

**הערכת שווי  
כתבי אופציות  
לחציון H1/2023  
הוכן לבקשת  
קנבוטק בע"מ**

**יוני, 2023**



21 ביוני, 2023

לכבוד:

קנבוטק בע"מ

לבקשת קנבוטק בע"מ (להלן: "החברה") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ (להלן: "IFS"), הערכת שווי הוגן של כתבי אופציה לא סחירים שהוענקו לנונתי שרותים של החברה נכון לחציון הראשון של שנת 2023. 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 כתבי האופציה.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה.

## הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של כתבי אופציות, 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 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.**

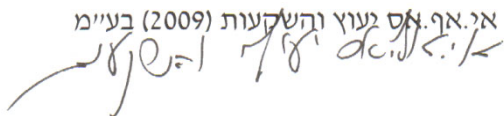
אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

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, 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 או במייל [sagi@ifs-consulting.co.il](mailto:sagi@ifs-consulting.co.il)

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ  


---

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

## תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תיאור החברה
3	מתודולוגיה
4	הערכת שווי האופציות
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	17

**פרק 1**

**כללי**

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי כלכלית של כתבי אופציות לא סחירים שהעניקה החברה לנותני שירותים, על פי התקינה החשבונאית הבינלאומית.
- 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 –	קנבוטק בע"מ
סופר-פארם-	סופר-פארם (ישראל) בע"מ
IFS –	אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ
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**

### **תאור החברה**



החברה התאגדה בישראל ביום 2 בינואר, 2019 כחברה פרטית מוגבלת במניות בהתאם לחוק החברות. ביום 25 בנובמבר, 2020 השלימה החברה הנפקה ראשונה לציבור מכוח התשקיף, והפכה לחברה ציבורית. ביום 25 ביולי 2021, נרשמו ניירות הערך של החברה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה הוקמה במטרה להיות מובילה במחקר ופיתוח, ייצור ומכירה של מוצרים רפואיים ופרה רפואיים חדשניים מבוססי קנאביס רפואי ותמציות מפטריות. למטרה זו, נכון למועד הדוח, מבצעת החברה מחקר ופיתוח של חומרים בעלי פעילות ביולוגית בצמח הקנאביס והתאמתם להתוויות רפואיות ספציפיות, פיתוח תרופות מקור בוטניות משולבות קנאביס ופטריות, פיתוח מוצרי בריאות מבוססי CBD ופטריות מרפא, פיתוח מוצרים דרמו-קוסמטיים ותוספי תזונה ופיתוח מערכות ניטור רפואי חכם של מטופלים ומערכות איסוף ועיבוד נתונים.

## פרק 3

### מתודולוגיה

### 3.1 הערכת שווי של אופציות

#### 3.1.1 מודלים לתמחור אופציות

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 אירופאית<sup>2</sup>. 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 קרלו<sup>3</sup>, קווי מונטה קרלו<sup>4</sup> The Whaley (Quadratic) model 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.
- 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.

<sup>4</sup> המודל מנסה לחשב את הנקודה הקריטית בא תמומש אופציה אמריקאית במימוש מוקדם.

<sup>2</sup> אופציה אירופאית לא ניתנת למימוש לפני תאריך הפקיעה.

<sup>3</sup> מחשבון מונטה קרלו מחשב את ההסתברות של מחיר המניה להיות בנקודה ספציפית.

### 3.1.2 מודל B&S אל מול המודל הבינומי

לפי תקן IFRS2 ניתן לבצע הערכת שווי לאופציות של יועצים ועובדים לפי המודלים הבאים:

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

תוצאות התמחור של האופציות הסחירות זהות כמעט לחלוטין עבור כל מודלי האי ארביטרוז'. 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 הנותנים קבועים עד תום חיי האופציה. לעומת זאת, המודל הבינומי גמיש יותר ומאפשר שינוי בערכים אלו בין התקופות. סיבה נוספת היא שבמקרה של אופציות לעובדים מדובר בדרך כלל על תקופות ארוכות בהרבה מאופציות שנסחרות בבורסה. כך למשל, לקבוע היום את שיעור הריבית או את סטיית התקן של נכס הבסיס ל-10 שנים ולהניח שבמהלך השנים משתנים אלה נשארים קבועים לא יהיה נכון מבחינה מעשית. בנוסף, מודל B&S אינו מתייחס לאפשרות מימוש מוקדם או לתקופות ההבשלה (חסימה).

## **פרק 4**

### **הערכת שווי כתבי אופציות**

#### 4.1 כללי

על פי התקינה, כאשר מדובר בעסקאות עם עובדים, המדידה תתבצע בהתאם לשווי ההוגן של המכשירים ההוניים המוענקים, בעוד שכאשר העסקאות הן עם צדדים אחרים, תתבצע המדידה בהתאם לשווי ההוגן של השרותים שהתקבלו.

מדידת השווי ההוגן של המכשירים ההוניים המוענקים לעובדים מתבצעת במועד ההענקה (Grant date). כמו כן, השווי ההוגן שחושב במועד ההענקה לא יעודכן יותר.

כאשר מדובר בצדדים אחרים (במקרה שלנו יועצים), ההוצאה תירשם לפי השווי ההוגן של שירותי הייעוץ שקיבלה החברה ובמידה ולא ניתן לאמוד שרותים אלו, אז לפי השווי ההוגן של המכשירים ההוניים שניתנו עבור אותם שרותים. קרי, במקרה של הענקת אופציות ליועצים מחייב התקן את החברה לחשב את השווי ההוגן של המכשיר ההוני נכון לתאריכי דיווח. במקרה זה, חישוב השווי ההוגן של האופציות יבוצע רק עבור אותן אופציות שטרם הבשילו נכון לתאריך הדיווח.

הערכת שווי כתבי האופציות בוצעה לכל ניצע בנפרד. כמו כן, הערכנו כל מנה בנפרד בהתאם לתנאי ההבשלה הספציפיים.

#### 4.2 ניירות הערך המוערכים

ביום 24.5.2023 אישרה אסיפת בעלי מניות החברה להנפיק לסופר-פארם כתבי אופציה בלתי סחירים. הטבלה שלהלן מציגה את פרטי האופציות המוערכים בעבודה זו:

שם הניצע	כמות אופציות	מועד הענקה	מועד הישוב	אורך חיים
אופציות א'	163,688	24/05/23	24/05/23	2.00
אופציות ב'	163,688	24/05/23	24/05/23	4.00
סה"כ	327,376			

#### 4.3 מודל הערכת השווי

תמחור שווי האופציות בוצע בעזרת מודל מונטה קרלו.

#### 4.4 מחיר נכס הבסיס

מחיר נכס הבסיס מבוסס על שערי מניית החברה בבורסה למועדי הענקה:

- 24.5.2023 - 13.6 ש"ח.

#### 4.5 תוספת מימוש

תוספת המימוש הנה שקלית ואינה צמודה. כל אופציה תהיה ניתנת למימוש תמורת מחיר מימוש שיעמוד על מחיר המניה הממוצע של החברה בתקופת 30 הימים שקדמה למועד המימוש, בניכוי הנחה של 30% ממנו, ובכל מקרה הוא לא יעלה על 55 ש"ח למניה ביחס לאופציה א' ועל 110 ש"ח למניה ביחס לאופציה ב'.

#### 4.6 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 שקלית חסרת סיכון לתקופות התואמות את אורך חיי

האופציה ממועד החישוב ועד למועד הפקיעה. שיעור הריבית נאמד בכ-4% לאופציה א' ובכ-3.7% לאופציה ב'.<sup>5</sup>

#### 4.7 תנודתיות צפויה (סטיית תקן)

מחיר המניה מתפלג בגבולות של סטיית התקן ההיסטורית. כאמור, מניות החברה נסחרות בבורסה אך לתקופה קצרה מ-24 חודשים (נכון למועד ההקצאה) לכן לא ניתן לאמוד את שיעור סטיית התקן על בסיס תנודות שערי המניה בלבד. אנו מקטינים את ההשפעה של החיסרון הנ"ל באמצעות הצבת נתוני סטיית תקן הנלקחים ממדגם של חברות הנמצאות בשלבי התפתחות שונים אך פועלות בתחום בו פועלת החברה. לכן, גזרנו את סטיית התקן הצפויה בהסתמך על מדגם חברות בעלות תחום פעילות דומה לפעילות החברה. להלן טבלה המציגה את שיעור סטיית התקן הממוצע אשר נלקח בחישוב:

4 שנים		2 שנים		
משקל		משקל		
16.67%	97%	75%	78%	כן פייט
16.67%	76%	74%	74%	קדימהסטם
16.67%	72%	74%	74%	ביוליין
16.67%	69%	78%	78%	אבוג'ן
16.67%	79%	50%	76%	פרוטליקס
				<b>ממוצע</b>
16.7%	88%	50%	88%	החברה
100%	80%	82%		<b>ממוצע משוקלל</b>

#### 4.8 דיבידנד

קיימת התאמה במקרה של חלוקת דיבידנד. לפיכך, שיעור הדיבידנד שנלקח לצרכי החישוב הינו 0%.

#### 4.9 אורך חיי האופציה ותקופת ההבשלה (Vesting)

- אופציה א' תהיה ניתנת למימוש במשך 24 חודשים ואופציה ב' ניתנת למימוש במשך 48 חודשים.

#### 4.10 ממצאים

להלן תוצאות החישוב:

שם הניצע	כמות אופציות	שווי אופציה בש"ח	סה"כ באלפי ש"ח
אופציות א'	163,688	4.82	788
אופציות ב'	163,688	5.36	877
<b>סה"כ</b>	<b>327,376</b>		<b>1,665</b>

להלן ניתוח רגישות ביחס לשיעור סטיית התקן:

<sup>5</sup> מקור: מאגר מידע מרווח הוגן

סה"כ שווי	סטיית תקן
1,549	-10%
1,573	-7.5%
1,597	-5%
<b>1,665</b>	<b>0%</b>
1,739	5%
1,775	7.5%
1,810	10%



**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-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 – IACV