

טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ

קנייה חזקה
מחיר יעד : 500 ש"ח
אנליסט* : אורי הרשקוביץ
972 - 3 - 684 - 5657
ori@leader.co.il

ותודה רבה למנהלי הנאסדאק שנתנו
לחברה ה 39 בגודלה במדד להיכנס
לנאסדאק 100...



נקודות עיקריות

- טבע רושמת רבעון מוצלח נוסף, הרווח הנקי למניה בדילול מלא צמח בכ 22%. בניטרול השפעות חשבונאיות צמח הרווח למניה בכ 15%.
- החברה קיבלה את אישור ה FDA למכירת הגרסה הגנרית לאוגמנטין. אישור זה צפוי להיות האישור הגנרי הרווחי בתולדות החברה.
- החברה רשמה צמיחה חזקה במכירות בכל מגזרי הפעילות החשובים. ההפתעה הגדולה הנה צמיחה של 24.4% בגנריקה בצפון אמריקה.
- החברה צורפה למדד הנאסדאק 100. עובדה זו יכולה להשפיע לחיוב על היקפי המסחר במניה עקב צרופה לתיקי אינדקס.
- הנהלת החברה נתנה תחזיות מאוד חזקות לרבעון הרביעי. תחזיות לשנת 2003 לא ניתנו בשל אי הוודאות האופפת את מבנה השוק באוגמנטין ועיתוי קבלת האישור לרמרון.
- הקופקסון ממשיך לצמוח בקצבים חזקים מאוד, מעל ל 50%. הצמיחה החזקה נמשכת הן בארה"ב והן באירופה.
- על התוצאות החזקות העיבה עליה חדה בהוצאות המו"פ. העליה בהוצאות נגרמה עקב הכשלון בקוראל שהביא לירידה בהשתתפות צד שלישי.
- החברה ממשיכה לשמור על מבנה פיננסי איתן שיאפשר לה להמשיך ולבצע רכישות. על הכוונת, חברה גנרית בגרמניה.
- התרופות לפרקינסון הופכות להיות יותר ויותר מוחשיות. שנת 2003 תכלול מספר הודעות מהותיות בנושא זה שיקדמו להשקה הצפויה ב 2004-2003.
- החברה יקרה בהשוואת מכפילים אבל להערכתנו בצדק.
- עדכנו כלפי מעלה את מודל הערכת השווי של החברה. השווי העולה ממודל ה DCF הנו כ 100 דולר למניה. אנו משאירים את המלצתנו "קנייה חזקה".

תאור החברה

"טבע" הינה חברת התרופות המובילה בישראל ואחת מ-35 החברות הפרמצבטיות המובילות בעולם. "טבע" נמנית על החברות המובילות בעולם בשוק התרופות הגנריות. עיקר פעילות החברה הינה ייצור ושיווק תרופות וחומרים פרמצבטיים אחרים, המשמשים כחומרי גלם לתעשייה זו. בנוסף, מפתחת החברה מוצרים מקוריים שהראשון שבהם, הקופקסון, משווק בארה"ב מאז 1997 ובאירופה מאז קבלת האישור לשיווקו באוגוסט 2000. השווקים העיקריים בהם פועלת החברה הינם ארה"ב, אירופה (בעיקר אנגליה, הולנד והונגריה) וישראל.

נתונים עיקריים	
9,986	שווי שוק (מ' \$)
360.0	שער נוכחי
500.0	מחיר יעד
332-233	טווח 52 שבועות
94%	סחורה צפה (%)
27,000	מחזור ממוצע (א' ₪)
0.5%	דיבידנד
20	P/E 03

בעלי עניין עיקריים	
3 -/+	%
ח'	

חברות דומות			
P/E	P/E	P/E4	סימול
03	02	Q	BRL
13.7	15.7	11.5	MYL
14.4	15.5	14.8	BVF
14.0	18.0	18.0	WPI
16.2	17.6	19.2	IVX
15.9	21.3	18.8	ADRX
20.0	47.7	50.0	ALO
9.3	11.3	31.0	FRX
27.3	37.0	41.2	RBXY
16.3	21.0	36.4	Average
16.3	22.8	26.8	TEVA
20.1	25.2	26.5	

P/E	P/FCF	EV/EBITDA	EPS	רווח נקי	FCF	EBITDA	רווח תפעולי	הכנסות	מ' \$
54.2	-55.0	28.4	1.43	184.1	-182	381.3	286	1,750	2000
34.7	48.3	22.3	2.11	287.9	207	485.6	377	2,077	2001E
25.2	40.2	17.9	2.92	396.0	249	605.3	489	2,450	2002E
20.1	33.7	14.1	3.59	496.8	297	768.7	636	2,951	2003E
			0.58	79.4			99	506	Q3/01A
			0.71	96.3			122	631	Q3/02A
			0.66	89.3			112	567	Q4/01A
			0.89	122.2			148	701	Q4/02E

טבע הולכת לקראת "שבע השנים הטובות" ונראה שאין הרבה שיכול להפריע לה בדרכה. לאור העליה במחיר המניה ניתן לחשוב על מספר אסטרטגיות זמניות כגון ביזור חלק מההשקעה לחברות גנריות מובילות אחרות או כתיבת CALL מחוץ לכסף על חלק מהפוזיציה. בשום מקרה אל תתפסו עם תיק גנרי כולל (טבע ומובילות אחרות) שמכיל פחות מ 120%-150% ממשקלה של טבע במדד. **אנו מעלים את מחיר היעד ל 500 ₪ ומותירים המלצתנו בקניה חזקה.**

תוצאות הרבעון

התוצאות הרבעוניות של טבע מצליחות להפתיע אפילו אותנו, אלו שמצפים לטוב ביותר מטבע. נעבור על המגזרים השונים:

Q3/02	Q3/01	חלוקה מגזרית
299.5	240.8	פארמה גנרית צ.אמריקה
24.4%	11.0%	גידול במכירות
54.5	40.0	פארמה אתית צ.אמריקה
36.3%	44.0%	גידול במכירות
115.2	84.0	פארמה גנרית אירופה
37.1%	12.9%	גידול במכירות
17.5	7.5	פארמה אתית אירופה
133.3%	44.0%	גידול במכירות
68.9	72.5	פארמה שאר העולם
-5.0%		גידול במכירות
71.3	56.0	החטיבה הכימית
27.3%	28.1%	גידול במכירות
4.4	4.9	אחר
631.3	505.7	מכירות
24.8%	12.4%	גידול במכירות
11.4%	9.4%	אחוז המכירות האתי
360.7	300.0	עלות המכירות
270.6	205.7	רווח גולמי
42.9%	40.7%	רווחיות גולמית
46.5	41.2	הוצאות מחקר ופיתוח
5.9	18.7	בניכי מענקים והשתתפויות
40.6	22.5	הוצאות מו"פ נטו
6.4%	4.4%	
108.4	84.2	הוצאות מכירה והנהלה
17.2%	16.7%	
121.6	99.0	רווח מפעולות רגילות
19.3%	19.6%	
7.1	5.2	הוצאות מימון, נטו
0.2	2.5	הכנסות אחרות - נטו
114.7	96.3	רווח לפני מסים על הנוסה
18.2	17.5	מסים על הכנסה
15.9%	18.2%	
97	79	רווח לאחר מסים
0.1	-0.1	חברות כלולות
-0.3	0.7	זכויות המיעוט
96.3	65.4	רווח נקי
0.71	0.58	רווח נקי למניה

פארמה גנרית בצפון אמריקה רשמה גידול מרשים ומפתיע מאוד של 24.4%. לא צריך לפרט למה 24.4% זה מרשים אבל ההפתעה נובעת מכך שלמעט הליסינופריל, לא קיבלה טבע אישור משמעותי כבר זמן רב. אז איך עושים זאת בכל זאת? ייתכן שהאסטרטגייה של החברה בנושא של המוצרים הרחב ואשראי הלקוחות הנדיב נותנות לחברה יתרון מול מתחרותיה. מחשבה זו מעוררת תקוות כי לאחר קבלת אישורים מהותיים יותר, תמנף החברה יתרונות אלו לצמיחה חזקה עוד יותר.

צבר המוצרים בארה"ב עומד על כ 27 מיליארד דולר במונחים אתיים, כ 6 מיליארד דולר במונחים גנריים (לפני השפעות חיוביות של סעיף 4). אם טבע תיקח 35% (נתח השוק הממוצע שלה) מצבר זה, מכירותיה יכולות לעלות בעשרות אחוזים על ציפיות השוק.

בטווח המידי נרגיש במגזר זה את השפעת האוגמנטין. סך המינונים שטבע קיבלה אישור לשווקם בארה"ב מכרו במונחי התרופה האתית כ 1.1 מיליארד דולר. בתסריט המקרה

הטוב, טבע מוכרת ב 67% ממחיר תרופת המקור כמו שגינה מוכרת היום ותופסת 40% מנתח השוק. במקרה זה יסתכמו מכירות החברה בשנת 2003 בכ 300 מליון דולר והרווח הנקי יסתכם בכ 80-100 מליון דולר מתרופה זו בלבד. במקרה הרע ייכנסו לשוק LEK ורנבסקי, התרופה תיכנס למצב של היפר תחרותיות, ניח 40% ממחיר תרופת המקור ונתח שוק של 30% לטבע. במקרה זה יסתכמו מכירות החברה בשנת 2003 בכ 150 מליון דולר והרווח הנקי מתרופה זו יסתכם בכ 30-40 מליון דולר.

אין לנו מושג ירוק כיצד להעריך את ההשפעה של הכניסה לנאסדאק 100. מסיבה זו אנו לא מייחסים לידיעה זו משמעות רבה.

בשיחת הוועידה של מילאן חילקו מחמאות להנהלה של טבע וכן הדגישו שאין הם שוקלים אף רכישה בשלב זה. אמא שלי אומרת שמי שלא הולך קדימה הולך אחורה ומי שלא רוכש, מחפש להירכש...

הערכת התרומה הסופית של האוגמנטין לטבע הנה בלתי אפשרית בלי ידיעת מבנה השוק הסופי בתרופה זו. מה שבטוח הוא שהתרומה תהיה משמעותית.

בהתפתחות מעניינת נוספת המופיעה באתר ה FDA <http://www.fda.gov/OHRMS/DOCKETS/98fr/110102a.pdf>, הודיע ה FDA כי הוא מושך את הסתייגותו מהפרוש המקובל של סעיף 4. משמעותה של התפתחות זו הנה ניצחון אדיר לטבע העובר בשקט יחסית מכיוון שפירותיו עתידיים להיקצר רק בעוד שנתיים שלוש. ההחלטה של ה FDA עוברת לתביעה משפטית שניהלה טבע נגד ה FDA (טבע הפסידה בה) ובסופה החליט ה FDA לשנות את דעתו באופן די מפתיע. המצב שהיה קיים בעבר היה כי החברה שהייתה זכאית להגנת סעיף 4 הייתה מתחילה לספור 180 יום מהחלטת בית משפט עליון שעליו לא ניתן לערער.

ה FDA רצה לשנות זאת למצב בו מתחילים לספור את ה 180 יום החל מהחלטת בית משפט תחתון. מצב זה היה יכול להיות רע לכולם, לגנריות כי לא תמיד אפשר להשיק מוצר אחרי החלטת בית משפט תחתון (כי קיים סיכוי שהפסיקה תתהפך בעליון) ולאיתיות כי אובדן הדואופול של ה 180 יום פוגע גם בהן. התעשייה הפארמצבטית כולה עשתה "עליהום" משפטי וציבורי נגד ה FDA שבסופו פרסמה הרשות את הודעתה כי היא תשאיר את המצב על כנו. טבע היא המרוויחה הגדולה מכל הסיפור עם 7 מיליארד דולר במונחים אתיים הצפויים להגנת סעיף 4.

סמנו לכם ביומן גם את ה 28 לחודש. בתאריך זה יתכנס ה FDA לדון בבקשה להפוך את הקלריטין ל OTC. השוק מתמחר כבר את העובדה כי הקלריטין יהפוך ל OTC וכך יחמוק מידי החברות הגנריות, כל החלטה אחרת תהיה הפתעה חיובית ומהותית לטבע והחלטה הרת גורל (במובן בחיובי) לאימפקס.

טבע הנה החברה המובילה בשוק הגנרי מבחינת אישורים תחת סעיף 4. הפוטנציאל הזה מגביל לעוד 5-6 תרופות בסדר גודל של האוגמנטין.

ברבעון הרביעי אנו מחכים ולקלריטין. לרמרון

ארועים חשובים צפויים

רבעון	ארוע צפוי	חשיבות	חברה אתית	אינדיקציה	מכירות
Q4/02	קבלת אישור סופי לרמרון	גבוהה	AKZO	דיכאון	700
Q4/02	קלריטין - גנרי או OTC????	גבוהה	BMY	אלרגיה	2000
Q1/03	סיום הניסוי משלב 3 בתרופות לפרקינסון	גבוהה מאוד	TEVA		
Q2/03	תחילת שיווק פרילוסק ע"י מתחרות	בינונית	AZN	קרדיווסקולרי	4000
Q4/03	סיום הניסוי משלב 3 ב PP-MS	גבוהה מאוד	TEVA		
Q4/03	הכרעה בנושא הפטנט על הציפרו	בינונית	BAYER	אנטיביוטיקה	1500
בהלך משפטי	למיקטל	בינונית	GSK	אפילפסיה	415
בהלך משפטי	פראוואסטאטין	גבוהה	BMY	סתימת עורקים	1300
בהלך משפטי	זופרן	גבוהה	GSK	נגד בחילה	865
בהלך משפטי	אקופריל	בינונית	PFE	חרדה	400
בהלך משפטי	אוקסקונטין	גבוהה	PERDUE	כאבים	1530
בהלך משפטי	ז'פרקסה	גבוהה מאוד	LLY	סכיזופרניה	3000
בהלך משפטי	פוסאמאקס	גבוהה	MRK	דלקת פרקים	1500
בהלך משפטי	טריקור	בינונית	ABT	כולסטרול	350
בהלך משפטי	מונופריל	בינונית	BMY	חרדה	300
בהלך משפטי	דיפלוקאן	גבוהה	LLY	זיהום פטרייתי	1000
בהלך משפטי	רמרון	בינונית	AKZO	דיכאון	700

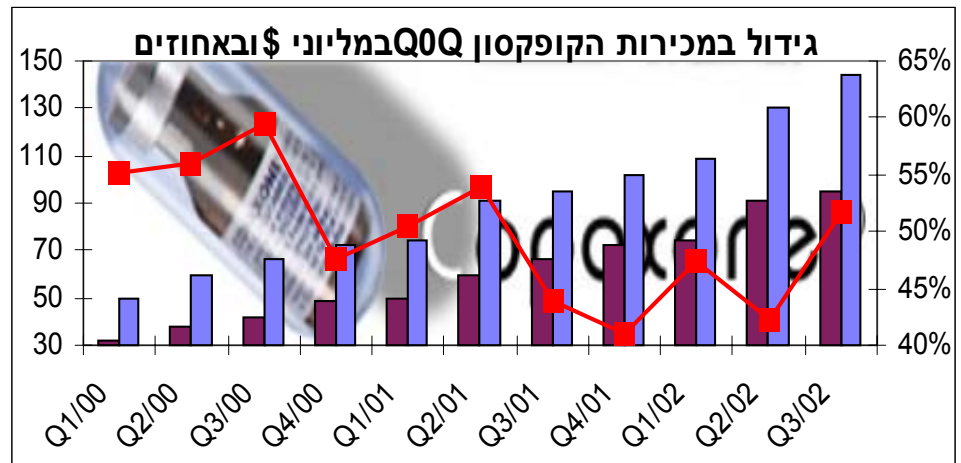
פאמרה גנרית באירופה הראתה צמיחה של 37% אבל זיכרו זאת היטב, הפארמה הגנרית באירופה נמצאת על כן השיגור וההמראה האמיתית תחל רק בשנה הבאה. למה הכוונה ? בשנת 2002 איבדה רק תרופת ענק אחת את הגנת הפטנט בגרמניה (השוק הגדול באירופה – טבע לא שם אבל זה אינדיקטור טוב למצב התעשייה), הזירטק של פפיזר בהיקף מכירות של 260 מליון דולר באירופה. ב 2003 צפויות בגרמניה פקיעות פטנטים שהיקף המכירות האירופאיות שלהן הנו כ 1.8 מיליארד, ב 2004 – 2.8 מיליארד!!!

מספר שמות על הכוונת באירופה : רטיופארם, הקסל, סטדה או שמות קטנים ונקודתיים בשוק הגרמני.

ברבעון הזה נבעה הצמיחה משלושה מנועים שכל אחד מהם השפיע בצורה שווה – הפיחות בדולר מול היורו, רכישת באייר קלאסיק וצמיחה אורגאנית. מסתובבת בשוק עבודה באורך 66 עמודים של דויטשה בנק על הפוטנציאל הגנרי באירופה, מומלץ מאוד (לא המציאו בדויטשה בנק את הגלגל, זהו עיבוד למחקר מקיף של IMS (HEALTH).

מכירות הקופקסון צמחו בכ 51%, הצמיחה החזקה נמשכה גם בארה"ב (36%) וגם באירופה (133%). אין ספק שבסיבוב הראשון ניצח הקופקסון את הרביף כשהחזירה של הקופקסון לאירופה הייתה מוצלחת מהחזירה של הרביף לארה"ב. אבל בעוד שהקופקסון ניצח, הרביף לא הפסיד, גם הוא צמח יפה מאוד על חשבון האוונקס. נראה שהדיבורים על ירידה במכירות בארה"ב הפכו להיסטוריה וכבר מתחילים ללחוץ על הפוטנציאל הגלום בתרופות לפרקינסון.

הקופקסון לא מראה סימנים של היחלשות. בשנה הבאה צפויה היחלשות של קצב הצמיחה אבל חזון הפרקינסון יהיה כבר קרוב מתמיד.



מכירות ה API לצד שלישי צמחו בכ 27% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. הגידול במכירות נבע כמעט ברובו מרכישת עסקי ה API מהאניוול. אפשר לסמוך על טבע שהיא עובדת מאחורי הקלעים כשלא פחות משה DMF חדשים נתקבלו מסוף הרבעון השלישי אשתקד.

ה API ממשיך לצמוח במהירות. התרומה שלו לשורת ההכנסות תלויה באיזו פרופורציה נשארת לשימוש פנימי בחברה.

20-02-1907019	CARVEDILOL AS MANUFACTURED IN BE'ER SHEVA, NETANYA, PETAH
04-02-1907019	LAMOTRIGINE AS MANUFACTURED IN BE'ER SHEVA AND PETAH TIQVA,
29-02-1907019	ZOLPIDEM TARTRATE AS MANUFACTURED IN DEBRECEN, HUNGARY.
06-02-1907019	LEFLUNOMIDE AS MANUFACTURED IN BE'ER SHEVA, ISRAEL.
06-02-1907019	SERTRALINE HYDROCHLORIDE AS MANUFACTURED IN BE'ER SHEVA,
24-02-1907019	ACYCLOVIR AS MANUFACTURED IN PETAH TIQVA AND BE'ER SHEVA,

הרווחיות הגולמית המשיכה לעלות גם ברבעון השלישי, 42.9% לעומת 40.7% ברבעון המקביל אשתקד. המוצר המוביל בארה"ב ברבעון השלישי הליסינופריל אופיין בשחיקת מחירים עזה וזה אולי מסביר מדוע הרווחיות ירדה קצת לעומת מחצית השנה הראשונה. עם קבלת האישור לאוגמנטין צפויה הרווחיות לקפוץ מדרגה.

הצפרדע הגדולה שנאלצה טבע לבלוע בדו"חות היו הוצאות המו"פ. כישלון הקוראל הוריד 13 מליון דולר מהשתתפות גופים חיצוניים במו"פ. כתוצאה מכך גדלו הוצאותיה של טבע בכ 18 מליון דולר. עליה זו במו"פ "גילחה" כמעט לחלוטין את כל השיפור שנבע משורת הרווח הגולמי (במונחי רווחיות לא בדולרים).

הוצאות מכירה והנהלה המשיכו לעלות, תוצאה של מאבקים משפטיים שמנהלת טבע כנגד מספר רב של גופים, בעיקר חברות איתות. החדשות הטובות הן כי חלה ירידה כאחוז מהמכירות לעומת המחצית הראשונה של השנה. חייבים לזכור כי ההוצאות המשפטיות הכבדות יבואו לידי ביטוי בשורה העליונה רק כאשר יתחילו לזרום אישורי סעיף 4. התשואה על ההשקעה במו"פ זה הנה גבוהה מאוד.

התשואה על השקעה משפטית בתרופות המוגנות בסעיף 4 הנה מהגבוהות בתעשייה.

בסה"כ הרווחיות נפגעה בכ 30 נקודות בסיס בשל העליה במו"פ וב SG&A אבל עם צמיחה של 23% ברווח התפעולי, למי אכפת.

דו"ח רווח והפסד ודו"ח תזרים המזומנים החזוי

Q4/02E	Q4/01A	2006E	2005E	2004E	2003E	2002E	2001	2000	1999	1998	חלוקה מגזרית
		2380	2069.6	1799.6	1564.9	1203.8	1008.2	825.3	448.4	394.8	פארמה גרית צ.אמריקה
		15.0%	15.0%	15.0%	30.0%	19.4%	22.2%	84.1%	13.6%		גידול במכירות
		348.77	328.45	279.7	239.1	204.9	150.3	111.1	68.3	39.3	פארמה אתית צ.אמריקה
		6.2%	17.4%	17.0%	16.7%	36.3%	35.3%	62.7%	73.8%		גידול במכירות
		744.2	647.13	562.7	489.3	425.5	349.1	315.5	301.7	203.5	פארמה גרית אירופה
		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.9%	5.0%	26.4%	48.3%		גידול במכירות
		167.49	132.76	101.1	80.4	64.0	30.7	12.3	11.9	11.5	פארמה אתית אירופה
		26.2%	31.3%	25.8%	25.6%	108.5%	148.7%	3.7%	3.5%		גידול במכירות
		237.4	237.4	237.4	237.4	237.4	237.4	232.7	225.6	246	פארמה ישראל
		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	3.1%	-8.3%		גידול במכירות
		88.7	86.1	83.6	81.2	78.8	57.1	51.9	35.8	36	פארמה שאר העולם
		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	10.0%	45.0%	-0.6%		גידול במכירות
		335.0	319.0	303.8	281.3	255.8	225.8	180.6	169	154.3	החטיבה הכימית
		5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	13.3%	25.0%	6.9%	9.5%		גידול במכירות
		10.0	10.0	10.0	10.0	18.1	13.7	21.1	21.7	29.8	אחר
701.4	567.1	4298.1	3810.5	3351.7	2951.2	2449.8	2077.4	1749.9	1282.4	1115.9	סה"כ מכירות
23.7%	9.4%	12.8%	13.7%	13.6%	20.5%	17.9%	18.7%	36.5%	14.9%	-0.1%	גידול במכירות
11.0%	9.0%	12.0%	12.1%	11.4%	10.8%	11.0%	8.7%	7.1%	6.3%	4.6%	אחד המכירות האתי
310.7	239.9	2012.7	1759.0	1516.3	1309.9	1066.9	847.3	691.9	514.8	421.2	רווח גולמי
44.3%	42.3%	46.8%	46.2%	45.2%	44.4%	43.6%	40.8%	39.5%	40.1%	37.7%	רווחיות גולמית
42.0	29.6	189.1	174.3	172.6	160.5	154.5	107.2	104.6	81.8	68.1	הוצאות מו"פ ונטו
6.0%	5.2%	4.4%	4.6%	5.1%	5.4%	6.3%	5.2%	6.0%	6.4%	6.1%	נאחז מהמכירות
		378.2	335.3	295.0	259.7	215.6	179.0	159.2	118.7	115.7	הוצאות מכירה ושיווק
		8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.6%	9.1%	9.3%	10.4%	נאחז מהמכירות
		356.7	320.1	284.9	253.8	213.1	184.6	141.7	115.2	92.3	הוצאות הנהלה וכלליות
		8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.9%	8.1%	9.0%	8.3%	נאחז מהמכירות
								35.697	17.7	13.5	רכישת זכויות
									15.0		הוצ בגין שינויים מבניים
								250.6	181.3	116.5	רווח תפעולי כולל הפרשות
148.1	111.7	1088.6	929.2	763.9	635.9	489.5	376.5	286.3	199.0	145.1	רווח מפעולות רגילות
21.1%	19.7%	25.3%	24.4%	22.8%	21.5%	20.0%	18.1%	16.4%	15.5%	10.4%	רווחיות תפעולית
7.0	5.8	55.0	55.0	47.0	30.0	24.1	27.6	46.0	30.2	23.3	הוצאות מימון, נטו
2.0	0.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.6	7.1	9.8	10.8	8.9	הכנסות אחרות - נטו
143.1	106.5	1038.6	879.2	721.9	610.9	471.0	356.0	214.5	162.0	98.8	רווח לפני מס כולל הפרשות
143.1	106.5	1038.6	879.2	721.9	610.9	471.0	356.0	250.2	179.6	130.7	רווח לפני מסים על הכנסה
22.9	12.7	207.7	175.8	144.4	116.1	76.8	63.6	59.6	45.4	30.9	מסים על הכנסה
16.0%	11.9%	20.0%	20.0%	20.0%	19.0%	17.0%	18.7%	27.8%	25.3%	31.2%	שעור המס
120.2	93.8	830.9	703.4	577.5	494.8	394.2	276.7	154.9	116.6	68.0	רווח לאחר מסים
1.0	0.1	0.0	0.0	1.0	1.0	1.9	0.8	0.4	-0.6	0.9	חברות כלולות
1.0	1.5	0.0	0.0	1.0	1.0	-0.1	0.7	-0.8	0.8	0.0	זכויות המיעוט
122.2	89.3	830.9	703.4	579.5	496.8	396.0	287.9	154.5	116.8	68.8	רווח נקי כולל הפרשות
122.2	89.3	830.9	703.4	579.5	496.8	396.0	287.9	184.1	134.4	98.7	רווח נקי
0.89	0.66	5.90	5.02	4.16	3.59	2.92	2.11	1.20	0.94	0.55	רווח נקי למניה כולל הפרשות
0.89	0.66	5.90	5.02	4.16	3.59	2.92	2.11	1.43	1.08	0.78	רווח נקי למניה
140.4	140.4	142.5	142.0	141.5	141.0	140.5	140.5	129.0	125.8	125.3	מס מניות
		2006E	2005E	2004E	2003E	2002E	2001	2000	1999	1998	שנה
		193.4	171.5	150.8	132.8	115.9	109.1	95.0	64.4	58.7	D&A
		4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.3%	6.0%	5.0%	5.3%	נאחז מהמכירות
		1282.0	1100.7	914.7	768.7	605.3	485.6	381.3	263.4	203.8	EBITDA
		29.8%	28.9%	27.3%	26.0%	24.7%	23.4%	21.8%	20.5%	18.3%	נאחז מהמכירות
		214.9	209.6	184.3	162.3	134.7	109.7	61.3	63.9	43.4	השקעות נטו (ברכוש קבוע)
		5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.3%	3.5%	5.0%	3.9%	נאחז מהמכירות
		165.8	165.2	152.2	200.5	152.7	114.1	451.6	314.0	43.4	שינוי בהון חוזר
		34.0%	36.0%	38.0%	40.0%	41.0%	41.2%	42.4%	43.3%	21.6%	הון חוזר נאחז מהמכירות
		698.6	555.1	440.8	296.7	248.5	206.8	-181.7	-148.8	96.0	FCF
		16.3%	14.6%	13.2%	10.1%	10.1%	10.0%	-10.4%	-11.6%	8.6%	נאחז מהמכירות
		668.6	530.1	415.8	276.7	228.5	178.9	-194.3	-157.0	0.0	מתואם אופציות FCF
		15.6%	13.9%	12.4%	9.4%	9.3%	8.6%	-11.1%	-12.2%	0.0%	נאחז מהמכירות
		489.9	418.0	352.7	252.6	224.4					(מתואם FCF אופציות)
											הנחות
				288			7.6%			3.0%	שעור צמיחה לנצח
				14,176			30.0%			0.9	בטא שנתי (שנתי)
				101			2,120	FCF 2002-2006		5.0%	פרמיית שוק (הנחה)
				9,986			12,620			4.2%	אג"ח חסר סיכון
				77			852			8.7%	RE
				30.3%			0			5.0%	RD

יערך: דני ברק

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ועל מידע אחר אשר לידר דש השקעות ופיננסים בע"מ ("לידר דש") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר דש בעלי המניות שלה, עובדיה או גופים קשורים אליה יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח, ולפיכך לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנוק /או להפסד שיגרמו משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. משקיע הקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח הוא אינפורמטיבי בלבד, ואין בו כדי להוות ייעוץ השקעות. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוץ מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר דש, בעלי המניות שלה, עובדיה או גורמים הקשורים עמה מחזיקים בניירות הערך /או בנכסים הפיננסיים המתוארים וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הללו אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. כמו כן, מכיוון שתאגידים הקשורים ללידר דש עוסקים בחיתום ובייעוץ פיננסי, הנחת הקורא צריכה להיות כי הם התחייבו במועל להיות חתמים או יתחייבו בעתיד להיות חתמים להצעת ניירות ערך של החברה או של תאגידים קשורים שלה, וכן כי הם סיפקו או יספקו להם ייעוץ פיננסי. כל המפרסם תוכן דו"ח זה או חלק ממנו ללא ההערה דלעיל, עובר על הוראת חוק הסדרת הניסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה - 1995. אין להעתיק דו"ח זה או חלק ממנו ללא קבלת רשות מלידר דש.