

תשואת שוק - מחיר יעד 56 דולר

סבינה לוי | sabina@leadercm.co.il | 03-6845816

ביצוע בפועל לעומת התחזית, מיליוני דולר

Actual vs Ex	Q3.14A	Q3.14E	2013	Q3.13	
מכירות	5,058	5,086	20,314	5,059	-0.5%
מג	0.0%	0.5%	0.0%	1.8%	
רווח נקי	1,134	1,071	4,255	1,072	5.8%
%	22.4%	21.1%	20.9%	21.2%	
רווח למניה	1.32	1.26	5.01	1.27	4.9%

יעדים מעודכנים לשנת 2014, מיליארדי \$

תחזית 10.2014	תחזית 7.2014	תחזית מקורית	ללא גנריקה לקופקסון
20.0-20.3	19.8-20.8	19.8-20.8	מכירות
59%-60.5%	58%-60%	58%-60%	רווח גולמי
1.4	1.3-1.45	1.3-1.45	הוצאות מו"פ
3.7-3.8	3.8-4	4-4.1	מכירה ושיווק
1.2	1.2	1.2	הנהלה וכלליות
5.65-5.75	5.35-5.65	5.35-5.65	רווח תפעולי
310-330	310-340	310-350	הוצאות מימון
			רווח לפני מס
19%-20%	19%-20%	19%-20%	המס %
			רווח נקי
856-862	855-860	840-850	מספר מניות
5.0-5.1	4.9-5.1	4.8-5.10	רווח למניה \$
5.05	5.00	4.95	אמצע טווח

התקדמות תוכנית ההתייעלות, מיליוני דולר

\$ million	2013	2014E	2013+2014E
Gross Cost Savings	(430)	(930)	(1,360)
Reinvestment in additional activities	940	280	1,220
Net Cost Savings	510	(650)	(140)

\$ million, estimated	Gross Cost Savings	Reinvestment	Net Cost Savings
COGS	(450)	150	(300)
R&D	(100)	70	(30)
SG&A	(380)	60	(320)
Total	(930)	280	(650)

התפתחות רווחיות התחום הגנרי



תגובה לדוחות Q3.2014

איך היה הדו"ח: הדו"ח היה טוב, מעל הצפי שלנו ומעל תחזית הקונצנזוס. הסיבות העיקריות לביצועים מעל הצפי נבעו מהכנסות גבוהות ממכירת הקופקסון ומשיפור ברווחי הגנריקה. ברמת הוצאות התפעוליות, החברה רשמה גידול קל בהוצאות מו"פ שקוזז על ידי ירידה בהוצאות מכירה ושיווק והוצאות הנהלה וכלליות, ביחס לרבעון הקודם. לאור הביצועים הטובים החברה שוב עדכנה כלפי מעלה את התחזית ל-2014, בהמשך לעדכון שביצעה ביולי השנה. כמו כן, טבע הודיעה על חידוש והגדלת תוכנית הרכישה העצמית בכ-1.7 מיליארד דולר להיקף כולל של כ-3 מיליארד דולר.

האם הדו"ח מלמד על העתיד? התלות של תוצאות החברה בקופקסון ממשיכה להיות גבוהה ולמרות המכירות הגבוהות במיוחד של התרופה במהלך הרבעון, לא ניתן להניח שמדובר ברמת הכנסות ורווחיות מייצגת. השיפור בשולי הרווח הגולמי של עסקי הגנריקה מעודד ומעיד על התקדמות החברה בתוכנית ההתייעלות, אולם עדיין קיימים סימני שאלה רבים לגבי מנועי הצמיחה של טבע בטווח הבינוני – ארוך, ויכולתה של החברה לפצות על הפגיעה הצפויה בתוצאות עקב כניסת הגנריקה לקופקסון ואובדן בלעדיות על מספר מוצרים נוספים.

מה לעשות עם המניה? לאחר העליות של למעלה מ-50% שרשמה מניית טבע מתחילת השנה ובהתחשב בעובדה שמחירה הנוכחי בשוק מגלם להערכתנו את מרבית ההתפתחויות החיוביות שקרו בפעילותה בחודשים האחרונים, אנו ממשיכים להמליץ על טבע בתשואת שוק, במחיר יעד של 56 דולר. חשוב לציין, כי המודל שלנו מניח השקת גנריקה לקופקסון במהלך המחצית הראשונה של 2015. במקרה של עיכוב נוסף בעיתוי ההשקה, בין אם על רקע המניעים הרגולטוריים ובין אם בגלל החלטת בית המשפט העליון, ייתכן אפסייד לשווי.

להלן עיקרי הדו"ח ושיחת הוועידה

טבע מעלה שנית את היעדים לשנת 2014: התחזית המעודכנת של טבע מניחה רווח למניה בטווח של כ-5.1-5 דולר לעומת התחזית מיולי השנה לרווח למניה של כ-5.1-4.9 דולר והתחזית המקורית לשנת 2014 של כ-5.1-4.8 דולר למניה, בתרחיש ללא גנריקה לקופקסון. טבע מצפה שהשקת גנריקה לקופקסון עד סוף השנה תוביל לפגיעה של כ-40-50 מיליון דולר בחודש.

החברה מספקת הבהרות לגבי תוכנית התייעלות. טבע מצפה להשיג חסכון נטו של כ-650 מיליון דולר בהוצאות במהלך השנה וחסכון נטו מצטבר של כ-140 מיליון דולר במהלך 2013-2014 (בשנת 2013 החברה השיגה חסכון ברוטו של כ-430 מיליון דולר, אולם היא השקיעה כ-940 מיליון דולר חזרה בפעילויות השונות כך שהחסכון נטו היה שלילי). החברה מצפה להשיג חסכון נטו של כ-800 מיליון דולר עד סוף 2017.

עסקי הגנריקה ממשיכים להיות בראש האסטרטגיה של טבע. החברה מעדכנת שהיא נמצאת בעיצומו של תהליך בחינה של עסקי הגנריקה, לרבות שווקי הפעילות העיקריים ומקומות בהם ניתן לשפר את הפעילות, למקסם את הרווח וליצור בידול תחרותי. ראוי לציין לטובה את השיפור ברווחיות התחום שהושג במהלך הרבעון, כאשר החברה מציינת שמדובר בתחילת הדרך ושהיא מציבה לעצמה יעדים מאוד אגרסיביים לשלוש השנים הקרובות. בנוסף, טבע עדכנה במהלך השיחה שהשיקה מתחילת השנה 14 מוצרים גנריים חדשים בארה"ב וכי ככוונתה להשיק 7 מוצרים נוספים עד סוף השנה.

מכירות קופקסון לפי אזורים גיאוגרפיים, מיליוני \$



צבר המוצרים האינובטיביים שבפיתוח

Phase 1	Phase 2	Phase 3	Registration
TV-0072 (Active Adjuvant) Pain	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	CEP-01270 (Metastatic) (Active Adjuvant) (Pain)
TV-0029 (Active Adjuvant) Pain	Legononol (Multiple sclerosis)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)
Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)
Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)
Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)
TV-0028 (Pain)	TV-0028 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)	Legononol (Multiple sclerosis) (Legonol) (Dexamethasone)
TV-0012 (Pain)	CEP-01270 (Metastatic) (Active Adjuvant) (Pain)	CEP-01270 (Metastatic) (Active Adjuvant) (Pain)	CEP-01270 (Metastatic) (Active Adjuvant) (Pain)
TV-0020 (Active Adjuvant) (Pain)	Active Adjuvant (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	Active Adjuvant (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	Active Adjuvant (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)

האירועים הצפויים בתחום האינובטיבי

By year end	Clinical results	Target submissions	Target approvals
2015	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)
2016	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)
2017	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)
2018	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)
2019	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)	TV-0070 (Pain) (Active Adjuvant) (Pain)

מינוף ויחסי כיסוי



הקופקסון ממשיכה להציג ביצועים חזקים. החברה דיווחה על הכנסות של מעל 1.1 מיליארד דולר ברבעון, פער של למעלה מ-100 מיליון דולר לעומת הצפי שלנו. קצב ההמרה של החולים מהקופקסון המסורתי לממרה של 40 מ"ג ממשיך להיות טוב, כאשר החברה מאשררת יעד המרה של 65% עד סוף השנה. במישור הרגולטורי, טבע מעדכנת על כך שהיא מצפה לתגובה של ה-FDA לגבי העתירה הציבורית האחרונה שהגישה עד סוף נובמבר. טבע ממשיכה להיות אופטימיות לגבי הערעור שהגישה לבית המשפט העליון לגבי הפטנט המגן על התרופה עד ספטמבר 2015 והיא צופה החלטה בנושא עד סוף השנה – רבעון ראשון של 2015.

עדכון לגבי צבר המוצרים האינובטיביים. טבע סיפקה במהלך שיחת הוועידה הבהרות לגבי מספר פרויקטים שבכוונתה להפסיק/למכור/למצוא שותף, בעקבות הבחינה האסטרטגית של תחומי הליבה. פרויקטים אלה כוללים 5 מולקולות קטנות בתחום האונקולוגי שהחברה מעוניינת למכור, 2 מוצרים בתחום הגסטרו ואימונולוגיה עבורם היא מחפשת שותפים ו-3 תוכניות פיתוח בתחומים אחרים עבורם היא מחפשת מימון חילופי. כזכור, טבע עדכנה לאחרונה על כוונתה למקד את עסקי התרופות האינובטיביות בתחום מערכת העצבים המרכזית ובמחלות הקשורות למערכת הנשימה ושהיא איתרה 14 פרויקטים בתחומים קיימים נוספים אותם היא לא מעוניינת להמשיך ולפתח באופן עצמאי.

בשנת 2019 טבע צופה הכנסות של כ-2.5 מיליארד דולר מהמוצרים בתחום מערכת העצבים המרכזית וכ-2 מיליארד דולר בתחום המוצרים לטיפול במערכת הנשימה, זאת לעומת מחזור מכירות מצרפי של כ-1.2 מיליארד דולר כיום. החברה חזרה על כוונתה להשיק מעל 30 מוצרים חדשים עד 2019 אשר עשויים להוסיף כ-4 מיליארד דולר הכנסות. כמו כן החברה עדכנה שהיא צופה כי שנת 2015 תהיה רווית התפתחויות הקשורות לתחום האינובטיבי, לרבות פרסום תוצאות של 4 ניסויים קליניים/ שלב 2, 5 הגשות ואישור של 2 מוצרים חדשים.

תוכנית רכישה עצמית של המניות לא באה על חשבון עסקאות עתידיות. החברה מחדשת את תוכנית הרכישה העצמית ואף מגדילה אותה בכ-1.7 מיליארד דולר, כאמור. טבע הבהירה במהלך השיחה שהמהלך נובע בין השאר מהשיפור בתוצאותיה ברבעונים האחרונים וכי הוא לא סותר את התוכנית שלה לבצע רכישות בעתיד הקרוב, ככל שיימצאו מטרות רלבנטיות. מעבר לכך החברה ציינה שכיום היא מרגישה יותר "מוכנה" לעסקה מהותית, כאשר תהליך הטרנספורמציה שהיא עוברת במסגרת השינוי האסטרטגי מאפשר לה להיות ממוקדת יותר בבחינת הזדמנויות שונות לפיתוח עסקי.

לידר ושות' בית השקעות בע"מ
רח' הארבעה 21, תל-אביב
טל: 03-6845757

גילוי מטעם התאגיד

מכין עבודת האנליזה הינו עובד לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר").

1. דוח זה מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור וכן על הערכות, אומדנים ומידע אחר אשר לידר מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנותו. הדוח אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהו למהימנות ולנכונות המידע המפורט בו.
2. הדוח מיועד ללקוחות כשירים בלבד כחומר מסייע. אין לראות בדוח זה ובמידע והניתוח הכלולים בו הזמנה, הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך והנכסים הפיננסיים המתוארים בו (להלן יחדיו: "ניירות ערך") ו/או ניירות ערך אחרים כלשהם.
3. הדוח אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיעים ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות, הפרטים והנסיבות הקשורות בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. לפיכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
4. המסתמך על דוח זה עושה כן על אחריותו בלבד ולידר, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם (להלן יחדיו: "קבוצת לידר") לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדוח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו ואינם ערבים או אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.
5. תאגידים מקבוצת לידר עוסקים, בין היתר, בהפצת ניירות ערך, חיתום, שיווק השקעות, מסחר בניירות ערך, השקעה בניירות ערך לחשבון עצמם, ברוקרג' ותיווך בעסקאות ניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות ופעילויות אחרות בשוק ההון. ילין לפידות החזקות בע"מ, חברה בשליטה משותפת של קבוצת לידר, עוסקת באמצעות חברות בנות בניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות.
6. חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה מחזיקים ו/או עשויים להחזיק ו/או לבצע פעולות קניה ומכירה, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך הנסקרים בדוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו, וכן עשויים לבצע פעולות בניירות הערך הנ"ל על פי שיקול דעתם העצמאי שלא באופן התואם למסקנת הדוח. כמו כן חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה עשויים לתת שירותי הפצה ו/או חיתום ו/או ברוקרג' ו/או בנקאות להשקעות ו/או שירותים אחרים בקשר לניירות הערך ולתאגידים נשוא דוח זה ולקבל תמורה בגין שירותים אלה, וכן עשויים להיות קשורים בקשרים עסקיים עם התאגידים המתוארים בדוח זה.
7. לידר או תאגידים קשורים לה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

סולם המלצות

- קניה - תשואת יתר של מעל 20% בשנה הקרובה
- ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה
- ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה
- מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: סבינה לוי
כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב
e-mail: sabina@leadercm.co.il
השכלה: M.A כלכלה עם התמחות בבנקאות ומימון – אוניברסיטת בר אילן.
B.A כלכלה ומנהל עסקים – אוניברסיטת בר אילן.
ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסטית (אוגוסט 2010 ואילך).
גיזה זינגר אבן – אנליסטית בכירה וראש צוות (2006-2010).
ש.ר.א.ל – כלכלנית (2005-2006)

טבע

מתודולוגיה: הערכנו את שווייה של החברה על פי מודל היוון תזרים מזומנים.

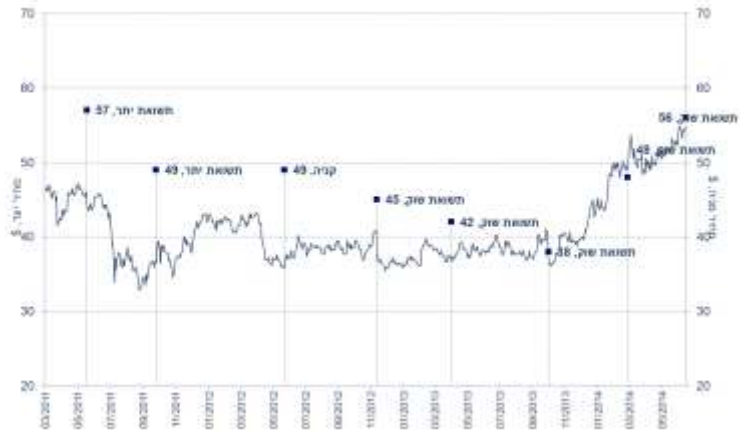
גורמי סיכון:

- תחרות מוגברת מצד שחקניות גרניות
- ניסיונות של חברות האתיות למנוע ו/או לדחות את כנסית הגנריקה, דוגמת גנריקה מאושרת
- רוחניות תלויות Paragraph IV – (קבלת תקופת בלעדיות בת 180 יום בשיווק תרופה גנרית עבור החברה הראשונה שמצליחה לאתגר את הפטנט של החברה האתית)

- סיכוני ליטיגציית פטנטים
- איזמים תחרותיים בתחום הטרשת הנפוצה
- אי ודאות בנוגע להצלחתה של טבע בתחום הביוסמילרס

ביצועים היסטוריים של המניות ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד:

תאריך	המלצה	מחיר יעד	אנליסט
21.6.11	תשואת יתר	57.0 \$	סבינה לוי
27.11.11	תשואת יתר	49.0 \$	סבינה לוי
24.6.12	קניה	49.0 \$	סבינה לוי
12.12.12	תשואת שוק	45.0 \$	סבינה לוי
2.5.13	תשואת שוק	42.0 \$	סבינה לוי
31.10.13	תשואת שוק	38.0 \$	סבינה לוי
31.03.14	תשואת שוק	48.0 \$	סבינה לוי
07.07.14	תשואת שוק	56.0 \$	סבינה לוי



גילוי והצרת האנליסט:

אני, סבינה לוי, בעלת רישיון מס' 10819, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

סבינה לוי