו, קיימים כ-10 מפעלים לעיבוד ואריזת תפרחות קנאביס, לרבות בבעלותן של בזלת פארמה צמחי מרפא בע"מ; תיקון עולם, פנאקסיה פארמה, פנאקסיה תעשיות פרמצבטיות ישראל בע"מ; פנאקסיה תראפיוטיקס בע"מ; וולק (נרכש על ידי שיח), טוגדר פארמה, יוניבו תעשיות פרמצבטיות בע"מ; BOL פארמה בע"מ (לשעבר שאיפה לחיים בע"מ) ומספר חברות נוספות הפועלות להקמת מפעלי עיבוד ואריזה נוספים.

(ד) בית מסחר למוצרי קנאביס<sup>27</sup> – לאחר הפיכת צמח הקנאביס למוצר מוגמר וארוז, יועברו המוצרים המוגמרים לאחסון ולהפצתם. בית

<sup>24</sup> [https://www.health.gov.il/hozer/DR\\_25012017.pdf](https://www.health.gov.il/hozer/DR_25012017.pdf)

<sup>25</sup> [https://www.health.gov.il/hozer/mmk151\\_2016.pdf](https://www.health.gov.il/hozer/mmk151_2016.pdf)

<sup>26</sup> [https://www.health.gov.il/hozer/mmk152\\_2016.pdf](https://www.health.gov.il/hozer/mmk152_2016.pdf)

<sup>27</sup> [https://www.health.gov.il/hozer/mmk153\\_2016.pdf](https://www.health.gov.il/hozer/mmk153_2016.pdf)

<sup>21</sup> [https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/decision\\_14012020\\_b/he/decision\\_and\\_directives\\_Decision\\_14012020\\_b.pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/decision_14012020_b/he/decision_and_directives_Decision_14012020_b.pdf)

<sup>22</sup> <https://www.health.gov.il/UnitsOffice/HD/cannabis/Documents/09052018.pdf>

<sup>23</sup>

<https://www.health.gov.il/UnitsOffice/HD/cannabis/Documents/11012016all.pdf>

המסחר יתנהל, בין היתר, בהתאם לאמות מידה מקצועיות הולמות (תקן IMC-GDP).

(ה) שינוע לקנאביס ו/או למוצרי קנאביס - ניתן לשנע את הקנאביס בין אתר מורשה (חוזה/מפעל/בית מסחר) לאתר מורשה אחר (חוזה, מפעל, בית מסחר, מתקן השמדה, בית מרקחת, לפי העניין) רק בכפוף לקבלת רישיון שינוע.

(ו) בית מרקחת ניפוק מוצרי קנאביס – בשלב הסופי, המוצרים המוגמרים יוחזקו ויונפקו למטופלים בעלי רישיונות שימוש בקנאביס למטרות רפואיות.

בתוספת למתווה להסדרת תחום הקנאביס לשימוש רפואי ולמחקר, פרסם משרד ראש הממשלה, כי במידת הצורך יפעל למימוש הסדרים נוספים, שיש בהם כדי לקדם את בריאות, זכויות ושלוש הציבור. במסגרת המתווה לא יוגבל מספר העוסקים בתחום הקנאביס, לא יוגבל מספר החוות לגידולו ואף מספר בתי המרקחת בהם ניתן יהיה לרכוש קנאביס רפואי לא יוגבל.<sup>28</sup>

אבטחה - בנוסף, כל בעל רישיון חייב לנקוט בכל האמצעים הנדרשים כדי לשמור על הקנאביס ומוצריו מפני אובדן או גניבה. בשל החשש כי הקנאביס יהווה מוקד משיכה לגורמים עבריינים, במסגרת התקינה החדשה נקבעו אמות מידה מחייבות לאבטחה ומיגון בהלימה אל מול איומי היחוס עבור כל חוליות שרשרת ההפקה, משלב חומר ריבוי צמחי ועד לניפוק "מוצר קנביס" מוגמר

בבית מרקחת ועבור "אמצעי השינוע" הנדרשים בין החוליות. התקינה החדשה דורשת כי הפעילות תאובטח בתנאים נאותים בהתאם לתקן IMC-GSP<sup>29</sup>, המחייבות אבטחה ומיגון עבור כל חוליות שרשרת ההפקה, משלב אספקת הריבוי ועד לניפוק מוצר. יודגש, כי קבלת אישור אבטחה מהיק"ר הינו תנאי לקבלת או הארכת או קיום של רישיון לעיסוק בקנאביס רפואי. כל אתר בשרשרת ההפקה חייב לעמוד בדרישות אבטחה שוטפות. אי עמידה בדרישות האבטחה עלולה להוות עילה לשלילת אישור האבטחה וסגירת האתר ו/או הפסקת שינוע אל ומהאתר. לצורך קיום דרישות האבטחה על החברה החקלאית למנות מנב"ט (ממונה בטחון) לכל אתר בשרשרת ההפקה (כאשר אין מניעה שמנב"ט אחד יהיה אחראי על יותר מחוליה אחת בשרשרת ההפקה, כל עוד הדבר אושר על ידי היק"ר). המנב"ט חייב להיות מאושר על ידי היק"ר וקצין אבטחה (קצין משטרת ישראל שמונה לתפקיד).

<sup>28</sup>

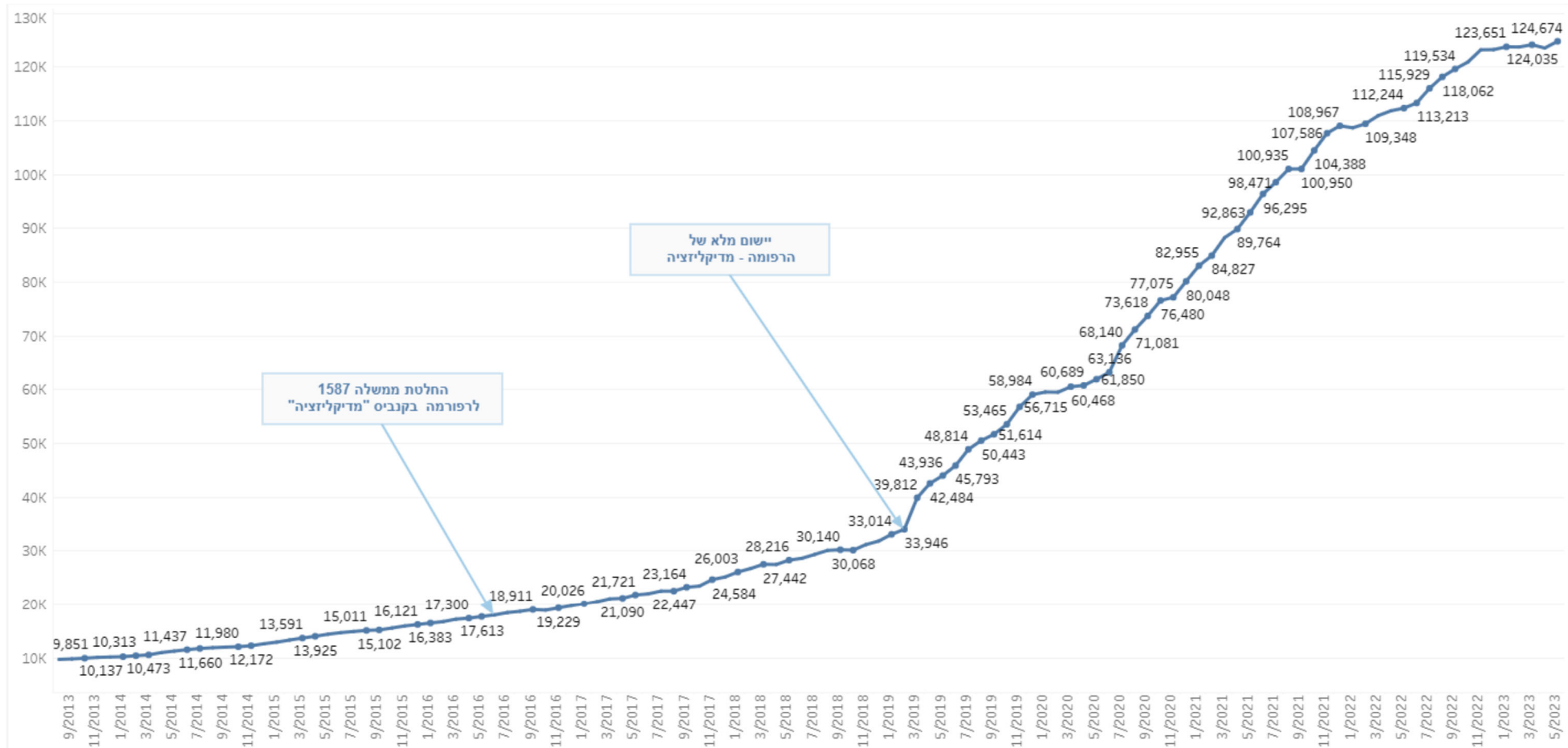
[www.gov.il/BlobFolder/pmopolicy/2016\\_dec1587a/he/secretary\\_govdecisions\\_2016\\_documents\\_nk.pdf](http://www.gov.il/BlobFolder/pmopolicy/2016_dec1587a/he/secretary_govdecisions_2016_documents_nk.pdf)

[https://www.health.gov.il/hozer/mmk150\\_2016.pdf](https://www.health.gov.il/hozer/mmk150_2016.pdf)<sup>29</sup>



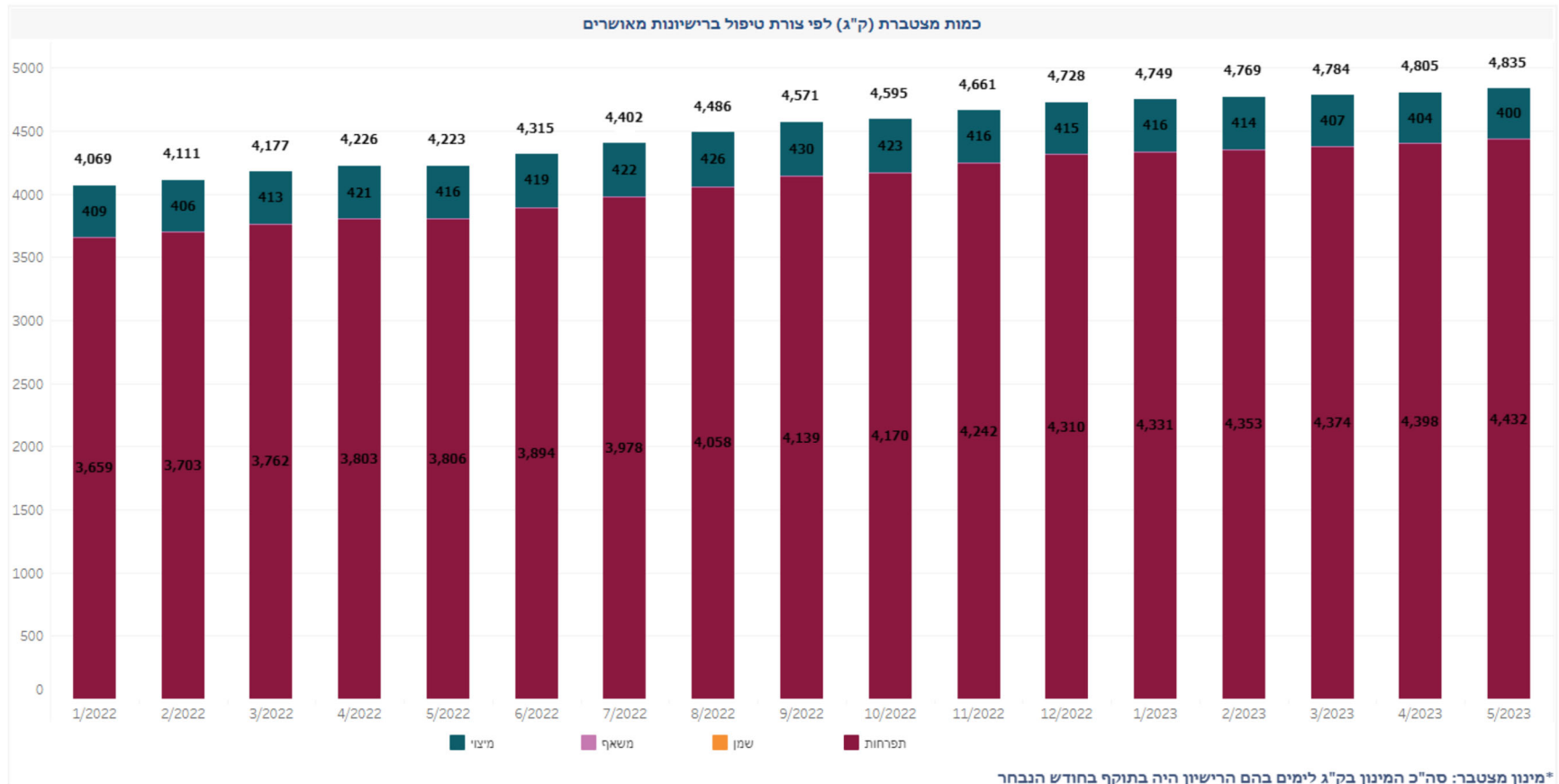
### 4.3.2 שוק הקנאביס הרפואי

להלן גרף המציג את סך הרישיונות לקנאביס רפואי בישראל בשנים 9/2013-5/2022<sup>30</sup>:



<sup>30</sup> מקור: היק"ר

שוק הצריכה של מוצרי קנאביס מוגמרים עומד, נכון למועד הערכת שווי זו, על כ- 4.8 טון לחודש<sup>31</sup>, כאשר כ-92% הנם תפרחות ו-כ-8% הנם מיצוי. להלן תרשים המציג את התפלגות הכמות מצטברת (ק"ג) לפי צורת טיפול ברישיונות פעילים:



<sup>31</sup> נתונים עדכניים מרישיונות טופלים, פורסם על ידי היחידה לקנביס רפואי (יק"ר), יוני 2023.

הוועדה אף המליצה על הקמת צוות משותף של מנהל סחר חוץ במשרד הכלכלה והתעשייה, משרד הבריאות, משרד האוצר ומשרד החקלאות, אשר יפעלו למיתוג ושיווק ייצוא קנאביס רפואי ומוצריו מישראל.

בדיונים בין משרד האוצר, משרד הבריאות והמשרד לביטחון פנים אשר התקיימו טרם אישור הממשלה, הועלתה הצעה על ידי המשרד לביטחון פנים להגביל את מספר חוות הגידול שיותר להן לייצא את הקנאביס לשימוש רפואי לעד 50 חוות גידול.<sup>33</sup>

במאי 2020 נחתם צו ייצוא חופשי, המסדיר ייצוא מוצרים מסוימים של קנאביס רפואי מישראל.<sup>34</sup> על פי ההערכות, במועד מתן הצו, ההכנסות הצפויות מייצוא קנביס צפויות להיות בהיקף של מאות מיליוני דולרים לשנה.<sup>35</sup>

בחודשים נובמבר ודצמבר 2020 העניק משרד הבריאות היתרי ייצוא ראשון של תפוחות קנאביס למספר חברות ישראליות, ביניהן שיח מדיקל גרופ בע"מ ופנאקסיה.<sup>36</sup> היתר זה, שניתן על ידי משרד הבריאות, הינו חלק מתוכנית פיילוט שנקרא "סבסוד תמורת ייצוא".<sup>37</sup> בתמורה לאישור הייצוא התחייבו אותם מקבלי היתר למכור מספר מוצרי קנאביס במחירים מוזלים למטופלים בארץ. הפיילוט ימשך לתקופה של 3 חודשים מול 9 חברות.

ביום 27 בינואר 2019 אישרה ממשלת ישראל ייצוא מוצרים מוגמרים מבוססי קנאביס לשימוש רפואי, וזאת לאחר קבלת המלצות ועדה בין משרדית של משרד האוצר ומשרד הבריאות (להלן: "הוועדה"). על פי החלטת הממשלה ייצוא של מוצרי קנאביס לשימוש רפואי, יעשה תחת המגבלות הבאות:

- (א) הייצוא יעשה ע"י משרד הבריאות או ישירות ע"י הצדדים, אך תוך פיקוח הדוק של המדינה.
- (ב) יותר ייצוא של מוצרים מוגמרים בלבד אשר אושרו על ידי משרד הבריאות. לא יותר ייצוא של שתילים, ייחורים או זרעים.
- (ג) הייצוא יאושר רק למדינות המתירות שימוש בקנאביס לשימוש רפואי ואשר יתירו ייבוא מישראל במפורש.
- (ד) ייצוא יאושר רק לחברות בעלות אישורים על פי התקינה החדשה אשר יקבלו רישיון לייצוא ממשרד הבריאות.

<sup>36</sup> <https://maya.tase.co.il/reports/details/1329806/2/0>

<sup>37</sup> <https://www.xn--4dbyzi5a.com/%d7%99%d7%a6%d7%95%d7%90-%d7%9e%d7%a1%d7%97%d7%a8%d7%99-%d7%a8%d7%90%d7%a9%d7%95%d7%9f-%d7%a9%d7%9c-%d7%a7%d7%a0%d7%90%d7%91%d7%99%d7%a1-%d7%9e%d7%99%d7%a9%d7%a8%d7%90%d7%9c-%d7%a9%d7%99%d7%97/#gsc.tab=0>

<sup>32</sup> [https://www.health.gov.il/NewsAndEvents/SpokemanMessegas/Pages/13082017\\_2.aspx](https://www.health.gov.il/NewsAndEvents/SpokemanMessegas/Pages/13082017_2.aspx)

<sup>33</sup> <https://main.knesset.gov.il/Activity/committees/Drugs/Pages/CommitteeProtocols.aspx?ItemID=2073696>

<sup>34</sup> <https://www.gov.il/he/departments/news/economy-news-130520>

<sup>35</sup> <https://www.gov.il/he/departments/news/economy-news-130520>

#### 4.3.4 יבוא

ייבוא קנאביס בכל תצורה חייב בקבלת "היתר יבוא" וכן "רישיון יבוא לסם מסוכן". ייבוא קנאביס לארץ מתאפשר מכוח תקנות הסמים המסוכנים, תש"ס-1979.<sup>39</sup> בנוסף, נוהל 109 של משרד הבריאות מפרט את הדרישות לצורך ייבוא קנאביס רפואי לארץ.<sup>40</sup> לאור מחסור בקנאביס רפואי בשוק המקומי אישר משרד הבריאות ייבוא קנאביס.<sup>41</sup>

על פי פרסומים פומביים, בשנה האחרונה הפכה ישראל ליבואנית קנאביס רפואי הגדולה בעולם. במחצית הראשונה של 2022 ייבואו לישראל כ- 17 טון קנאביס רפואי לעומת 22 טון בכל שנת 2021, כאשר בין ינואר 2020 ל- 7.2022 יובאו לישראל יותר מ-53 טון קנאביס.

עד כה הגיעו לישראל מקנדה יותר מ- 37 טון קנאביס לאורך השנים (עד לחודש יולי 2022): בחודשים 2022-6-1 הגיעו כ- 12.8 טון (מתוך 16.8 שהגיעו בסה"כ שהגיעו לישראל כאמור), בשנת 2021 הגיעו מקנדה 16 טון (מתוך 22 בסה"כ שהגיעו לישראל) ובשנת 2020 הגיעו 8.6 טון (מתוך 14 בסה"כ שהגיעו לישראל).

במקום השני, הרבה אחרי קנדה, נמצאת פורטוגל, ממנה הגיעו עד כה לישראל לאורך השנים כ- 9 טון: בחצי-שנת 2022 הגיעו עד כה כ- 1.9 טון, נתון שמסמל קצב דומה ל- 3.5 טון שהגיעו משם בכל שנת 2021, ונתון דומה נמצא גם בכל שנת 2020. עיקר היבוא מקנדה ופורטוגל מתבצע על ידי החברות אינטרקוור קנדוק, בול פארמה ושיח מדיקל.

ביום 1 באוגוסט 2021 אישרה הממשלה במסגרת התוכנית הכלכלית לשנים 2021-2022 (חוק ההסדרים) את החלטה 224 בדבר קידום יצוא הקנאביס הרפואי,<sup>38</sup> שעיקרה קביעת הסדר שלראשונה יאפשר לבעלי רישיון עיסוק בקנאביס המחזיקים בהיתרי יבוא ושיווק רגולטוריים במדינות היעד, לייצא מהארץ מוצרי קנאביס רפואי שאינם מאושרים לשיווק בישראל.

בכדי לייצא מוצרים מישראל לחו"ל, נדרשות החברות המייצאות את מוצריהן לעמוד בתנאים רגולטוריים נוקשים, בכדי לקבל את האישורים המתאימים. נכון למועד הדוח לפנאקסיה תעודת GMP-EU למטרות ייצור ושיווק בבריטניה של האיחוד האירופאי. עמידה בתקן GMP-EU מהווה תנאי סף בכדי לייצא מוצרים למרבית מדינות האיחוד האירופאי ולמדינות נוספות בעולם.

מאז החל יצוא של קנאביס רפואי בשנת 2020 ועד יולי 2022, נשלחו מישראל רק 1.1 טון, מתוכם כ- 177 ק"ג בשנת 2020, כ- 663 ק"ג בשנת 2021 וכ- 263 ק"ג במחצית השנה הראשונה של 2022.

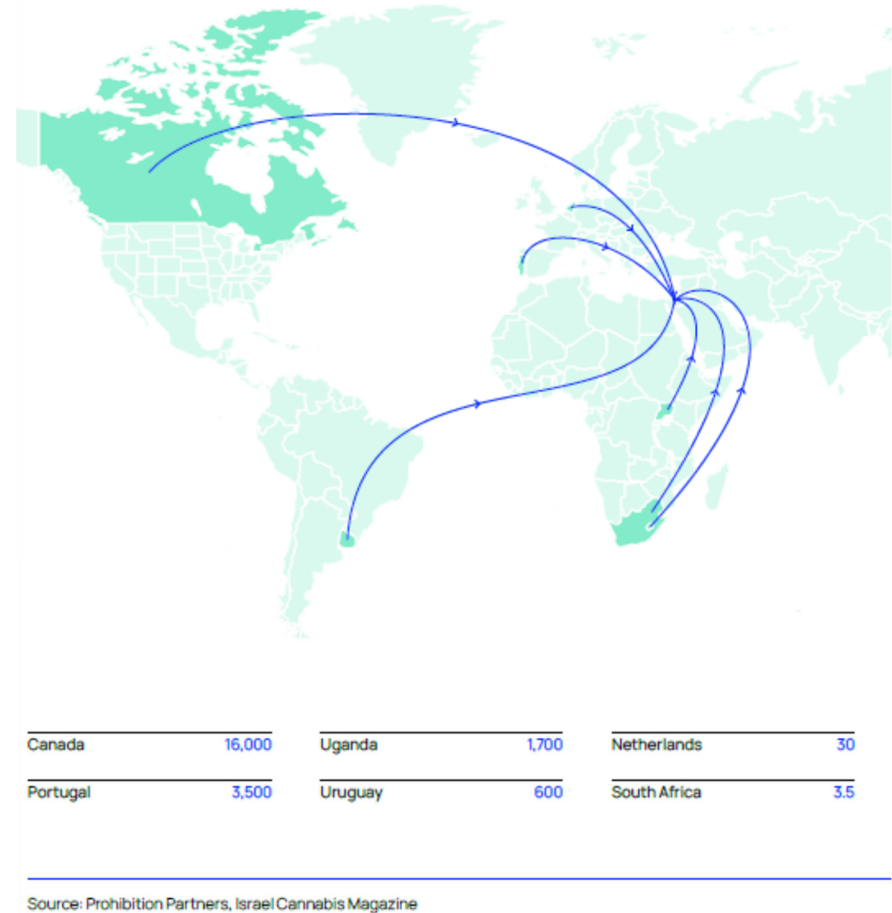
מתוך ה- 1.1 טון קנאביס שנשלח ביצוא מישראל, כ- 50% הגיע אל אוסטרליה (בעיקר על ידי חברת שיח מדיקל), וכ- 30% נוספים יוצאו אל בריטניה (בעיקר על ידי חברת בול פארמה). היתר, כ- 20%, נשלחו אל גרמניה, צרפת, קפריסין, פורטוגל ומעט מאוד גם להולנד, סינגפור, מלטה ופולין.

[https://www.gov.il/he/departments/policies/dec224\\_2021](https://www.gov.il/he/departments/policies/dec224_2021)<sup>38</sup>  
[https://www.nevo.co.il/law\\_html/law01/p170\\_003.htm#med6](https://www.nevo.co.il/law_html/law01/p170_003.htm#med6)<sup>39</sup>  
[/https://www.thc.mba/nohal-109](https://www.thc.mba/nohal-109)<sup>40</sup>  
[https://www.xn--4dbcyzi5a.com/%d7%90%d7%99%d7%9a-%d7%94%d7%a4%d7%9b%d7%94-](https://www.xn--4dbcyzi5a.com/%d7%90%d7%99%d7%9a-%d7%94%d7%a4%d7%9b%d7%94-2/#gsc.tab=0)<sup>41</sup>

### 4.3.5 תחרות בישראל

למיטב ידיעתנו<sup>42</sup>, נכון למועד חוות דעת זו, קיימות בישראל יותר מ-30 חברות בעלות רישיון קבוע לגידול קנאביס רפואי ו-11 חברות בעלות רישיון קבוע למפעל אריזה. להערכתנו, שוק הצריכה של מוצרי קנאביס מוגמרים עומד, נכון למועד הערכת שווי זו, על כ- 4.7 טון לחודש (כ- 56 טון בשנה)<sup>43</sup>, כאשר כ- 60% מסך הצריכה מקורו ביבוא והיתר גידול בישראל.

Israel's 2021 medical cannabis imports (kilograms)



<sup>43</sup> נתונים עדכניים מרישיונות טופלים, פורסם על ידי היחידה לקנביס רפואי (יק"ר), דצמבר 2022.

<sup>42</sup> <https://www.gov.il/he/Departments/DynamicCollectors/cannabis-licensed-workers?skip=0&type=2>

#### 4.4 השוק הבינלאומי

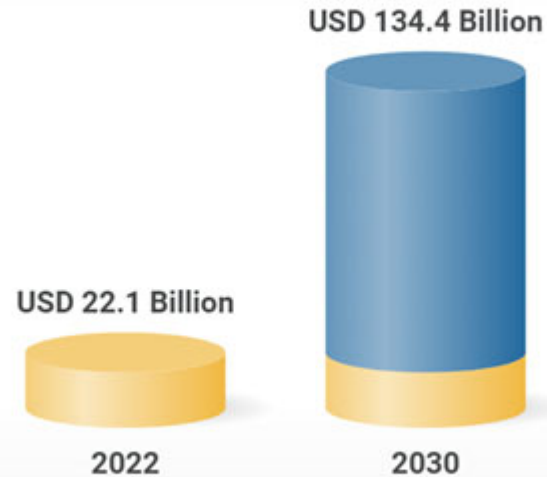
מספר מדינות התקדמו בתחום הלגליזציה של קנאביס רפואי בשנת 2022. באמריקה הלטינית, גם קוסטה ריקה וגם פנמה אימצו את חוקי הקנאביס הרפואי. באירופה, ממשלת ספרד הכשירה את Magistral שימוש בקנאביס רפואי לתנאים נבחרים דרך המדינה מערכת הבריאות הציבורית ביוני 2022.

באסיה, באוגוסט 2022, דובר משרד הבריאות המלזי ציין שבכוונת המדינה להכשיר קנאביס רפואי, תוך קבלת השראה מהמערכת שהוקמה בעבר בתאילנד. ביפן, הממשלה מאפשרת יבוא ושימוש בתרופות מוצרי קנאביס כמו Epidiolex ו-Sativex, לקראת רפורמה רחבה יותר בשנים הקרובות.



## Global Legal Cannabis Market

Market forecast to grow at a CAGR of 25.3%



<https://www.researchandmarkets.com/reports/5390516>

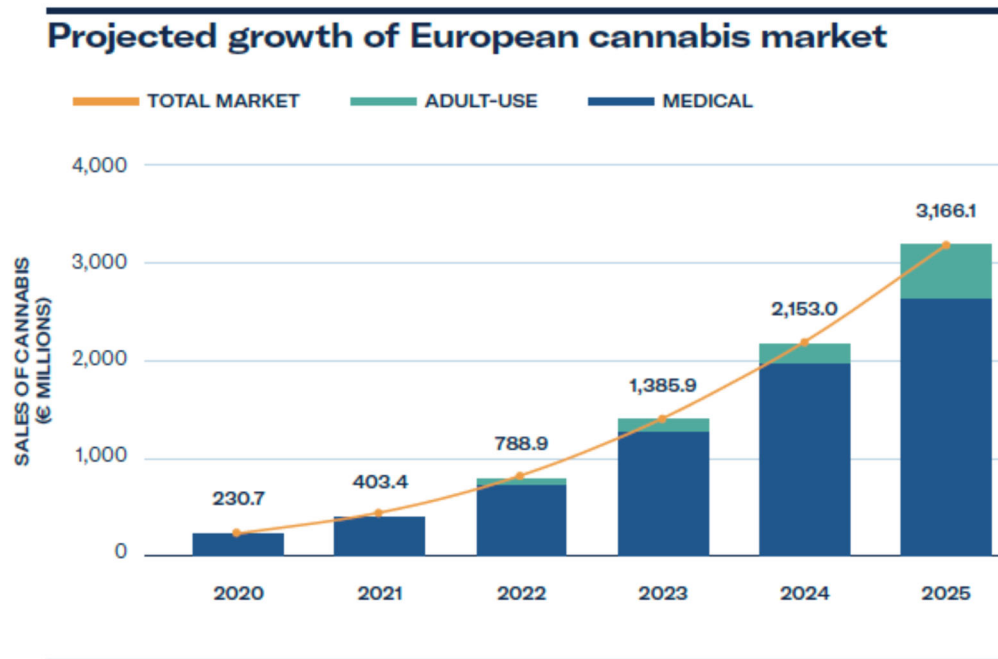
**RESEARCH AND MARKETS**  
THE WORLD'S LARGEST MARKET RESEARCH STORE

תעשיית הקנאביס החוקית העולמית הניבה כ- 22.1 מיליארד דולר בשנת 2022 (בשנת 2020 כ-21.2), וצפויה לעמוד בשנת 2030 על כ-134.4 מיליארד דולר (CAGR של 25.3%).

בארצות הברית תעשיית הקנאביס החוקית הניבה כ-11 מיליארד דולר בשנת 2022 וצפויה לצמוח בשיעור שנתי של 14.9% ולעמוד בשנת 2030 על כ-38 מיליארד דולר.

#### 4.4.1 שוק הקנאביס באירופה

נכון למועד הדוח, חלק ממדינות האיחוד האירופאי מאפשרות מכירת קנאביס רפואי, בכפוף לעמידה בתנאי סף שהינו קבלת אישור עמידה בתקן EU-GMP. לאחר עמידה בתנאי הסף, יש לעמוד בתנאי הרגולטוריים של כל אחת ממדינות האיחוד המוסיפה דרישות נוספות משלה, דבר המחייב את החברות המעוניינות לייצא למדינות האיחוד האירופי לרשום את מוצריהן בכל אחת מהמדינות החברות באיחוד, בנפרד. כחלק מהדרישות השונות, נדרשות החברות המייצאות להגיש תיק מוצר מפורט ולהתאים את המוצר לדרישות שונות בקשר עם רישום ושיווק מוצרי קנאביס רפואי. נוסף על כך, בין מדינות שונות קיים שוני במוצר המותר לשיווק – בין אם המוצר הינו חומר גלם, מוצר סופי או מוצר המתאים להכנה רוקחית.



Source: Prohibition Partners/Atalis

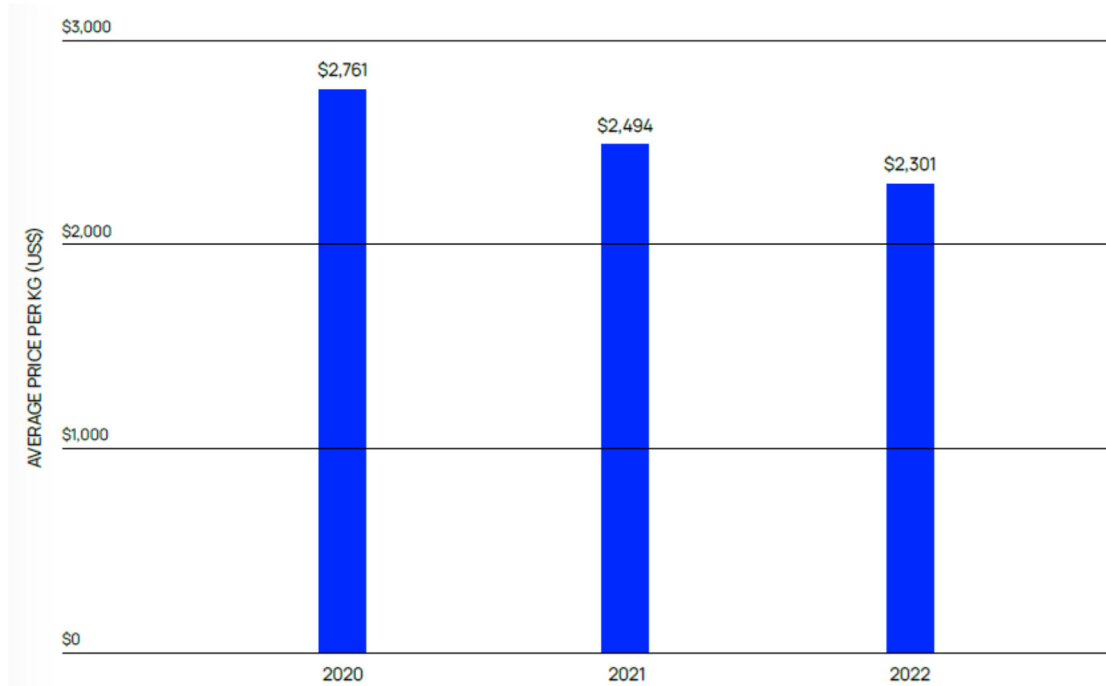
שוק הקנאביס באירופה נאמד בשנת 2021 על כ-0.4 מיליארד יורו, גידול של כ-75% ביחס לשנת 2020 (בשנת 2020 עמד על כ-230.7 מיליון יורו). חברת הייעוץ Prohibition Partners צופה ששוק זה יצמח בשיעור של 67.4% (CAGR) ולהגיע ל-3.2 מיליארד יורו עד 2025.

על אף שבחלק ניכר ממדינות אירופה הועברו חוקים המאפשרים לכאורה את השימוש בקנאביס רפואי בין אם באמצעות שימוש בתפוחי הצמח ובין אם בשימוש בתרופות מבוססות קנאביס, בפועל, בחלק מהמדינות לא מתאפשרת צריכת הצמח או שלחלופין נעשה שימוש בתרופות המכילות קנבינואידים סינטטיים.



בנוסף, בחלק מהמדינות לא חוקקו חוקים המסדירים את השימוש בקנאביס רפואי, אך בפועל למטופלים מסוימים ניתנת האפשרות לצרוך קנאביס רפואי תחת מגבלות ספציפיות. מדינות אלה לרוב מאפשרות לרשות מוסמכת לייבוא את הקנאביס הרפואי ממדינות אחרות באופן פרטני ועל בסיס כל מקרה לגופו.

מספר קטן של ממשלות נקטו בעמדה של שליטת המדינה ורגולציה של שוק קנאביס הרפואי. לכאורה, לתוכניות ממלכתיות אלה יש את היתרון באספקת קנאביס רפואי לחולים רשומים במחירים נמוכים יותר מאשר בדרכים אחרות.



מחירי הקנאביס הרפואי באירופה קצת פחות תנודתיים מאשר אלה בצפון אמריקה בעיקר בגלל שקיימת רגולציה הדוקה יותר. ממשלות רבות באירופה קובעות עבור יצרניים את מחיר המכירה של הקנאביס. בנוסף, כאמור לעיל, יצרנים חייבים לציית לתקנות מחמירות European Union's good manufacturing practice (EU-GMP) Union. הדבר מביא למחיר מכירה מינימאלי.

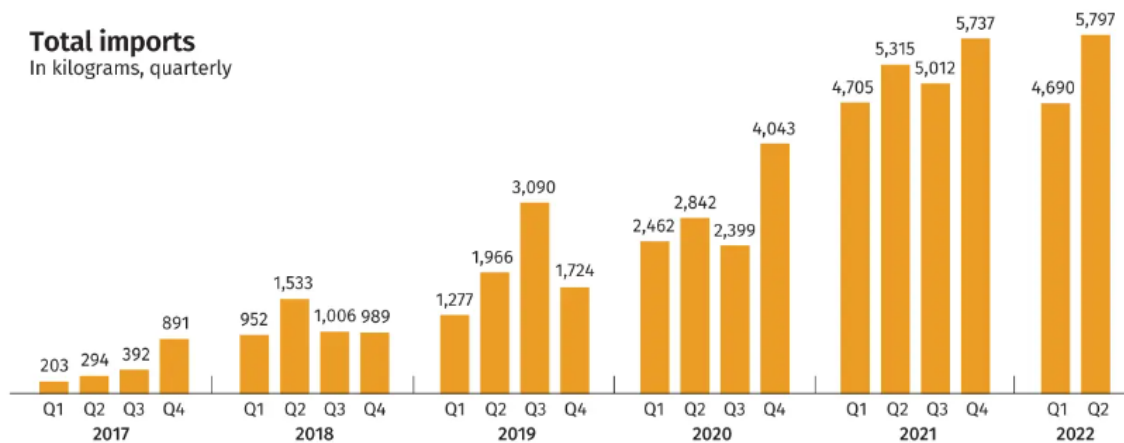
מניתוח מכירה המכירה של קנאביס רפואי, מקנדה לאירופה (עיקר היבוא לאירופה הנו מקנדה), בשנים 2020 - 10/2022, ניתן לראות שקיימת שחיקה במחיר של כ-20% בשנה.

## Germany's cannabis imports

Medical and scientific cannabis imports in Germany have been increasing every year since 2017, when the country only brought in 1,780 kilograms.



**Total imports**  
In kilograms, quarterly



Source: Germany's Federal Institute for Drugs and Medical Devices

© 2022 MJBiz, a division of Emerald X, LLC

בין המדינות המובילות את הדרך בתחום הנה גרמניה, אשר בשנים האחרונות הפכה את הקנאביס הרפואי לחוקי. הכלכלה הגדולה ביותר של האיחוד האירופי, אשר לה שוק הקנביס הוא כעת השלישי בגודלו, אחרי ארה"ב וקנדה במונחים של גודל השוק.

## פרק 5 מתודולוגיה

## שיטות הערכה מקובלות

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:

- שיטת השווי הנכסי;
- שיטת ההשוואה לעסקות דומות;
- שיטת המכפיל;
- שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF method).

## שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על עלות נכסי החברה בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנה. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לחברות בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של חברה דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי החברה. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

## שיטת ההשוואה לעסקות דומות

שיטת ההשוואה לעסקות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של החברה נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקות שנעשו בחברות דומות, יש למצוא עסקות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לחברות דומות הינם:

1. איתור עסקות המתייחסות לחברות בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לחברה נשוא ההערכה;
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של החברות הדומות והחברה נשוא הערכה;
3. חישוב מכפיל ממוצע של החברות הדומות והערכת השווי של החברה נשוא ההערכה על ידי שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלויות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקות שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק.

החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך כלל, באיתור עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי החברה המוערך.

### שיטת המכפיל

שיטת המכפיל דומה לשיטת ההשוואה לעסקאות דומות, אך מתבססת על מחירי מניות של חברות ציבוריות בענף של החברה נשוא ההערכה.

בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין נתון המבוסס על שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. לעיתים נעשה שימוש גם בפרמטרים תפעוליים, כגון מספר המנויים, שטחי מכירה וכו'. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר הרלבנטי מכונה "מכפיל".

השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי החברה אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של החברה, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצועו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

### שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow method)

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתה של החברה להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי החברה באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי תפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות החברה, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מחברה בעלת סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי. יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לחברה הספציפית והתייחסותה לגורמים ייחודיים בחברה נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית.

חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

### שיטת ההערכה שנבחרה

לצורך הערכת שווי החברה, נבחרה שיטת השווי הנכסי היות ובגישת היוון זרמי המזומנים (DCF) אינה מתאימה<sup>44</sup>.

<sup>44</sup>תחזית רווח שלילית

## 5.2 שיעור ההיוון

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

לשם הערכת שיעור התשואה לנכסים וניתוח רמת הסיכון אמדנו (כאינדיקציה) את מחיר ההון המשוקלל. שיעור זה נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחה כמפורט להלן:

$$WACC = K_d \cdot \frac{D}{(E+D)} \cdot (1-T) + K_e \cdot \frac{E}{(E+D)}$$

כאשר:

- WACC - שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות;

-  $K_d$  - שיעור התשואה על החוב;

-  $\frac{D}{(E+D)}$  - שיעור החוב מסך הנכסים;

-  $K_e$  - שיעור התשואה על ההון העצמי;

-  $\frac{E}{(E+D)}$  - שיעור ההון העצמי מסך הנכסים;

מחיר ההון העצמי, או התשואה הנדרשת על ההון העצמי, נקבע תוך יישום מודל (Capital Asset Pricing Model) CAPM. 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:

כאשר:

- $R_f$  - ריבית חסרת סיכון. ריבית זו נקבעה על בסיס התשואה של אג"ח שקלית חסרות סיכון.

( $R_m - R_f$ ) - פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בינלאומי הפועל בישראל<sup>45</sup>.

- $\beta$  - מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת השקעה עם תשואת שוק ההון כולו.

ה- $\beta$  נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה גבוה יותר. בזמן אמידת ה- $\beta$ <sup>46</sup> בעזרת השוואה לחברות אחרות, יש לתקן את ה- $\beta$  והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של החברה. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המינוף הפיננסי של ה- $\beta$  בשלב הראשון, כלומר חישוב ה- $\beta$  התפעולית, וחישוב דרגת המינוף הספציפית של החברה, בשלב השני. ה- $\beta$  חושבה על בסיס 5 חברות הפועלות בתחום הקנאביס בישראל והנה כ-1.5.

<sup>45</sup> מקור: Aswath Damodaran.

<sup>46</sup> ה- $\beta$  מחושבת על פי רגרסיות של חברות ציבוריות מול תשואת תיק השוק בחישוב שבועי ביחס לשערי המניות על פני 3 שנים.

AICPA Practice Aid – “Valuation of Privately-Held-  
 ”Company Equity Securities Issued as Compensation

| ביהא        | חברה         |
|-------------|--------------|
| 2.03        | טוגדר        |
| 1.90        | אינטרקור     |
| 0.95        | קנאשור       |
| 1.39        | תיקון עולם   |
| 1.20        | פארמוקן      |
| <b>1.50</b> | <b>ממוצע</b> |

שיעור תשואה נוסף, המיוחס לחברה ומשקף סיכונים ספציפיים כגון העדר סחירות, חברה קטנה וכד'. נתונים ומחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים דורשים פרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם בחברות המבטאת את הפרמטרים השונים של השקעתם. פרמיה זו נאמדה על ידינו בשיעור של כ- 11.2%<sup>47</sup>.

-R<sub>s</sub>

שיעור תשואה נוסף, המיוחס לפעילות ומשקף סיכונים ספציפיים במקרים בהם פרמיית סיכון השוק (Market Risk Premium), הביטא ופרמיית הגודל (Size Premium) יחדיו, אינם מבטאים באופן מקיף ושלם את הסיכון הספציפי של החברה. פרמייה זו מותאמת בעת חישובה למספר סיכונים ופרמטרים, המשקפים את מצבה של החברה המוערכת, לרבות: הידע והניסיון של ההנהלה הבכירה, מספר עובדים ביישות, מספר חברי הנהלה, גיוון בסל מוצריה, פיזור גיאוגרפי, **תלות בגיוס תזרים מזומנים ועוד**. לפרוט בנושא זה נא ראה גם ב-

-R<sub>a</sub>

<sup>47</sup> מקור: D&P 12/2022 Valuation Handbook

בהתאם לפרמטרים אלו מחיר ההון שנקבע עבור הפעילות הינו 28% כמפורט להלן:

|            |  |
|------------|--|
| 4%         | שיעור ריבית חסרת סיכון <sup>48</sup>   |
| 1.5        | ביתא                                   |
| 7.2%       | פרמיית השוק <sup>49</sup>              |
| 11.2%      | פרמיית סיכון גודל חברה Rs              |
| 2%         | פרמיית סיכון נוספת <sup>50</sup> Ra    |
| <b>28%</b> | <b>מחיר ההון (Ke)</b>                  |
| 0%         | שיעור החוב <sup>51</sup>               |
| 23%        | שיעור מגן המס לטווח ארוך <sup>52</sup> |
| NR         | מחיר החוב המייצג                       |
| <b>28%</b> | <b>מחיר ההון המשוקלל (WACC)</b>        |

<sup>51</sup> פעילויות אלו מבוססות בעקר על גיוס הון.  
<sup>52</sup> שיעור המס העתידי של החברה.

<sup>48</sup> מאגר מידע מרווח הוגן, מח"מ 15 שנים  
<sup>49</sup> מקור: Aswath Damodaran  
<sup>50</sup> אומדן מעריך השווי



## פרק 6

### הערכת שווי הון החברה

## 6.1 שווי הון החברה

היות וסך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה גבוה משווי פעילות החברה, אין הכרח להגיע לשווי המדוייק של פעילות החברה. לכן, לצורך אומדן שווי הון החברה התבססנו על הר"מ:

א. כאמור לעיל, החברה פועלת בתחומי הייצור, השיווק, המכירה וההפצה של מוצרי קנאביס מתקדמים לשימוש רפואי בארץ ובעולם, בכפוף להגדרת תחום פעילות החברה לעיל. מפעל החברה עומד בתקני ייצור פרמצבטיים מקומיים (IMC-GMP) ובינלאומיים (EU-GMP), וכן החברה הראשונה שהחלה לייצא מוצרי קנאביס רפואי מתקדמים מישראל למדינות העולם.

ב. החברה פועלת תחת שני מודלים עסקיים:

i. **מודל שירותי ייצור** – בו הקבוצה מתקשרות בהסכם למתן שירותי ייצור עם ספקים שמגדלים את חומרי הגלם, בכובעם כבעל מותג. פעילות זו צומצמה וברבעון Q4.2022 סך ההכנסות מפעילות זו הנו זניח ונאמד בפחות מ-1 מיליון ש"ח. בנוסף, כמפורט בסעיף 3.2.3.1 לעיל, פעילות זו נמכרה לחברת הקנאביס הישראלית IMC<sup>53</sup> ובחציון הראשון של 2023 הופסקה לחלוטין.

ii. **ייצור מותגים עצמיים** – תחת מודל עסקי זה רוכשת הקבוצה את חומר הגלם מבעל רשיון גידול ומייצרת מוצר אשר היא הבעלים שלו. מוצרים אלו כוללים: מותג "אקסיבן" בשילוב עם רפא, מוצרי אורורה ומוצרים אשר נמכרים בחו"ל (בעיקר בגרמניה).

ג. ביצענו הערכת שווי הוגן בגישת השווי הנכסי, בעיקר מהסיבות הר"מ:

- i. לפעילות הקיימת הפסד גולמי מהותי. קרי, עלות הייצור הישירה גבוהה ממחירי המכירה.
- ii. הכנסות החברה בשנת 2022 פחתו בשיעור של כ-53% בהשוואה לשנת 2021. גם בבחינה רבעונית קיים קיטון. סך ההכנסות ב-Q4.2022 נאמד בכ-9.2 מלש"ח, המשקף קיטון של כ-20% בהשוואה למוצע רבעוני בשנת 2022 (ל-3 הרבעונים הראשונים של שנת 2022). בנוסף, סך ההכנסות ב-Q4.2022 כולל פעילות אשר נמכרה ל-IMC (ראה להלן התייחסות נוספות לגבי תחזית הכנסות החברה).
- iii. לחברה תזרים מפעילות שוטפת שלילי הנאמד בשנת 2022 בכ-9 מיליון ש"ח, בשנת 2021 של כ-48 מיליון ש"ח ובשנת 2020 של כ-34 מיליון ש"ח.

<sup>53</sup> ראה גם דיווח החברה מיום 12.2.2023, אסמכתא: 2023-01-016014

iv. הסכם השכירות מסתיים לא יאוחר מיום 30 בנובמבר 2023 ולצורך המשך ייצור יש לעבור לאתר חלופי<sup>54</sup>. מעיון בדוחות כספיים של חברות הפועלות בתחום הקנאביס וברשותן מפעל ייצור, אנו סבורים שסך העלות הנו לפחות 5 מיליון ש"ח (לרבות תקופת הפסד פעילות).

v. כמפורט בהרחבה לעיל, סך הצריכה המקומית נאמד בכ-60 טון בשנה, כאשר כ-60% מהצריכה מקורה ביבוא. במצב זה השוק המקומי מייצר עד ל-25 טון בשנה. בנוסף, מחירי המכירה במדינות אירופה (ללא ישראל) נשחקים בכל שנה, עקב עודף ההיצע (בגרמניה קיימת ירידת מחיר של 20% בשנה). מנגד, עלויות הייצור, גם בישראל, עולות בכל שנה (בעיקר שכר עבודה וחשמל), ובהתאמה קיימת שחיקה גבוהה ברווחיות. **לכן לא צפוי שיפור ברווחיות או גידול מהותי בהכנסות הפעילות.**

ד. נכון למועד הערכת השווי לחברה הכנסות משלושה מקורות עיקריים:

i. **מכירת מוצרי אקסיבן.** סך מכירות מוצרי אקסיבן בחודשים 1-6.2023 נאמד בכ-1,093 אש"ח. מוצרי אקסיבן (אקסיבן הוא מוצר קנאביס רפואי במיצוי מלא, המכיל ריכוזים קבועים ומדויקים של THC ו-CBD) אשר נמכרים בהתאם להסכם עם רפא (ראה סעיף 3.2.4.2 לעיל). אנו סבורים שלמקור הכנסות זה אין ערך מהותי כלכלי מהסיבות הר"מ:

- ההסכם מול רפא הסתיים ביום 31.5.2023 ונכון למועד חוות דעת זו לא חודש על ידי הצדדים.
- מכירות מיצוי קנאביס מהווים רק 8% מסך השוק בישראל, כאשר ב-8.2021 היוו כ-12%.
- התחרות בשוק הישראלי של מיצוי קנאביס גוברת בשנים האחרונות, מה שמביא לשחיקה ברווחיות ולקיטון בנתח השוק.

ii. **מכירת מוצרי אורורה.** בבעלות החברה מלאי תפרחות של חברת אורורה. סך ההכנסות ממוצרים אלו נאמד בשנת 2022 בכ-2.4 מלש"ח ובחודשים 1-6.2023 בכ-3.6 מיליון ש"ח. מדובר בתפרחות אשר יוצרו על ידי חברת אורורה הקנדית ויובאו על ידי החברה. תפרחות אלו מומיינות ונארזות על ידי החברה ונמכרות בשוק הישראלי. היות ומדובר בתפרחות מיובאות אזי לפעילות זו אין ערך כלכלי מהותי (למיטב הבנתנו לחברה אין הסכם יבוא בלעדי), למעט שווי המלאי הקיים.

iii. **מכירות לגרמניה והסכם עם Neuraxpharm.** סך מכירות החברה של מוצרי קנאביס רפואי בגרמניה נאמד בשנת 2022 בכ-12.5 מיליון ש"ח, כאשר רק ברבעון Q4.2022 סך ההכנסות נאמד בכ-6 מיליון ש"ח. בחודשים 1-6.2023 סך המכירות לגרמניה מהסכם עם Neuraxpharm נאמד בכ-4.1

<sup>54</sup> ביום 2.6.2022 דיווחה החברה כי נתקבלה הודעה מאת המשכיר כי הסכם השכירות בקשר עם הנכס בלוד אשר משמש לצורך הפעלת האתר בו ממוקם מפעל ייצור של קנאביס רפואי שברשות החברה יבוא לסימומו המוקדם בתוך שמונה עשר 18 חודשים ממתן ההודעה, ובמועד שלא יאוחר מיום 30 בנובמבר 2023. בדיווח זה ציינה החברה שסך ההשקעה הצפויה בדבר העתקת אתר הייצור והמפעל נאמד על סך בין כ-2 ל-3 מיליון ש"ח.

מיליון ש"ח. למרות שמדובר בהכנסות מהותיות לשוק מהותי באירופה, גם למקור הכנסות זה אין ערך כלכלי מהותי מבחינת שווי הוגן, מהסיבות הר"מ:

- למיטב הבנתנו כ-50% מהמוצרים אשר נמכרים על ידי החברה בגרמניה מיוצרים במפעל במלטה. בנוסף, הסכם השימוש במפעל במלטה הנו עד ליום 30 בספטמבר 2023 או עד למועד השלמת עסקת המיזוג עם ברק.
- על המוצרים להיות מיוצרים במתקן בעל תקן EU-GMP, כאשר נכון למועד כתיבת שורות אלו ולמטב ידיעתנו, תקן זה קיים (בחלקו) רק לחברה אחת בישראל.
- הידע בייצור מוצרים אלו הנו בבעלות חברת האם (לרבות חברה שבבעלות חברת האם). כמצויין בסעיף 3.2.2.1 לעיל, לחברה זכות שימוש בלעדית, בלתי חוזרת, שאינה ניתנת להעברה, בכל זכויות הקניין הרוחני שיש לו יישומים מדעיים או טכנולוגיים בישראל, למטרות ייצור, הפצה ומכירה של מוצרי פנאקסיה ישראל, בישראל. למיטב הבנתנו מוצרים אלו מיוצרים על בסיס IP אשר אינו ברשות החברה ואינו ניתן להעברה.
- Neuraxpharm אינה מחוייבת לכמות מינימום של מוצרים.
- הרחבה בעניין שוק הקנאביס הרפואי בגרמניה ניתן לראות בסעיף 4.4.1 לעיל.

כמתואר לעיל, היות ולחברה הפסד גולמי מהותי (ובהתאמה הפסד תפעולי), לא צפוי גידול בהכנסות וצפויות עלויות מהותיות לצורך מעבר החברה לאתר חלופי והמשך פעילותה כ"עסק חיי", שימוש בגישת DCF (היוון תזרימי ההכנסות) יביא בהכרח לשווי פעילות של 0<sup>55</sup>. לכן, אמדנו את שווי הון החברה בגישת השווי הנכסי.

**בהתאם לאמור לעיל ומוצג בהרחבה בחוות דעת זו, שווי ההתחייבויות הנו גבוה משווי פעילות החברה, ולכן שווי הון החברה הנו 0.**

להלן טבלה המציגה את השווי הנכסים וההתחייבויות של החברה בגישת השווי הנכסי (מוצג באש"ח):

<sup>55</sup> היוון תזרימי חזוי שלילי, ללא קשר למחיר הון, יביא לשווי פעילות שלילי (אפסי).

- ביאור א'- השווי ההוגן של יתרות מאזניות אלו אינו שונה מהותית מערכן המאזני ביום 31.12.2022.
- ביאור ב'- יתרת הרכוש הקבוע ליום 31.12.2022 הופחתה בהתאם להערכת שווי שמאי (להרחבה ראה דוח תקופתי של החברה לשנת 2022). במהלך החודשים 1-6.2023 גרעה החברה (נמכר ציוד) בסך של 175 אש"ח.
- ביאור ג'- נכס זכות שימוש והתחייבות בגין חכירה- מדובר ברישום חשבונאי בלבד ולכן אינו כלול בתחשיב.
- ביאור ד'- עודף התחייבויות על נכסים, אשר הנו כ-22 מיליון ש"ח.
- ביאור ה'- הנחנו שכנגד החברה והחברות הבנות שלה לא קיימות תביעות תלויות או חשיפה לתלויות אשר לא ניתן להן הפרשה בדוחות הכספיים ליום 31.12.2022.

|                        |          | 31.12.2022    |               |                   |
|------------------------|----------|---------------|---------------|-------------------|
|                        |          | שווי הוגן     | ביאור         |                   |
| <u>דוח כספי מבוקר</u>  |          |               |               |                   |
| <b>אקטיב</b>           |          |               |               |                   |
| <b>רכוש שוטף</b>       |          |               |               |                   |
| מזומנים ושווי מזומנים  | 5,179    | 5,179         | ביאור א'      |                   |
| לקוחות                 | 15,190   | 15,190        | ביאור א'      |                   |
| חייבים                 | 2,101    | 2,101         | ביאור א'      |                   |
| מלאי                   | 12,784   | 12,784        | ביאור א'      |                   |
| סה"כ                   | 35,254   | 35,254        |               |                   |
| <b>רכוש שאינו שוטף</b> |          |               |               |                   |
| רכוש קבוע, נטו         | 2,883    | 3,058         | ביאור ב'      |                   |
| נכס בלתי מוחשי         | -        | 289           | ביאור ג'      |                   |
| נכס זכות שימוש         | -        | 1,129         | ביאור ג'      |                   |
| סה"כ                   | 2,883    | 4,476         |               |                   |
|                        |          | <b>38,137</b> | <b>39,730</b> | <b>סה"כ אקטיב</b> |
| <u>דוח כספי מבוקר</u>  |          |               |               |                   |
| <b>פאסיב</b>           |          |               |               |                   |
| <b>התחייבויות</b>      |          |               |               |                   |
| הלוואות בנקאיות        | 15,079   | 15,079        | ביאור א'      |                   |
| ספקים ונותני שרותים    | 18,212   | 18,212        | ביאור א'      |                   |
| זכאים ויתרות זכות      | 2,159    | 2,159         | ביאור א'      |                   |
| צדדים קשורים           | 11,899   | 11,899        | ביאור א'      |                   |
| התח' בגין חכירה        | -        | 1,375         | ביאור ג'      |                   |
| הלוואה מבעל שליטה      | 10,560   | 10,560        | ביאור א'      |                   |
| אחרות                  | 2,582    | 2,582         | ביאור א'      |                   |
| סה"כ התחייבויות        | 60,491   | 61,866        |               |                   |
|                        |          |               |               | הון (גירעון)      |
|                        | (22,354) | (22,136)      | ביאור ד'      |                   |
|                        |          | <b>38,137</b> | <b>39,730</b> | <b>סה"כ פאסיב</b> |

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 וכחות 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-20 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למערכי שווי:
  - Member in the International Association of Consultants, Valuators and Analysts – IACVA

במתחם גידול אחד ובעונת גידול או בזמן גידול אחד, שנקצרה בזמן אחד וטופלה לאחר הקציר בזמן אחד ובאתר אחד.

**"אצוות ייצור"** – כמות מקובצת של מוצר קנאביס שיוצר מאצוות גידול אחת או יותר, בזמן ייצור ואריזה אחד ואשר נדגמה על פי פרוטוקול דיגום ונבדקה לקביעת ריכוזי החומרים THC, CBD ו-CBN.

**"גידול"** - כל פעולה חקלאית והקשורה בצמח הקנאביס ובכלל פעולות אלו: זריעה, ריבוי, הצמחה, טיפוח זנים, הפרחה, השקיה, הדברה, קציר, גיזום תפרחות, הבחלה, ייבוש, עיבוד, טיפול בתוצרת, אריזה, אכסון התוצרת, השמדת הצמח או חלקיו ופעולות הקשורות באלו.

**"האמנה"** – האמנה היחידה לסמים נרקוטיים (The Single 1961 Convention on Narcotic Drugs של האו"ם ואשר תוקנה בשנת 1972). באמנה כללים באשר לפיקוח על השימוש בסמים מסוכנים.

**"יק"ר"** – היחידה לקנאביס רפואי במשרד הבריאות.

בחקלאות ובמדעי המזון ולתכנון, לארגן וליישם מחקר חקלאי בישראל.

**"מנב"ט"** – ממונה ביטחון האחראי לוודא את קיום הדרישות בתקן IMC-GSP.

**"פקודת הסמים המסוכנים"** - פקודת הסמים המסוכנים [נוסח חדש], התשל"ג-1973.

**"קנאביס"** – כהגדרתו בפקודת הסמים המסוכנים ובכפוף להנחיות כפי שקבע או יקבעו על ידי היק"ר.

**"THC"** – החומר הפעיל העיקרי בצמח הקנאביס ואשר גורם להשפעה פסיכוטית. מלבד זאת, טווח ההשפעה הפיזיולוגית שלו רחב ומאופיין באלחוש,

בהערכת שווי זו תהיה למונחים הבאים המשמעות הרשומה לצדם להלן, אלא אם כן נכתב אחרת במפורש:

**"אישור זמני"** - אישור ראשוני זמני שהונפק על ידי מנהל היחידה לקנאביס רפואי במשרד הבריאות לאחת החוליות בשרשרת הפקת מוצרי קנאביס רפואי (ריבוי, גידול, ייצור, אחסון והפצה, בית מרקחת, מעבדה).

**"אצוות ריבוי"** – קו של שתילי צמח הקנביס מזן אחד של הצמח, בעלי זהות גנטית, שגודלו במתחם גידול אחד ובעונת גידול או בזמן גידול אחד.

**"קו צמחי גידול"** – כל אצוות ריבוי תגודל בתנאים אחידים עד לשלב שתיל בוגר בשלב סופי (שהינו צמח צעיר עד 20 ס"מ). אצוות ריבוי אשר הגיעה לשלב הסופי תהפוך בשלב הבא לקו צמחי גידול, שהינם קו של צמחים מסוג אחד, שגודלו במתחם גידול אחד, ובעונת גידול או בזמן גידול אחד, בעלי זהות גנטית, שמקורם מאצוות ריבוי אחת ואשר יגודל בתנאים אחידים עד לשלב צימוח בוגר ויועברו בסופו לשלב הפרחה.

**"אצוות גידול"** – כל קו צמחי גידול יעבור סלקציה בנק' זמן שונות, על פי גנטיקה זהה ומוגדרת לכל הצמחים ועל פי מורפולוגיה זהה. מכל קו צמחי גידול תופק אצוות גידול המהווה כמות מקובצת של תפרחות צמח הקנאביס שמקורה מזן אחד, בעל זהות גנטית, שמקורה מקו צמחי גידול אחד, שגודלה

נוגד רעד, נוגד בחילות, מעודד תיאבון ואנטי דלקתי. בנוסף מיוחסות לו השפעות נוספות כגון רגיעה, שינוי חזותי ושמיעתי ושינוי בחוש ריח. ה-THC בודד ואופייני לראשונה בצורתו הטהורה בשנת 1964 על ידי פרופ' רפאל משולם, יחיאל גאוני ועמיתיהם באוניברסיטה העברית בירושלים.

**"CBD"** – חומר פעיל בצמח הקנאביס. ל-CBD לא מיוחסת כלל השפעה פסיכוטית והוא נחשב למרכיב האפסיכוטי המרכזי בצמח הקנאביס. תחום הפעילות המיוחס לו כולל פעילות נוגדת דלקת, נוגדת רעד, נוגדת חמצון, נוגדת פעילות פסיכואקטיבית (ובכך מנטרל/מפחית את ההשפעה הפסיכוטית של ה-THC), פעילות נוירופרוטקטיבית ופעילות נוגדת חרדה.

**"CBN"** – מטבוליט הנוצר מפירוק THC ואשר מיוחסת לו פעילות פסיכואקטיבית חלשה. הוא נמצא רק בכמויות מזעריות ביותר בצמח הקנאביס וניתן למצוא אותו לרוב בריכוז יחסית גבוה במוצרי קנאביס שהתיישנו.

**"GACP"** - על מנת להבטיח איכות מתאימה ועקבית של חומרים פעילים בצמחי מרפא, פיתח ארגון הבריאות העולמי (WHO) הוראות עבודה לגידול וקטיף (GACP)- Good Agricultural and Collection Practices. הוראות העבודה כוללים דרישה למערכת אבטחת איכות הולמת הכוללת סקר סיכונים, נהלי עבודה, תיעוד הפעילות, עקיבות וכו', הכשרת עובדים, תשתיות חממות גידול ומתקן עיבוד ראשוני, ציוד, פרוטוקול ריבוי, פרוטוקול גידול, פרוטוקול קטיף, פרוטוקול עיבוד ראשוני (אם מתבצע בחווה).

**"IMC Medical Grade"** – רמת איכות הראויה לשימוש רפואי של מוצרים על בסיס קנאביס בהתאם לתנאי איכות נאותים של היק"ר: IMC-GAP,

IMC-GMP, IMC-GDP, IMC-GSP, אשר מגדירים את קווי הפעילות ואמות המידה להם נדרשים חוליות שרשרת הפקת מוצרי קנאביס רפואי.

**"IMC-GAP"** (Israel Medical Cannabis-Good Agriculture Practice) – גידול בתנאים נאותים של קנאביס לשימוש רפואי.

**"IMC-GMP"** (Israel Medical Cannabis-Good Manufacturing Practice) – ייצור בתנאים נאותים של מוצרי קנאביס רפואי.

**"IMC-GDP"** (Israel Medical Cannabis-Good Distribution Practice) – הפצה בתנאים נאותים של מוצרי קנאביס רפואי או של חומרי הגלם לכל אורך שרשרת ההפצה (מהיצרן עד הצרכן הסופי).

**"IMC-GSP"** (Israel Medical Cannabis-Good Security Practice) – אבטחה בתנאים נאותים של שרשרת האספקה לקנאביס רפואי.

**"EU-GMP"** - תקינה אירופאית המתייחסת ליצור תרופות ממקור בוטאני, ודורשת מהיצרן להגדיר אותם כחומר ביניים או תכשיר סופי ולסווגם לרגולציה בהתאם. התקינה דורשת עמידה, בין היתר, בתקן גידול GACP, התאמה לפרמקופיאה, ועמידה בדרישות יצור שנקבעו לנרקוטיקה.





נספח ג'2 – בוטל הערכת שווי עצמאית לקבוצת ברק, הכוללת

גם התייחסות בקשר להוגנות העסקה