

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF)

חומר רקע למפגש אפריל 2019:

מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?

רקע

בשנה האחרונה אנו עדים לפריחה של חברות הקנאביס בשוק ההון הישראלי וכן בבורסות ברחבי העולם. שוק הקנאביס הוא שונה ויחיד במינו מבחינת תהליך הרגולציה הנדרש להסדרתו. במהלך השנה האחרונה חברות ישראליות רבות הכריזו על כניסה לשוק הקנאביס, בניהן תפן, מדיו, טוגדר, עמיר שיווק, אינטרקור ויו ניבו. סה"כ קיימות כיום מעל 20 חברות קנאביס הנסחרות בבורסה בתל אביב. שווי השוק המצרפי של חברות הקנאביס בבורסה בתל אביב מגיע כיום לכדי 3 מיליארד שקל.

מרבית חברות הקנאביס הנסחרות בישראל בחרו להיכנס לבורסה באמצעות יציאת פעילותן לשלדים בורסאיים, להבדיל ממהלך רגיל של רישום למסחר. האטרקטיביות הרבה של התחום, מובילה לכך שדי בהודעה על מיזוג לתוך שלד בורסאי כדי להוביל לזינוק בעשרות ולעיתים מאות אחוזים. כך למשל, רק בשבוע שעבר הודיעה חברת מיקרומדיק הנסחרת בבורסה על כוונה להתמזג עם חברת נקסטייג', ומנייתה זינקה בכ-60%.

בחודש דצמבר 2018 פרסמה הרשות לניירות ערך הודעה למשקיעים הכוללת דגשים בנוגע לחברות ציבוריות שפועלות בתחום הקנאביס הרפואי. הרשות מדגישה כי טרם ביצוע השקעה בחברת קנאביס, יש לבחון אילו אישורי עמידה בתקן מוחזקים על ידי החברות, שכן במידה והחברה אינה עומדת בתקינה החדשה, לא תוכל לייצא את מוצריה לשוק הבינלאומי או לפעול בשוק הישראלי. פעמים רבות כאשר חברה מפרסמת הצהרה על כוונתה להיכנס לשוק הקנאביס, מנייתה מזנקת. הרשות מזהירה מפני כך, שכן הצהרת הכוונות אינה מבטיחה כי אותה החברה אכן תצליח להשיג את האישורים הנדרשים על מנת לפעול בתחום, ולכן הרשות ממליצה להשקיע בזהירות המתבקשת.

ישראל נחשבת לאחת המדינות החלוצות בתחום הקנאביס הרפואי – לרבות בצד הרגולטורי. בשנת 2008 משרד הבריאות החליט להקים פרויקט פיילוט על מנת לבחון את הכדאיות של מתן רישיונות לקנאביס רפואי למטופלים בישראל. במסגרת הפיילוט, העניק משרד הבריאות רישיון לשלוש חברות אשר הפכו להיות "Licensed Producers (LP)" ונדרשו לגדל קנאביס לשימוש רפואי ולחלקו במרכז החלוקה בבית חולים אברבנל ללא קבלת תמורה. הפיילוט צלח, וכבר בשנת 2010 היו בישראל כ-2,000 רישיונות לקנאביס רפואי. לאור הצלחת הפרויקט, העניק משרד הבריאות רישיונות לחמש חברות גידול נוספות. חברות הקנאביס קיבלו מחיר קבוע של 370 שקלים מכל מטופל עבור אספקת מרשם הקנאביס שלו - ללא כל תלות בכמות (גרם), סוג המוצר (פרחים או שמן) ובתכולתו (סוגי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum

הקנאביס). משרד הבריאות קבע את המחיר וכן פיקח על המכסות. שוק הקנאביס הישראלי התפתח וגדל באופן לינארי ובשנת 2013 היו כבר מעל ל-10,000 רישיונות לקנאביס רפואי ועד היום הונפקו מעל ל-40,000 רישיונות.

בשנת 2013 הוקמה במשרד הבריאות היחידה לקנאביס רפואי (יק"ר) אשר נועדה להסדיר את תחום הקנאביס הרפואי במדינת ישראל. היק"ר הינו הגוף המוסמך להנפיק למטופלים רישיונות לשימוש בקנאביס למטרות רפואיות. בנוסף, אחראי היק"ר על פיקוח והענקת רישיונות לעוסקים בתחום הקנאביס וכן לרופאים ולגופי מחקר המעוניינים לחקור את התחום. חשוב להבין כי בשנת 2013, בעת שתחום הקנאביס כבר החל לקבל אסדרה רגולטורית במדינת ישראל, הוא עדיין לא היה קיים כלל במדינות כגון קנדה וגרמניה שכיום מובילות את השוק מחוץ לישראל

במקביל לאישור הייצוא, בתאריך ה-31 למרץ 2019 צפויה להיכנס לתוקף רפורמת הקנאביס בישראל, אשר תגדיר תקנים בהירים וברורים לגבי תהליכי גידול וייצור של מוצרי קנאביס וכן תקבע באילו תנאים על חברות לעמוד על מנת לייצר ולייצא קנאביס.

תהליך גידול הקנאביס מחולק לחמש חוליות. לאחר הרפורמה, יידרש רישיון מיוחד עבור כל חוליה בנפרד. חמשת החוליות הן: מתחם ריבוי, מתחם גידול, מפעל ייצור, בית מסחר לתרופות ובית מרקחת.

נכון להיום, רק שתי חברות ישראליות ציבוריות עומדות בתקינת IMC-GAP, המיועדת לחוות ריבוי וגידול: חברת קנדוק בהחזקת אינטרקור וחברת BOL בהחזקת עמיר שיווק. במקביל קיימות שתי חברות ציבוריות העומדות בתקינת IMC-GMP המיועדת למפעלי ייצור: חברת BOL וכן חברת פנאקסיה אשר צפויה להתמזג לתוך הרודיום השקעות הנסחרת בבורסה. חברות אשר יעמדו בתקינה החדשה צפויות לקבל אישור לייצא קנאביס מחוץ לגבולות ישראל. על אף שקיימת תשומת לב רבה סביב קנדה, רבים אינם מודעים לכך שהמדינה אינה מתירה כיום ייבוא קנאביס באופן מסחרי לגבולותיה. החברות הישראליות צפויות לייצא למדינות אירופאיות, שהמובילה מביניהן היא גרמניה.

השוק הקנדי

בתאריך ה-17 לאוקטובר 2018 קנדה אישרה את הלגליזציה של קנאביס לצורכי פנאי ושוק הקנאביס הפך בין לילה לשוק מסחרי. שוק הקנאביס בקנדה הינו שוק משוקלל - קיים כיום ביקוש אדיר בעת שההיצע עדיין נמוך, ולכן חברות הקנאביס בקנדה מצליחות למכור כל כמות ללא תלות באיכות או במחיר המוצר. השווי המצרפי של חמש חברות הקנאביס בקנדה עולה כיום על 40 מיליארד דולר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum

ארבע חברות הקנאביס בעלות שווי השוק הגבוה ביותר עדיין מדווחות על הפסדים. תנאי מזג האוויר הקשים בקנדה והטמפרטורות הנמוכות מקשות על תהליך גידול הקנאביס ומצריכות עלויות אסטרונומיות של בניית מתקני INDOOR מבטון, הוצאות אבטחה ואנרגיה גבוהות ביותר. לעומת זאת, תנאי גידול הקנאביס כאן בישראל הינם אופטימליים: ניתן לגדל בחממות מאוקלמות, דבר אשר מקטין את העלויות באופן מהותי. במבט השוואתי, קיימות היום בקנדה כ-150 Licensed Producers אשר כ-50 מהם משוייכים למדד Canadian Cannabis LP Index ומונפקים בבורסה בקנדה (בעוד אחרים מונפקים בבורסות אחרות), בעת שבישראל במשך עשור היו ועדיין קיימים רק שמונה LP's בלבד, אשר חלקן פרטיות. ברבעון הרביעי של שנת 2018 ייצרה חברת הקנאביס הקנדית טילריי (שווי כיום מעל ל-6 מיליארד דולר) כ-2 טון חומר בלבד, בעת שבישראל קיימות חברות אשר פיתחו טכנולוגיות אופטימיזציה אשר לא יתקשו להתמודד עם ייצור של כמויות כאלו ואף יותר עוד במהלך 2019. שוק הקנאביס המסחרי התפתח בקנדה רק ב-5 השנים האחרונות אך מאז הוא וגדל ומתפתח בקצב מהיר עם משקיעים גדולים ושחקנים משמעותיים.

הערכות שווי והגנה על משקיעים

חברות הבוחנות כניסה לשוק הקנאביס הרפואי מרביתן לפרסם דיווחים למשקיעים אשר כוללים הערכות שווי המתייחסות לפעילות הצפויה. בהודעתה, מזהירה הרשות כי השווי המדווח של חברות הקנאביס עשוי להיות מושפע באופן מהותי ממגוון גורמים אשר כרוכים בחוסר וודאות כגון עצם קיומה של הפעילות, השגת האישורים הדרושים, אפשרויות הייצוא, גודל ונתח השוק העתידי, חסמי כניסה ועוד. קיים קושי רב לבצע הערכת שווי כלכלית לחברות הקנאביס, שכן תזרימי המזומנים מפעילות הקנאביס טרם ידועה אצל מירב החברות, וקשה להצביע על מודל עסקי מוחשי עליו ניתן לבסס את הערכת השווי.

עד לכניסת הרפורמה החדשה, בעשור האחרון ה-Licensed Producers ידעו להעריך בדיוק מה יהיו הכנסותיהם - שכן מספר המטופלים בעלי רישיונות לקנאביס ידוע וכן המחיר נותר קבוע ב-370 שקלים לחודש עבור כל מטופל. מאחר ובתחילת הדרך ההוצאות החודשיות עלו תמיד על ההכנסות מאספקת הקנאביס, החברות החלו לעשות אופטימיזציה לתהליך גידול, עיבוד והפצת הקנאביס. שוב חשוב לציין, בעת שחברות ישראליות בחנו כיצד ניתן לשפר ולייעל את תהליך גידול וייצור הקנאביס, שוק הקנאביס טרם היה קיים באופן משמעותי במדינות כגון גרמניה וקנדה.

נשאלת השאלה האם ההתייחסות של רשות ניירות ערך מספיקה במיוחד כאשר ההנפקות לציבור מתבצעות באמצעות רכישת שלד בורסאי ולא תשקיף מסודר? האם קיימות או רצויות הנחיות של הרשות מה צריך להיות כלול בהערכות השווי? למשל האם נדרשת התייחסות השוואתית לשווי מניות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum

של חברות קנאביס שנסחרות בחו"ל? האם הערכת השווי דומה להערכת שווי של חברת תרופות גנרית בהעדר פטנטים? **להלן מצורפת כנספח מצגת בנושא הערכות השווי.**

להלן שווי שוק חברות הקנאביס הישראליות בבורסה ליום 28/3/2019:

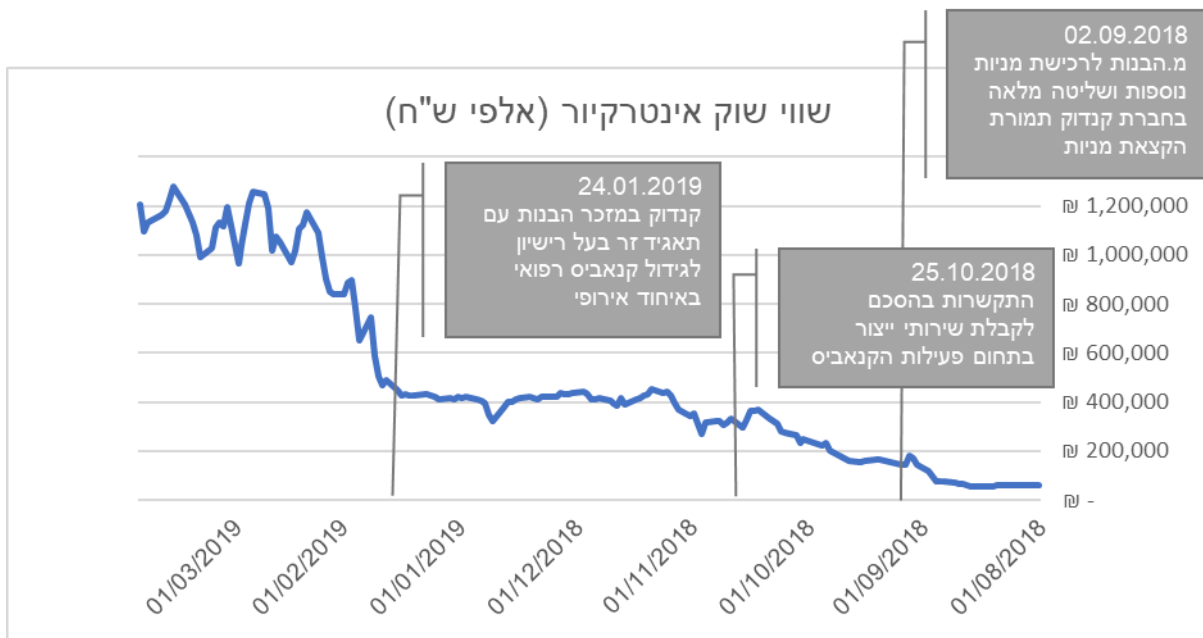
חברה	שווי שוק (אלפי ₪)	תשואה 2019	האם החברה מעורבת בפעילות נוספת לתחום הקנאביס?
אינטרקור	1,186,429	123.36%	
טוגדר	264,712	8.66%	
קנאשור	127,506	64.15%	
נקסט ג'ן	10,728	26.28%	
קנביט	203,590	328.21%	
מדיקל	82,457	133.09%	כן
הרודיום השקעות	92,371	67.42%	כן
יו ניבו	84,186	92.95%	
וויטסמוק	62,956	49.5%	כן
מדיגוס	38,270	5%	כן
קאנומד	40,455	42.61%	
מרחביה	24,271	13.45%	
פי.אל.טי.	42,840	158.63%	כן
פנטזי נטוורק	18,908	32.87%	כן
מיקרומדיק	33,471	135.48%	
תמדא	32,153	218.95%	כן
יורז טרנד	16,738	98%	כן
תפן	334,812	60.01%	כן
עמיר שיווק	456,812	29.45%	כן
אופקטרא	51,320	13.81%	כן
וואיטסטון	13,504	-30.32%	כן
מדיוי	69,884	-20.14%	

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum (FVF

(*) החברות מדיקל, הרודיום, וויטסמוק ומיקרומדיק הן חברות שהשווי הנתון לעיל הינו טרם תהליך המיזוג שלהן.

ראינו לנכון להציג את ניתוח התעשייה גם מנקודת ראות של חברה בודדת, אינטרקור. החברה בעלת שווי השוק הגבוה בתחום בישראל, וכזו שריכזה עניין משמעותי בחודשים האחרונים. להלן תרשים המציג את שווי השוק של אינטרקור בכשמונת החודשים האחרונים עם דיווחים מיידיים נבחרים של החברה לבורסה:

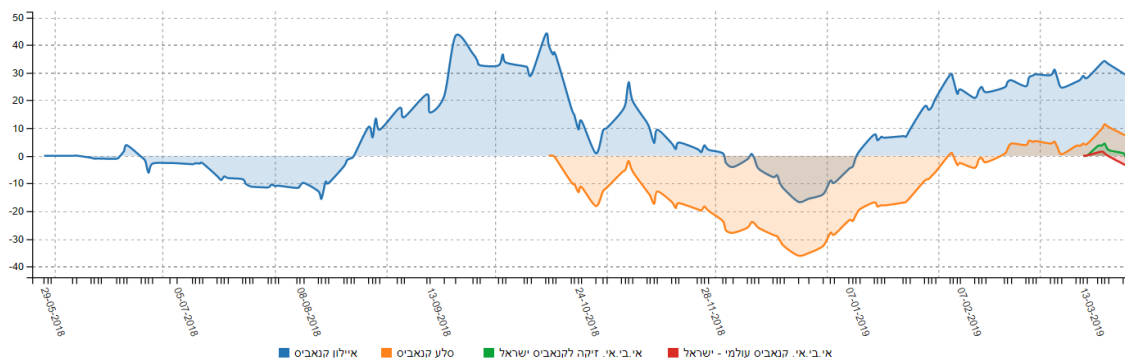


האסדרה הרגולטורית הצפויה והתממשותה יצרה עניין משמעותי גם בשוק ההון, אשר החל לקראת המחצית של שנת 2018 להביע עניין גובר בתחום. נכון למועד זה קיימות ארבע קרנות נאמנות ישראליות בעלות זיקה להשקעות בחברות בתחום הקנאביס. כאשר הראשונה שבהן היתה איילון קנאביס ממאי 2018, ולאחריה הצטרפה סלע קנאביס באוקטובר 2018 ולאחרונה עוד שתי קרנות של IBI. על פי נתוני Funder ועל פי ניתוח הגיוסים של הקרנות נראה כי הקרנות הצליחו לרכז עניין משמעותי יותר בשנת 2019 באופן שהתבטא בהיקף גיוסים של כ 40%-60% מהיקף התיקים נכון למועד זה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF)

להלן תרשים המציג את תשואות הקרנות ממועד הקמתן ועד למועד זה :



מקור : אתר Funder.co.il

יש לציין כי הקנאביס אינו חוקי לפי החוק הפדרלי בארה"ב, ולכן חברות אשר התקשרו בשותפות עם חברות בארה"ב למעשה עוברות על החוק הפדרלי ולא יכולות להיסחר בבורסה הראשית בארה"ב.

שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. עד כמה מחירי מניות חברות הקנאביס מייצגים מודל עסקי ארוך-טווח?
2. האם ההשקעה מתאימה לגופים מוסדיים?
3. הגנה על משקיעים – האם ההתייחסות של רשות ניירות ערך מספקת במיוחד כאשר ההנפקות לציבור מתבצעות באמצעות רכישת שלד בורסאי ולא תשקיף מסודר?
4. האם ניתן לבסס הערכת שווי לתחום, לאור חוסר הודאות הרגולטורי (והעדר מודל עסקי) שיכול להשפיע בצורה דרמטית על כניסה של תחרות לענף ועד כמה ניתן להסתמך על הערכות השווי בתחום?
5. האם הערכת השווי דומה להערכת שווי של חברת תרופות גנרית בהעדר פטנטים?
6. מהן המגמות העתידיות בחברות הקנאביס הישראליות, הן לאור הרפורמה החדשה והן לגבי הרלבנטיות של היצוא?
7. האם צפוי גל של מיזוגים ורכישות שיוביל להיבלעו של החברות שנשחרות כיום בבורסה על ידי חברות התרופות והמזון הגדולות? האם לחברות אלה יתרון בהפצת קנאביס רפואי כחלק ממערך התרופות?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum

8. מה משמעות כניסת החברות לבורסה על ידי רכישת שלדים בורסאיים במקום חברות חדשות שמגובות בתשקיף?
9. הפוטנציאל הכלכלי עולמי, לרבות תהליכי הגלובליזציה ומיקומה של ישראל במפה העולמית בראייה ארוכת טווח
10. האם שווי השוק בארץ של חברות הקנאביס עקיב עם שווי השוק בקנדה/אוסטרליה?
11. לאור העובדה כי הקנאביס אינו חוקי לפי החוק הפדרלי בארה"ב, קיימות מגבלות רגולטוריות מובנות מבחינת שוקי ההון העולמיים – כיצד המגבלות על המשקיעים משפיעות וישפיעו על מבני ההחזקה של הפעילות?