

תשואת שוק - מחיר יעד 56 דולר

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

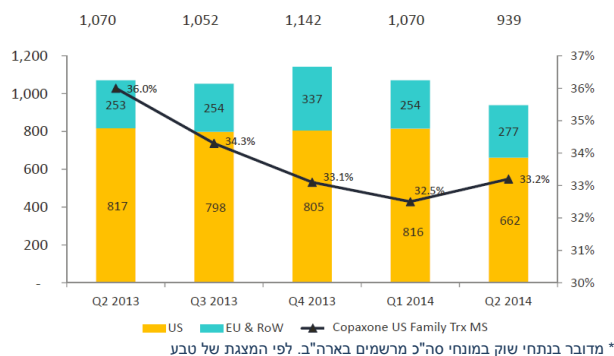
ביצוע בפועל לעומת התחזית, מיליוני דולר

Actual vs Ex	Q2.14A	Q2.14E	2013	Q2.13	
מכירות	5,045	5,149	20,314	4,924	-2.0%
yoy	2.5%	4.6%	0%	-1%	
רווח נקי	1,054	1,064	4,255	1,017	-1.0%
%	20.9%	20.7%	20.9%	20.7%	
רווח למניה	1.23	1.25	5.01	1.20	-1.8%

יעדים מעודכנים לשנת 2014, מיליארדי \$

סעיף	ללא קופקסון גנרי		כולל גנריקה לקופקסון	
	תחזית מקורית	מעודכנת	תחזית מקורית	מעודכנת
מכירות	19.8-20.8	19.8-20.8	19.3-20.3	19.5-20.5
רווח גולמי	58%-60%	58%-60%	57%-59%	58%-59%
הוצאות מ"פ	1.3-1.45	1.3-1.45	1.3-1.45	1.3-1.45
מכירה ושיווק	4-4.1	3.8-4	4-4.1	3.8-4
הנהלה וכלליות	1.2	1.2	1.2	1.2
רווח תפעולי	5.35-5.65	5.35-5.65	4.8-5.1	5.1-5.4
הוצאות מימון	310-350	310-340	310-350	310-340
המס %	19%-20%	19%-20%	20%-21%	20%-21%
מספר מניות	840-850	855-860	840-850	855-860
רווח למניה \$	4.8-5.10	4.8-5.10	4.2-4.5	4.5-4.8
אמצע טווח	4.95	4.95	4.35	4.65

קופקסון - מכירות ונתחי שוק, מיליוני \$



תגובה לדוחות Q2.2014

איך היה הדו"ח: הדו"ח היה מעט מעל תחזית הקונצנזוס ברמת הרווח למניה, אם כי נמוך ביחס לצפי שלנו. הפערים בין התחזית שלנו לבין הביצוע בפועל נבעו משתי סיבות עיקריות: מכירות מתחת לצפי של הקופקסון, בין השאר בשל השפעה של רמות המלאים בארה"ב, ושולי רווח גולמי נמוכים יותר של הפעילות הגנרית.

האם הדו"ח מלמד על העתיד? תוצאות החברה עדיין נשענות במידה רבה על הרווחיות שנובעת מהתחום האיננובטיבי, לרבות קופקסון ומספר תרופות חשובות נוספות שצפויות לאבד בלעדיות בשנים הקרובות. המנכ"ל החדש ממשיך לבחון את פעילות החברה והוא צפוי לעדכן את השוק בתחילת השנה הבאה לגבי השינויים שבכוונתו ליישם באסטרטגיה ובמודל העסקי. שינויים אלה עשויים, להערכתה של ההנהלה החדשה, להחזיר לטבע את המיצוב המוביל בתעשיית הגנריקה העולמית, למקסם את הסינרגיות במסגרת הפעילות הקיימת, לתמוך בצמיחה אורגנית עתידית ולחזק את מעמדה בשווקי יעד אסטרטגיים, לרבות תחום הביוסימילרס. עם זאת, יש להביא בחשבון כי מדובר בעיקר ביעדים עתידיים ועל החברה יהיה להוכיח בשנים הקרובות שביכולתה ליישם את היעדים החדשים על מנת שהם אכן יניבו את תוצאות הרצויות.

מה לעשות עם המניה? אמנם העיכוב הרגולטורי בקשר לאישור הגנריקה לקופקסון עשוי להמשיך לתמוך בתוצאות החברה בעתיד הקרוב, אולם אי הודאות לגבי מנועי הצמיחה של טבע בטווח הארוך מוסיף להיות גבוה. לאור האמור אנו ממשיכים להמליץ על טבע בתשואת שוק, במחיר יעד של 56 דולר.

להלן עיקרי הדו"ח ושיחת הועידה

עדכון יעדי החברה לשנת 2014: טבע מעדכנת כלפי מעלה את התחזית לשנת 2014 כאשר היא צופה רווח למניה של כ-4.9-5.1 דולר בתרחיש ללא גנריקה לקופקסון, לעומת תחזית מקורית לרווח למניה של כ-4.8-5.1 דולר, ורווח למניה של כ-4.5-4.8 דולר במקרה של השקת גנריקה באוגוסט השנה (תרחיש שלהערכתנו הינו פחות סביר נוכח העיכוב המסתמן במועד אישור הגנריקה). בקשר לתרחיש ללא גנריקה, יש לציין כי על אף הביצועים הטובים לכאורה של הקופקסון, לרבות העברת החולים לקופקסון בתדירות 3 פעמים בשבוע, והשיפור בעסקי הגנריקה בארה"ב החברה מותירה את יעד ההכנסות ללא שינוי, כאשר עיקר השיפור ברווח מגיע מהורדת התחזית עבור סעיף הוצאות מכירה ושיווק, בין השאר כתוצאה מהשפעות תוכנית ההתייעלות.

ההנהלה החדשה מגבשת בימים אלה אסטרטגיה חדשה ומודל עסקי משופר לחברה. כאשר טבע צפויה לספק עדכון בנושא למשקיעים בתחילת 2015, כאמור. החברה נתנה טעימה קטנה ליעדים האסטרטגיים לטווח הארוך, שאומנם נראים מאוד חיוביים ומבטיחים, אולם עדיין קיימת אי ודאות רבה לגבי יכולתה של החברה לעמוד ביעדים אלה והתקופה שתידרש ליישומם.

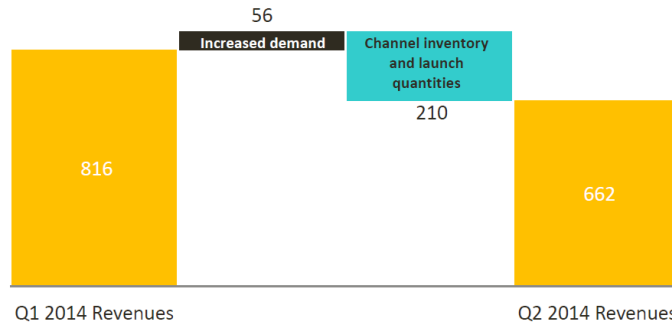
לגבי הרכישות, החברה עדכנה כי היא בוחנת בימים אלה מספר עסקאות פוטנציאליות, כאשר המטרות הפוטנציאליות יכולות לכלול הן חברות בוגרות בשווקים/אזורים שונים והן חברות פיתוח, כחלק מהמשך מאמצי החברה לעיבוי הצבר.

כצפוי, טבע מעלה את רף החיסכון נטו הצפוי במסגרת תוכנית ההתייעלות מכ-500 מיליון דולר עד שנת 2017 לפי התוכנית המקורית לכ-800 מיליון דולר. טבע לא פירטה במהלך השיחה מהיכן בדיוק תצליח לחסוך עוד 300 מיליון דולר, אלא ציינה באופן כללי כי היא מאמינה שמדובר ביעד בר השגה בעזרת ניצולת טובה יותר של הפלטפורמה והיכולות העומדים לרשותה.

מכירות הקופקסון הושפעו הרבעון לרעה מהפחתת רמות המלאים בקרב לקוחות החברה בארה"ב, על רקע הצפי להשקת הגנריקה, דבר שסופו של דבר לא קרה. כמו כן טבע מציינת כי קיימת בעייתיות מסוימת בהשוואה של ביצועי הרבעון ביחס לקודם,

היות ומכירות התרופה ברבעון הראשון הושפעו לחיוב מהצטיידות המלאים של הקופקסון בתדירות 3 פעמים בשבוע, כחלק מהתופעה המאפיינת תהליך של השקת מוצר חדש.

החברה מעדכנת כי הפחתת רמות המלאי והשפעות ההשקה של הקופקסון בתדירות 3 פעמים בשבוע הובילו לירידה של כ-210 מיליון דולר בהכנסות לעומת הרבעון הקודם, אשר קוזזה במידה מסוימת על ידי עליה בביקושים למוצרים בהיקף של כ-56 מיליון דולר.



על רקע הצלחת ההשקה של הקופקסון בתדירות 3 פעמים בשבוע, החברה מעלה את יעד העברת החולים עד סוף השנה לכ-65%. יעד זה מתבסס על ההנחה כי קצב ההעברה בחודשים הקרובים יעמוד על כ-1.6%-1.2% בשבוע. החברה עוקבת באופן שוטף לאחר תהליך המעבר וייתכן והיא תחליט בעתיד להפסיק את השיווק הקופקסון המסורתי.

ובמישור המשפטי/ רגולטורי: טבע ממשיכה להעריך כי יש לה סיכוי טוב לזכות במשפט הערעור בקשר לפטנט המגן על הקופקסון עד ספטמבר 2015. הדיון בבית המשפט בסוגיה זו נקבע ל-15.10.14. כמו כן החברה מעריכה כי ה-FDA עשוי לפרסם את התייחסותו לעתירה הציבורית שהגישה החברה לגבי תהליך האישור של הגרסאות הגנריות עד דצמבר השנה. נציין בהקשר זה שמומנטה קיימה לפני זמן קצר שיחת ועידה לאחר פרסום הדוחות הרבעוניים. במהלך השיחה החברה ציינה כי היא ממשיכה להעריך שביכולתה לקבל אישור רגולטורי לגרסה הגנרית שלה עד סוף השנה, אולם היא לא תשיק אותה לפני החלטת בין המשפט לגבי הערעור של טבע.

מכירות הגנריקה בארה"ב היו חזקות יחסית, אולם שולי הרווח הגולמי של התחום היו מתחת לצפי שלנו. הפעילות הגנרית בארה"ב הושפעה לחיוב ממספר השקות חדשות, לרבות Xeloda אשר הושקה בבלעדיות במרץ השנה והשקת Lovaza (אומגה 3) כמוצר גנרי ראשון בשוק. כמו כן החברה מעדכנת כי היא מנצלת לטובה את סביבת המחירים הנוחה בארה"ב, דבר שעשוי להשפיע לחיוב על הכנסותיה גם ברבעונים הבאים. למרות הביצועים הטובים של התחום בשורת ההכנסות, שולי הרווח הגנרי של התחום הרבעון היו מתחת לצפי שלנו, דבר שמעלה להערכתנו סימני שאלה לגבי קצב יישום תוכנית ההתייעלות של טבע אשר אמורה לבוא בראש ובראשונה לידי ביטוי בשיפור הרווחיות הגנרית.

כצפוי, הכנסות החברה באירופה המשיכו לרדת, בין השאר על רקע ההתרחקות ממוקדי גנריקה פחות רווחיים. המנכ"ל החדש של הפעילות הגנרית עדכן במהלך השיחה כי טבע תמשיך להיות מאוד סלקטיבית בפעילותה באזור וכי ייתכן שתחדל מפעילות במספר מדינות בודדות, במידת הצורך.

החזרת המיצוב המוביל בתעשייה הגנרית כיעד אסטרטגי מרכזי לטווח הארוך. המנכ"ל החדש של פעילות הגנריקה ציין בשיחה כי טבע הייתה המנצחת הלא מעורערת של התעשייה הגנרית בעבר. לאחרונה, המיקוד של החברה הופנה גם לתחום התרופות האינובטיביות דבר שהחסיר מעט מהמיקוד הניהולי בתחום הגנרי, אם כי התשתית והידע שצברה טבע בתחום במשך פעילותה נותרו רבים. המנכ"ל החדש של התחום עובד צמוד עם אנשי החטיבה האינובטיבית במטרה לבנות צבר מוצרי FTF (כלומר מוצרים בהם טבע עשויה להיות המגישה הגנרית הראשונה דבר שמקנה תקופת בלעדיות של חצי שנה בשוק האמריקאי) כדי להחזיר את המובילות בארה"ב. כמו כן החברה מתכננת להמשיך להעמיק את דריסת הרגל שלה בתחום המוצרים הגנריים המורכבים וכן בתחום הביוסילרס (גנריקה לתרופות ביולוגיות), הן באמצעות פיתוח עצמי והן באמצעות עסקאות M&A ושיתופי פעולה.

טבע משהה בשלב זה את תוכנית הרכישה העצמית, בעיקר על רקע העליות האחרונות במחיר המניה, כאשר ככל הנראה ההנהלה מייעדת את מקורות הנזילות לעסקת רכישה פוטנציאלית.

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.

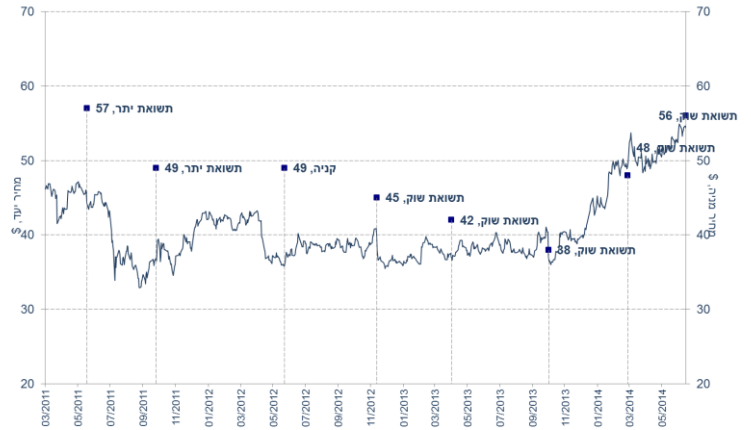
גורמי סיכון:

- תחרות מוגברת מצד שחקניות גבריות
- 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 הביוס'מילרס

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 דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

סבינה לוי