

עדכון לחברה **טבע** – היתה ונשארה השקעה אטרקטיבית.

נתוני רווח והפסד						
2003E	2002E	Q2/02	Q2/01	2001	2000	(מ' \$)
2,755	2,360	572	513.6	2,077	1,750	הכנסות
1,185	1,015	247.1	204.8	847.3	691.9	רווח גולמי
43%	43%	43.2%	39.9%	40.8%	39.5%	מרווח גולמי
544	457	111.6	86.9	360.8	244.5	רווח תפעולי
19.8%	19.4%	19.5%	16.9%	17.4%	14%	מרווח תפעולי
425	370	91.9	64.4	278.2	148.4	רווח נקי
425	370	91.9	64.4	287.9	184.1	רווח נקי (בניכוי חד פעמיים)
3.11	2.74	0.68	0.47	2.04	1.14	רווח למניה
3.11	2.74	0.68	0.47	2.11	1.41	רווח למניה (בניכוי חד פעמיים)
21.4	24.3	--	--	31.6	47.3	מכפיל רווח (מנוטרל השפעות חד פעמיים)
3.4	3.9	--	--	4.5	5.3	מכפיל מכירות

המלצה
קניה

המלצה קודמת
קניה

מחיר
\$66.7

רמת סיכון
סיכון שוק

תאריך
1 לאוגוסט, 2002

סימול
TEVA

ענף
פרמצבטיקה

שווי שוק (מ' \$)
9,350

מדד ת"א 100
362

גבוה/נמוך 12 חודשים
\$51.7/\$74.4

מרחב יומי בממוצע (מ' ש"ח)
38

מספר מניות (מ')
140.2

הון עצמי (מ' \$)
1,583.7

תשואת זיבדנה (ברוטו)
0.6%

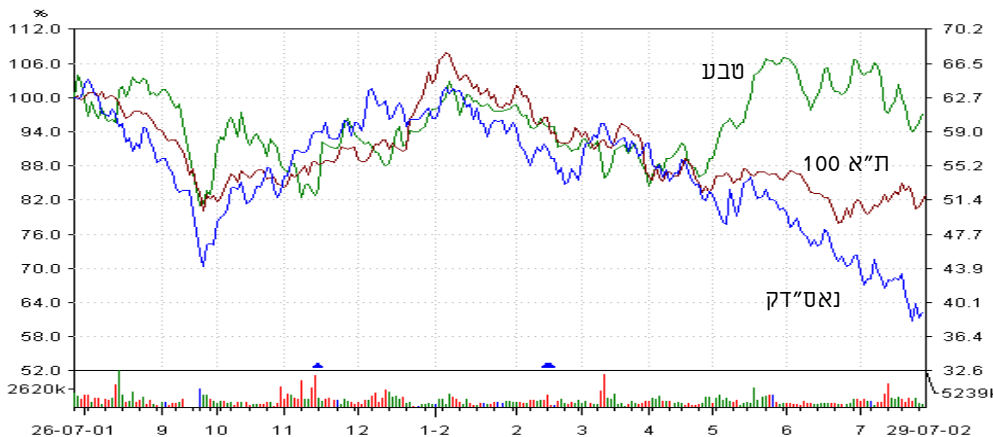
מכפיל היסטורי
26

אנליסטית
גלית זידמן

נקודות עיקריות

- תוצאות הרבעון השני שיקפו את המשך הצמיחה בפעילות הפרמצבטית של טבע.
- צבר התרופות הגנריות של טבע הממתינות להשקה מכיל היום 62 תרופות עם היקף שוק מקורי המוערך בלמעלה מ- 23 מליארד דולר.
- מכירות הקופקסון המשיכו לצמוח והסתכמו ברבעון ב- 130 מיליון דולר.
- למרות הכניסה של סרונו עם תרופת הרביף לארה"ב נתח השוק של הקופקסון לא נפגע.
- התחרות בשוק התרופות לטרשת נפוצה בארה"ב מתעצמת. לדעתנו הפגיעה בצמיחה בשורה התחתונה של טבע צפויה להיות מינורית.
- החברות הגנריות וטבע בינהן צפויות להנות מרגולציה תומכת ומתהליך מואץ של פקיעת פטנטים.
- אנו מותירים את המלצת הקניה ושומרים על מחיר היעד של \$78 למניה.

התנהגות המניה



התוצאות הכספיות לרבעון השני

הדוחות הכספיים אותם הציגה טבע לרבעון השני היו טובים יותר מצפיותינו. להלן מספר דגשים:

1. מחזור המכירות של החברה הסתכם ב- 572 מליון דולר מעט מתחת לתחזיותנו ל- 585 מליון דולר.
2. כמו בדוחות הרבעון הראשון גם ברבעון השני הציגה החברה מרווח גולמי גבוה אשר עמד על 43.2% לעומת 40% ברבעון המקביל. לכך תרמו, בין השאר, הפיחות בשקל והצמיחה המרשימה במכירות הקופקסון.
3. מכירות הקופקסון הסתכמו ברבעון ב- 130 מליון דולר לעומת 109 מליון דולר ברבעון הקודם. מחוץ לארה"ב צמחו המכירות ב- 30% ביחס לרבעון הקודם, בזכות חדירה מוצלחת באירופה. צמיחה זו נהנתה גם מהתחזקות היורו מול הדולר. בארה"ב צמחה טבע ב- 16%, נתון מעודד בעיקר על רקע החששות מההאטה בקצב צמיחת שוק התרופות לטרשת נפוצה והתחזקות התחרות באזור.
4. פחות משמחת היתה הירידה במכירות חטיבת הכימיה ב- 5% ביחס לרבעון המקביל. מאידך, המכירות הפנימיות של החטיבה, לטובת הפעילות הפרמצבטית של טבע, צמחו ב- 32%.

התחרות בשוק התרופות לטרשת נפוצה בארה"ב מתעצמת אך הפגיעה בטבע מינורית

מאז חדרה סרונו לשוק האמריקאי עם הרביף, במרץ האחרון, הצליחה לכבוש לעצמה נתח שוק של 4.6%. ב- 11 ביולי סרונו "העבירה הילוך" בהודיעה על הסכם שיווק עליו חתמה עם פיזור על מנת שזו האחרונה תשביח את יכולת קידום המכירות של הרביף בארה"ב. פיזור, שהינה החברה הגדולה ביותר בארה"ב ובעולם כולו בתחום הפרמצבטי וכוחה השיווקי לא מוטל בספק, צפויה להגביר את תודעת החולים והרופאים לתרופה של סרונו לטיפול בטרשת נפוצה. איננו מפקפקים ביכולתה של פיזור לתרום לצמיחה במכירות הרביף. עם זאת, אנו מעריכים כי ההשלכות על טבע מינוריות והתוצאות העתידיות שלה לא צפויות להפגע מכך באופן משמעותי משלוש סיבות עיקריות:

1. **טבע היחידה המהווה תחליף כימי (Glatiramer Acetate) לתרופות מבוססות אינטרפרון.**
 אנו שוב חוזרים ומשננים את המנטרה הקבועה כי התרופה של טבע ייחודית במובן שאינה שייכת למשפחת האינטרפרונים. לכן, היא היחידה המהווה תחליף ליתר התרופות בשוק. הדוחות הכספיים של ביוג'ן לרבעון השני, הרבעון הראשון מאז כניסת הרביף לשוק האמריקאי, מגלים צמיחה מזערית של 2% במכירות ה-Avonex בארה"ב ביחס לתקופה המקבילה. ביוג'ן מטילה את האשמה בירידה בהקפי המלאי המוחזק אצל לקוחותיה ובקצב צמיחת השוק כולו. אולם, הביצועים של הקופקסון במהלך הרבעון עשויים ללמד אחרת ומחזקים את ההערכה כי הקרב המרכזי המתחולל בזירת התרופות לטרשת נפוצה הוא בין ה-Avonex לבין הרביף. הטיעון כי התחרות מול הקופקסון הינה עקיפה היות והיא אינה מכילה אינטרפרונים כמו יתר התרופות מקבל כאן חיזוק. כמו כן מתחזקת הערכתנו כי החדירה של הרביף, עם או בלי עזרתה של פיזור צפויה להעיב על טבע במידה יחסית קטנה.

2. **המנוע לצמיחה העתידית במכירות הקופקסון צפוי לבוא בחלקו הגדול מכיוון אירופה.**



טבע החלה לשווק את הקופקסון בארה"ב בשנת 1997 ואילו היום היא נהנית מנתח שוק של 27% ומוכרת שם בהיקפים שנתיים של כ- 400 מליון דולר (ע"ב הרבעון השני) במונחי מכירה לשוק.

אישור שיווק הקופקסון באירופה במסגרת תהליך ההכרה ההדדית (MRP) בסוף שנת 2001 סימן את תחילת הדרך עבור התרופה באירופה. פוטנציאל המכירות של הקופקסון באירופה גדול והתרופה צפויה להינות מעשרות אחוזי צמיחה במכירות באזור. כאמור, גם בצפון אמריקה יש מקום לצמיחה נוספת, אולם אין ספק שעיקר הגידול צפוי לנבוע מן ההתפרסות והתרחבות בשוק האירופי. ההשפעה, אם כן, של ירידה מסוימת

מחלקת המחקר

בקצב הצמיחה של הקופקסון בארה"ב על הצמיחה הכוללת אינה צפויה להיות מהפכנית היות ומנוע נוסף לגידול במכירות הקופקסון צפוי להיות הצמיחה בשוק האירופי.

3. לשוק כולו יש עוד מקום לגדול

גודל השוק הרלוונטי לתרופות לטיפול בטרשת נפוצה בארה"ב עדיין אינו מנוצל עד תום. כיום מספר החולים בטרשת נפוצה בארה"ב מסתכם בכ- 350 אלף חולים. מתוכם 210 אלף נמצאים בשלב ההתקפי ומתאימים לקבל את הטיפול המוצא על ידי התרופות השונות. ישנם כיום 60 אלף חולים בארה"ב מתוך אותם 210 אלף מטופלים פוטנציאליים אשר אינם מקבלים טיפול. על מנת שהשוק יגיע למיצוי מלא יש מקום לצמיחה נוספת של כ-40%. יש אם כן הרבה מקום לגידול בעוגה עצמה לפני שיהיה על החברות להלחם "על אותה פרוסה".

ההשפעה על השורה התחתונה לא תהומית

טבע איננה חסינה בפני התחרות המתעצמת בשוק התרופות לטרשת נפוצה בארה"ב. לדעתנו מוקדם מכדי להעריך עד כמה באמת יצליח הרביף בעזרתה של פיזור לנגוס בנתח השוק של טבע, אם בכלל. אנו מאמינים כי התגברות התחרות תביא לירידה מסוימת בקצב הצמיחה של הקופקסון בארה"ב אולם לא לשינוי דרמטי. בכל זאת, איננו מתייחסים בקלילות ליכולתה לשיווקית של פיזור ולכן מטעמי שמרנות אנו מעדיפים להתייחס לתסריט פאסימי המשקף צמיחה של 10% בלבד במכירות בצפון אמריקה (לעומת 40% במחצית הראשונה של שנת 2002). מתברר כי גם בהינתן תסריט פאסימי זה ההשפעה על התוצאה הסופית בבחינת הפעילות של טבע כחבילה אחת, אינה משמעותית ועשויה להסתכם בפגיעה של 2-3 אחוזים בלבד בצמיחה ברווח הנקי.

הצרות הרגולטוריות של החברות האתיות הן הנחת של הגנריות

החברות האתיות מנסות לא פעם, באמצעים משפטיים, להאריך את תקופת הבלעדיות שלהן על על תרופה מקורית, בנסיון לדחות כניסה של חברות גנריות וירידה חדה במחירים. הן עושות זאת על ידי שינוי דבר מה בתרופה המקורית או לחילופין באמצעות הגשת פטנטים נוספים על המוצרים המקוריים שלהן.

בחודשים האחרונים החברות הגנריות זוכות לתקופה של עדנה במאבקהן מול החברות האתיות:

- לפני מספר חודשים נחלו הגנריות הצלחה כשביט משפט בניו-יורק פסק כי Bristol Mayers האריכה את תקופת הבלעדיות שלה על תרופת ה-Buspar באמצעים לא תקינים וכי כניסת חברות גנריות לא מפרה את הפטנט של Bristol Mayers. פסיקה זו עשויה לפתוח דלת לפסיקות דומות נוספות ובכך לגרום לחברות האתיות לחשוב פעמיים לפני שהן מוציאות הון עתק על מאבקהן המשפטיים להארכת זכויות בלעדיות.
- במהלך החצי שנה האחרונה ביטל בית המשפט בשלוש פסיקות שונות את תקפותם של הפטנטים של GlaxoSmithKline לגבי האוגמנטין. בזכות פסיקה זו החלה Geneva (הזרוע הפרמצבטית של Novartis) לשווק את התרופה שהינה בעלת היקף שוק מקורי 2 מיליארד דולר (מתוכם 1.3 מיליארד דולר בארה"ב). טבע צפויה לקבל אישור לשיווק גירסתה הגנרית מן ה-FDA בעתיד הקרוב.
- באמצע יולי אושרה בוועדה הבריאות, חינוך, עבודה ופנסיה של הסנאט האמריקאי הצעת חוק שנועדה לזרז את כניסתן של תרופות גנריות לשוק מתוך כוונה להוזיל את מחירי התרופות. הצעת החוק מבקשת לבצע שינויים, ו"לסגור חורים" בחוק Hatch-Waxman משנת 1984. לפי החוק, חברה יכולה לבקש מן ה-FDA אישור לשווק תרופה גנרית עוד לפני פקיעת הפטנט על התרופה המקורית תחת הטענה שהפטנט לא תקף או שאינו מופר. החוק מקנה לחברה האתית פרק זמן של 45 יום על מנת להגיש תביעה על הפרת פטנט. במידה ותביעה שכזו הוגשה החוק מונע מן ה-FDA לאשר את הגרסה הגנרית במשך 30 חודשים או עד תום ההתדיינות המשפטית (הקרוב שביניהם).

הצעת החוק מכילה פשרה אשר אומרת כך: העיכוב בן 30 חודש יתייחס רק לפטנטים שהוגשו במהלך תהליך האישור המקורי של התרופה האתית. פטנטים שיוגשו מעבר ל-30 יום אחרי האישור המקורי לגרסה האתית לא יוכלו לעכב את ה-FDA מלאשר תרופות גנריות מתחרות. אם וכאשר החקיקה תושלם היא צפויה לסגור בפני החברות האתיות את האפשרות להאריך שוב ושוב פטנטים רווחיים ולעכב כניסה של מתחרים גנריים. ישנו סיכוי גדול שההצעה תעבור היות והתמיכה בה רחבה לא רק בקרב דמוקרטים כי גם בקרב רפובליקנים.

מצטרפים לתמיכה גם חברות ביטוח וחברות ענק המעסיקות אלפי עובדים, איגודים וקבוצות צרכנים, אשר נאבקות במחירים העולים של התרופות.

התעשייה האתית, אשר באופן טבעי מתנגדת למהלך, נוקבת בטענה כי השינויים שיעשו בחוק יפגעו ביכולתן הלגיטימית של חברות התרופות המקוריות להגן על "זכויות היוצרים" שלהן, יערערו את התמריץ הבסיסי של החברות האתיות לייצר תרופות חדשות ויביאו לירידה במספר התרופות החדשות הנכנסות לשוק.

Trade-Off-הינו בלתי נמנע. כל נסיון להוריד את מחירי התרופות תוך קידום מעמד התעשייה הגנרית תמיד יהיה על חשבון החברות האתיות. שמירה על איזון עדין בין השניים הכרחי שכן פגיעה "עודפת" בתעשייה האתית תיצור בתורה ירידה בפיתוח של תרופות חדשות ובקצב זרימת תרופות חדשות לתוך השוק.

כבר היום אנו עדים לתופעה של פגיעת פטנטים על תרופות ענק של החברות האתיות ומנגד קצב החדירה של תרופות חדשות לשוק נמוך יותר. פגיעה במשאבים של החברות האתיות המופנים לצרכי מחקר ופיתוח של תרופות חדשות עשוי לשנות את דעת הקהל ולעצור את המגמה לקידום התעשייה הגנרית. בינתיים התעשייה נהנית מתמיכתם של המחוקקים, בתי המשפט ושל ה-FDA במקום שהתעשייה האתית סובלת מהם.

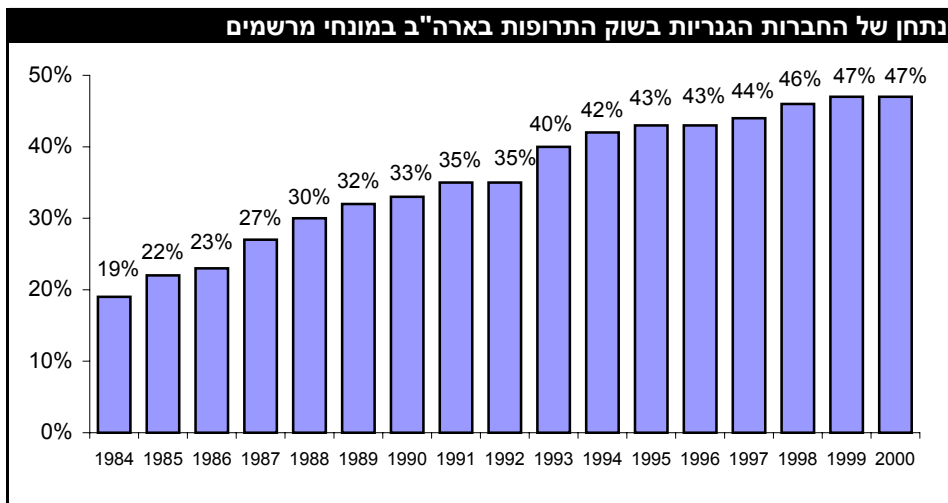
דילול ההכנסות והרווחים של החברות האתיות מציב את התעשייה בפני הצורך להמשיך את תהליך הקונסולידציה בשוק. לאחרונה הודיעה פיזר על רכישת פרמסיה, שנתיים לאחר שרכשה את וורנר-למברט. המיזוג צפוי, ככל הנראה, להאיץ את מגמת הקונסולידציה בשוק מתוך כוונת החברות לנצל סינרגיות ולחסוך בעלויות.

פקיעת פטנטים – מקור חשוב לצמיחה עתידית בתעשייה הגנרית

הזכרנו את המגמה ההולכת וגוברת של פגיעת פטנטים. תופעה זו צפויה גם היא לתרום לצמיחתם של החברות הגנריות וטבע בינהם. בשנת 2003 צפויים לפקוע פטנטים על תרופות בעלות היקף מכירות שנתי חסר תקדים של 18 מיליארד דולר:

היקף מכירות שנתי (במיליארדי \$) של התרופות אשר הפטנטים שלהם פקעו/יפקעו בשנה הרלוונטית				
2003E	2002E	2001	2000	1999
18	10	7	7	4

היום עומד נתח השוק של הגנריות בתעשייה הפרמצבטית בארה"ב על כמעט 50% במונחי מרשמים. בזכות פגיעת פטנטים של תרופות ענק ובעזרת התמיכה הרגולטורית אליה התייחסנו קודם הצפייה היא כי נתח השוק של התעשייה הגנרית בארה"ב יגיע ב-2005 לכמעט 60%.



* מקור: IMS

הצבר של טבע מכיל היום 62 תרופות עם שווי שוק מקורי המוערך במעל-23 מליארד דולר. מתוך 62 התרופות בצנרת ב-19 היתה טבע, כפי הנראה, ראשונה להגיש בקשה תחת Paragraph IV (סיכוי לאקסקלוסיביות של 180 יום בשיווק ממועד האישור הסופי). צבר זה מבטיח שטבע תהיה אחת מהנהנות מן התהליך המואץ של פקיעת הפטנטים.

לסיכום – טבע היתה ונותרה השקעה אטרקטיבית

ענף הפרמצבטיקה עובר תקופה לא קלה. שערוריות חשבונאיות והרעה במצבן של חברות ענק אשר מאבדות מרווחיהן לטובת העתקים גנריים תורמות לסנטימנט השלילי.

לגופו של עניין מצב הפעילות בטבע היה ונשאר איתן ודוחות הרבעון השני ממחישים זאת. בהסתכלות קדימה אנו מאמינים כי טבע תמשיך להציג צמיחה נאה גם בעתיד:

- הנטיה הרגולטורית לטובת התעשייה הגנרית בארה"ב הולכת ומקלה על תנאי העבודה של החברות הגנריות, וטבע בינהן, כך שקצב שחרור התרופות הגנריות לשוק יהיה מהיר יותר.
- התהליך המתגבר של פקיעת פטנטים על תרופות אתיות מזין את צמיחתן של החברות הגנריות. צבר ההזמנות המרשים של טבע מבטיח לה שהיא תהיה אחת מהנהנות הגדולות מתהליך זה.
- הקופקסון ימשיך להיות אחד ממנועי הצמיחה של טבע הן בארה"ב ובעיקר באירופה. כניסתה של סרונו בעזרת פייזר לשוק האמריקאי ללא ספק תוסיף לתחרות בשוק אך לא תפגע במידה ניכרת בצמיחת הקופקסון ובתרומתו לרווחיות הכוללת.
- הגברת הפריסה השיווקית של טבע במדינות השונות באירופה, אם באמצעות מאמצי שיווק פנימיים ואם באמצעות רכישות, צפויה להוביל להגברת הצמיחה הגנרית ביבשת בה פוטנציאל הצמיחה הוא גדול.

כלי העבודה של טבע - תמהיל תרופות מגוון, צבר תרופות מרשים בצנרת יכולת שיווק גבוהה, בשילוב עם תנאי עבודה נוחים של רגולציה אוהדת ופקיעות פטנטים בהיקף גבוה, מאפשרים לחברה להמשיך ולהציג צמיחה מרשימה בעתיד. להערכתנו מחיר המניה בשוק לא משקף נכונה את פוטנציאל הצמיחה של טבע. אי לכך אנו מותרים את המלצת הקניה ונוקבים במחיר יעד של \$78 (מכפיל 25 לרווחי 2003), בהתבסס על היוון תזרימי מזומנים.

דיוג השקעה: קניה חזקה - המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. קניה - המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** - מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** - המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** - מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** - המניה נסחרת בתמחור יתר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה - **רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהממוצע בשוק.** סיכון שוק - **רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק.** נמוך - **הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע בשוק.**

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר גמול סהר שירותי בורסה בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין גמול סהר שירותי בורסה בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוך למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לגמול סהר שירותי בורסה בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עימן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.