

טבע – עדכון רבעוני 2Q20 והעלאת מחיר היעד

תשואת יתר – סיכון גבוה

תוצאות טובות ברבעון ובשורות חיוביות בשוק הביולוגי

תמצית ההמלצה

טבע פרסמה היום את דוחות הרבעון השני של 2020. לאחר שפרצה במהלך הרבעון הראשון, עיקר התפשטות מגיפת הקורונה בעולם המערבי היתה ברבעון השני, ולכן עיקר השפעתה נרשמה ברבעון זה. מבחינת טבע, המשבר הגיע בעתו נוח יחסית. מאז אוקטובר אשתקד החברה נהנתה ממספר התפתחויות חיוביות מהותיות, ששינו את הסנטימנט בעסקיה ובמנייתה. בין היתר, החברה הספיקה בתקופה זו לגבש הסדר בפרשת משככי הכאבים הנרקוטיים (אשר טרם אושר על ידי התובעים, ולכן עדיין מהווה איום לחברה), ביצעה גיוס חוב מוצלח שדחה את עומס הפרעונות שלה ל-2023, השיקה מספר מוצרים מהותיים (שני מוצרי ביוסימילר ומזרק אוטומטי לאג'ובי) ואפילו נראה כי תעשיית הגנריקה, הלחם והחמאה של טבע, נהנית מהמשך התמתנות שחיקת המחירים החריפה שאפינה אותה בשנים האחרונות.

האם כל זה אומר שהצרות של טבע מאחוריה? ממש לא. טבע עדיין עומדת בפני שורת אתגרים לא פשוטים, שימשיכו ללוות אותה גם בשנים הקרובות. בין היתר, בזמן שמשבר משככי הכאבים טרם נפתר, ומעבר לפינה כבר מחכה איום התביעה בשל תאום מחירי הגנריקה. אג'ובי, שהושקה לפני כשנתיים כהבטחה גדולה, מאכזבת בינתיים, והמזרק האוטומטי שהושק ואמור לשפר את מעמדה צריך להוכיח את עצמו מול שני שחקנים חזקים מאוד בשוק. שחיקת מחירי הגנריקה אומנם התמתנה, אולם התעשייה עוברת עדיין אבולוציה שעלולה להחריף מחדש את התחרות. ומעל לכל ממשיך לאיים החוב העצום של החברה, שאומנם צומצם בכ-1.1 מיליארד דולר (נטו) מתחילת השנה, אולם עדיין מדובר בחוב עצום, שעל החברה לפרוע על פני השנים הקרובות.

במבט קדימה, החברה מבצעת מספר מהלכים מבטיחים, כמו הסכם שת"פ חדש לפיתוח ומסחר של 5 מוצרי ביוסימילר בארה"ב, החדרת אג'ובי החדש לשווקים, והצלחה בניסויי שלב III ל-Fasinumab.

בשורה התחתונה, טבע מסכמת מחצית ראשונה טובה מאוד ל-2020. אשרור היעדים ל-2020 גם הוא חיובי מאוד לחברה, וגם אם האיומים עדיין קיימים (והם משמעותיים), נראה כי החברה עושה צעדים מדוידים לשיפור הדרגתי במצבה. לאור כל זאת, אנו נותרים בהמלצת "תשואת יתר" למניית טבע, תוך שימת דגש כי מדובר במנייה תנודתית מאוד, ולכן מדובר בהשקעה בסיכון גבוה מאוד.

מחיר היעד: לאחרונה חלה עליה ברמות המכפילים ששוקי ההון מעניקים לחברות הפארמצבטיקה, על רקע השיפור בסביבה העסקית. לאור זאת, ולאור השיפור בביצועים העסקיים של טבע, אנו מעלים את מחיר היעד ל-15 דולר למניה, כ-27% מעל למחיר לקראת פתיחת המסחר בניו יורק, היום. מחיר יעד זה מתבסס על מודל תמחור לפי מכפיל EV/EBITDA של 9.5x. נציין, כי מכפיל זה נמוך מהממוצע הסקטוריאלי, שעומד על 11.7x, וזאת בשל הערכתנו כי הסיכון והאתגרים עמם מתמודדת טבע מצדיקים עדיין דיסקאונט בתמחור שלה למול הממוצע הענפי.

05.08.2020	מועד עריכה:
05.08.2020	מועד פרסום:
ירון פרידמן	שם האנליסט:
15.0\$	מחיר יעד:
11.8\$	מחיר נוכחי:
תרשואת יתר	המלצה קודמת:
13.8\$	מחיר יעד קודם:
07.05.2020	מועד המלצה קודמת:

נתוני מסחר	
629014	מספר נייר
TEVA	סימול
6.2-13.5\$	טווח מחיר המניה (52 שבועות)
B\$13.2	שווי שוק נוכחי
5.8	מכפיל רווח נקי (4 רבעונים "ע"ב Non GAAP)
0.9	מכפיל הון
82 מ' שקל	מחזור יומי ממוצע (3 ח')
1,418	מדד ת"א 125

תיאור החברה
טבע, חברה גלובלית שבסיסה בישראל, מתמחה בייצור תרופות גנריות ויחודיות וייצור חומרים פעילים לתעשייה הפרמצבטית. לחברה אתרי ייצור, מחקר ושיווק בישראל, ארה"ב ואירופה.

בעלי המניות העיקריים	
21.9%	מוסדיים (סה"כ):
0.4%	בעלי עניין:
77.7%	הון צף



הערה:
כל נתוני הבורסה ושערי החליפין בדו"ח מעודכנים לתאריך 05.08.2020, אלא אם צויין אחרת. ראו הערות וביאורים בסוף הדו"ח

נתונים עיקריים (מיליוני \$, למעט רווח למניה)			
לעומת הרבעון המקביל	2Q20E	הנתונים ע"ב NonGAAP	
0.5%	4,199		הכנסות
-4.0%	970		רווח תפעולי
-3.3%	631		רווח נקי
-3.3%	0.58		רווח למניה
	5.8%		שולי רווח תפעולי
	3.8%		שולי רווח נקי

תוצאות הרבעון השני

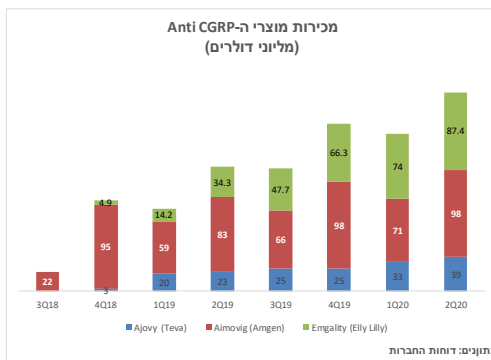
(ההתייחסות הינה לנתונים על בסיס NonGAAP): תוצאות טבע ברבעון השני אומנם הציגו ירידה בהכנסות וברווח הנקי למול הרבעון המקביל, אולם אלו היו טובות מהציפיות המוקדמות בשוק. בתמונה הגדולה, טבע דיווחה על הכנסות של 3.87 מיליארד דולר, ועל רווח נקי של 631 מיליון דולר (55 סנט למניה). בשני הסעיפים מדובר בירידה של כ-7.4% ביחס לרבעון המקביל. עם זאת, בהתייחסות לציפיות בשוק ההון, מדובר בתוצאות מצויינות, שכן הציפיות היו להכנסות של 3.9 מיליארד דולר, ולרווח נקי של 589 מיליון דולר (53 סנט למניה).

הפעילות בצפון אמריקה:

מכירות טבע בטריטוריה זו נשחקו ברבעון בכ-1.2% ל-2.05 מיליארד דולר, אולם הרווח צמח בכ-13.7% ל-573 מיליון דולר. **הפעילות הגנרית:** בחלוקה פנימית, מכירות הגנרית בצפון אמריקה נשחקו ברבעון בכ-2%, ל-923 מיליון דולר, בעיקר בשל ירידה בכמויות המכירה והכנסות מתמלוגים. בצד החיובי, תרמו למכירות הגנרית מכרות טרוקסימה, גרסת הביוסמילר של טבע לריטוקסן, שהושקה בשלהי 2019, וגרסת הגנרית המאושרת של ProAir של טבע עצמה, שנהנתה מביקושים ערים בעקבות מגיפת הקורונה.

טבע נמנעת בשנים האחרונות מלחשוף את שיעור שחיקת המכירים הממוצע בתיק המוצרים הגנריים שלה, וכמוה גם מיילן, המתחרה. חברת הגנרית הגדולה היחידה שנותנת הצעה למגמת המכירים היא סאנדוז, החברה הבת של נוברטיס, ואחת מ-3 השחקניות הגדולות בתחום (לצד טבע ומיילן). על פי סאנדוז, הרבעון השני של 2020 היה הרבעון הטוב ביותר בהיבט זה בשנים האחרונות, עם שחיקה של כ-2% בלבד בתיק המוצרים שלה, בהמשך להאטה בקצב שחיקת המכירים ב-2 הרבעונים הקודמים. אנו מעריכים כי קצב השחיקה של טבע ברבעון היה דומה, ומדובר בבשורה מצויינת לחברה, שכן בשנים האחרונות שחיקת המכירים כבר זינקה לקצב שנתי של 10% ויותר, על רקע תחרות עזה, קונסולידציה בקרב הלקוחות בארה"ב, ולחצים רגולטוריים.

האם ההאטה הניכרת בשחיקת המכירים ברבעונים האחרונים מצביעה על שינוי פרמננטי בתעשייה? לא היינו ממהרים להצביע על כך. שני הרבעונים האחרונים תמכו בחברות הגנרית בשל המשבר הרפואי הגלובלי, ולכן הם אינם מייצגים. עם זאת, אנו סבורים כי במבט לשנים הבאות, גם קצב השחיקה של השנים האחרונות לא יתחדש, כיוון שהוא הפך לנטל על יצרניות התרופות, והפך מוצרים שונים ללא כלכליים. אנו מעריכים, כי קצב השחיקה בשנים הבאות יתייצב סביב הממוצע של השנים "הנורמליות", כלומר סביב 5% בשנה בממוצע.



הפעילות האינובטיבית: תיק המוצרים המקוריים של טבע רשם מגמה מעורבת, עם גידול בולט שני המוצרים הביולוגיים הצעירים: אוסטדו, שכבר מגיעה למכירות של 161 מיליון דולר ברבעון (גידול של 67% ביחס לרבעון המקביל), ואג'ובי. באפריל השיקה טבע את גרסת המזרק האוטומטי לאג'ובי, אשר אמורה להתגבר על החסרון הבולט של המוצר מול שני המתחרים של אלי לילי ושל אמג'ן. לפי שעה, אג'ובי מאכזבת מאז השקתה, כשברבעון השני הסתכמו מכירותיה בכ-39 מיליון דולר בלבד, פחות ממחצית מהמכירות של כל אחת משתי המתחרות.

בשיחת הוועידה הביעה הנהלת טבע בטחון רב בעתידה של התרופה, לאחר השקת הגרסה האוטומטית. על פי נתוני טבע, הגרסה החדשה כבר מכסה כ-40% מסך משתמשי אג'ובי הקיימים, ונתח השוק של אג'ובי מכלל המרשמים החדשים של המוצרים למניעת מיגרנה עומד כבר על 20%, ובחברה צופים הגעה לנתח שוק של 25%-30% כבר בטווח הקרוב. לכך צפויים לתרום, מלבד המזרק האוטומטי, גם העובדה שהמוצר זוכה לשיפוי ביטוחי כבר ב-16 מדינות אירופיות, והגשת המוצר לאישור גם ביפן לאחרונה, כשעם קבלתו צפוי להפתח בפניו שוק של עוד עשרות מיליוני מטופלים פוטנציאליים.

מוצרים מקוריים נוספים שראויים לתשומת לב הם קופקסון, שעדיין מצליח להשיג מכירות של 238 מיליון דולר ברבעון השני, לעומת 274 מיליון דולר ברבעון המקביל. אנחנו צפינו שחיקה חריפה יותר במוצר, ובסך הכל ניתן לומר כי קצב המכירות של המוצר בתנאי התחרות הקיימים הינו בהחלט נתון מרשים מאוד.

מוצר נוסף שראוי להתייחסות הוא ProAir. ברבעון השני הושקה גרסה גנרית למוצר על ידי פריגו, שמצטרף לגרסה גנרית של טבע עצמה, ולתחרות מול ונטולין בגרסה המקורית והגנרית, שמתחרים על אותה התוויה. לפי שעה נתוני המכירות של המוצר המקורי של טבע עדין מרשימים, עם מכירות רבעוניות של 66 מיליון דולר, בדומה לרבעון המקביל. טבע השיקה לאחרונה גרסה של משאף דיגיטלי למוצר, שיאפשר מעקב של החולה והרופא המטפל אחרי השימוש במוצר, וצפוי לסייע לחברה לשמור על נתח שוק ייחודי למוצר זה.

הפעילות באירופה:

מכירות החברה באירופה ברבעון השני הסתכמו בכמיליארד דולר, ירידה של כ-15% ביחס לרבעון המקביל, כשבנטרול השפעות שע"ח מדובר בשחיקה של כ-13%. בטבע מסבירים את השחיקה בהשפעות הקורונה, אשר הביאה להגברת ההצטיידות במלאים ברבעון הראשון כהערכות למגיפה, ולכן ברבעון השני הציג פגיעה במכירות. בהשוואה של המחצית הראשונה כולה (על מנת לנטרל השפעה זו) ניתן לראות יציבות במכירות באירופה, סביב כ-2.4 מיליארד דולר. גורמים שנסופים שהביאו לשחיקה במכירות ברבעון היו ירידה במכירות מוצרי האונקולוגיה וקופקסון, בשל התגברות התחרות הגנרית.

מגמות אלו הביאו לשחיקת הרווחיות באירופה, מ-26.7% ל-24.3%, כשהרווח המגזרי ירד מ-316 ל-244 מיליון דולר.

הפעילות בשאר העולם:

המכירות בשאר העולם ירדו ברבעון השני מ-582 ל-488 מיליון דולר, והרווח ירד מ-136 ל-97 מיליון דולר. הירידה נבעה מירידה במכירות ביפן ובישראל, וכן בירידה הנובעת מהשפעות הקורונה הנובעת מגידול במלאי ברבעון הראשון, כפי שקרה באירופה.

טבע יוצאת מהפעילות הגנרית ביפן

לפני מספר ימים הודיעה טבע על "שינוי האסטרטגיה ביפן", שהוא למעשה יציאה ממרבית הפעילות הגנרית במדינה. טבע נכנסה לשוק היפני לפני מספר שנים, בשיתוף עם טקאדה, כשהכוונה היתה לנצל את התיק הגנרי הרחב של טבע ואת הכוח של טקאדה במדינה, בעלת האוכלוסייה המבוגרת ביותר בעולם המפותח. בפועל, בשל מאפייני השוק היפני, המיזם המשותף לא הצליח להתרומם ולעמוד בציפיות המוקדמות.

במסגרת ההתייעלות המתמדת של טבע הוחלט לאחרונה בחברה למכור את מרבית התיק הגנרי ביפן לחברת Nichi-Iko היפנית, ותותר בידי המיזם המשותף עם טקאדה רק מספר מצומצם של מוצרים גנריים מורכבים ומוצרים מקוריים. כתוצאה מכך טבע רשמה ברבעון הפרשה לירידת ערך בסך של 261 מיליון דולר ברבעון השני.

המצב הפיננסי – משתפר בהדרגה

נושא נוסף שמעיד מאוד על טבע בשנים האחרונות הוא החשש מפני החוב העצום שנטלה על עצמה בעבר, במסגרת עסקת אקטיביס ג'ניקס. טבע ממשיכה לפעול לצמצום החוב, אשר בסוף הרבעון השני עמד על כ-23.8 מיליארד דולר נטו, לאחר פרעון של 1.1 מיליארד דולר מתחילת השנה, ולעומת כ-25 מיליארד דולר בסוף 2019, ולעומת כ-35 מיליארד דולר נטו בסוף 2016. ברבעון השני המשיכה החברה לייצר מזומנים, עם תזרים חופשי של 582 מיליון דולר.

נכון לסוף הרבעון, לטבע יחס חוב ל-EBITDA של 4.9x, לעומת 5.7x בתום הרבעון המקביל. על פי הקובצנטים המעודכנים שלה, טבע מוגבלת ליחס חוב ל-EBITDA של 6x במחצית הראשונה של 2020, ושל 5.75x במחצית השנייה שלה, כך שלפי שעה ניתן לומר כי חל שיפור משמעותי במצבה הפיננסי וביכולת העמידה שלה באמות המידה הפיננסיות שנקבעו עם המממנים שלה.

היום חזרה הנהלת טבע על יעדיה, הכוללים יחס חוב ל-EBITDA של 3x בלבד בשנת 2023.

טבע שוב מאשררת את יעדיה ל-2020

מלבד התוצאות הטובות לרבעון, הנהלת טבע אישררה שוב את יעדיה לשנת 2020 בהתאם ליעדים שהציגה עם פרסום דוחות 2019, בחודש פברואר האחרון, ועליהם חזרה במאי, עם פרסום דוחות הרבעון הראשון של 2020. נציין, כי יעדים אלו הוצגו לראשונה כשמגפת הקורונה כבר התפשטה בסין, אולם בעולם היא עדיין היתה בחיתוליה, ומאז החברה מאשררת אותם כבר פעמיים, כלומר להערכת הנהלה לא צפויה פגיעה עקב המשבר הבריאותי והכלכלי שבא בעקבותיו. מזכיר, כי לאחר שנים של שחיקה בתוצאות, הנהלת טבע צופה, כי ב-2020 תירשם יציבות עם נטייה לשיפור בתוצאות העסקיות, לצד המשך הירידה בחוב.

מזכיר, כי טבע צופה השנה מכירות של 16.6-17 מיליארד דולר, לעומת 16.9 מיליארד דולר אשתקד, ל-EBITDA של 4.5-4.9 מיליארד דולר (4.7 מיליארד דולר אשתקד), לרווח נקי (NonGAAP) של 2.3-2.55 דולר למניה (2.4 דולר אשתקד) ולתזרים מזומנים חופשי של 1.8-2.2 מיליארד דולר (2.2 מיליארד דולר אשתקד).

התקדמות בפעילות הביולוגית

בצמוד לדוחות הרבעוניים, פרסמה טבע שתי הודעות חשובות במישור הביולוגי, העתיד של עולם הפארמצבטיקה.

הצלחה בניסוי שלב III ל-Fasinumab

טבע הודיעה היום כי ניסויי השלב השלישי ב-Fasinumab, מוצר ביולוגי לטיפול בכאב, שמיועד להחליף שימוש באופיואידים. על פי הודעת החברה, 2 מהניסויים במוצר במינון 1 מ"ג הצליחו להשיג את יעדם, עם הפחתה משמעותית בכאב, ועם פרופיל בטיחותי טוב יותר במינון הנוכחי מאשר במינונים הגדולים יותר, שבעבר התגלו בהם בעיות בטיחות. אומנם התמונה המלאה עדיין לא ברורה, ובטבע מציינים כי חלק מהמטופלים חלה עליה בצורך לביצוע ניתוחי החלפת מפרק הברך, אולם לפי שעה לא ניתן לקשור או לשלול קשר בין הצורך הזה לבין השימוש בתרופה.

ה-Fasinumab מהווה מוצר חשוב בתיק האינבטיבי העתידי של טבע, אולם בשל אי הודאות סביב התוצאות הסופיות של מכלול הניסויים במוצרים אנו לא כוללים אותו בשלב זה בתחזיתנו לפעילות החברה.

שת"פ בתחום הביוסיםילר

הודעה נוספת של טבע הינה שת"פ עליו חתמה עם חברת Alvotech. על פי ההסכם, שתי החברות יפעלו למסחור של 5 מוצרי ביוסיםילר ש-Alvotech פיתחה בשוק האמריקאי. לפי שעה טבע לא מוסרת פרטים נוספים, ובעיקר לא את זהות המוצרים ועיתוי הכניסה, אולם היא ציינה שמדובר במוצרים בתחומים שונים, עם מכירות מקור מצטברות של כ-35 מיליארד דולר בשנה, כך שמדובר ככל הנראה במוצרים מהותיים מאוד.

נזכיר, כי בחודשים האחרונים השיקה טבע שני מוצרי ביוסיםילר מהותיים – גרסאות לריטוקסן ולהרצפטין, בארה"ב. מוצרים אלו, בשילוב עם 5 המוצרים הנוספים שיושקו בעתיד אמורים להעניק לטבע פתרון להעדרות שלה עד לא מכבר משוק הביוסיםילר, שנחשב לעתיד של עולם הפארמה בשנים הבאות.

החזית המשפטית

משפט האופיאידים

הסוגיה שהעיבה על טבע מאוד בשנים האחרונות היתה פרשת האופיאידים – תביעה שהוגשה כנגד שורת חברות פרמצבטיקה בארה"ב, שטבע היא אחת הבולטות שבהן, בשל הנזק שמיוחס להן במשבר משככי הכאבים הנרקוטיים, ששימוש לרעה בהם הביא למותם של עשרות אלפי אמריקאים בכל אחת מהשנים בעשור האחרון.

נזכיר בקצרה, כי באוקטובר 2019 דיווחה טבע על הסדר פשרה שנחתם מול 4 תובעים מדינתיים, לפיו התביעות נגדה תסולקנה, בתמורה לתשלום פיצויים בגובה 270 מיליון דולר במזומן ומתן תרופות בשווי מצרפי של 23 מיליארד דולר, בהסדר שייפרס על פני 10 שנים. בפועל, העלות של ההסדר, אם יאושר על ידי כל 2,900 התובעים כנגד החברה, תהיה להערכתנו סביב 3 מיליארד דולר לטבע על פני עשור.

בתחילת השנה הנוכחית הצפי היה להתקדמות משמעותית לקראת סגירת הפרשה לקראת אמצע מארס, מועד תחילת המשפט הבא בפרשה, הפעם במדינת ניו יורק. מגיפת הקורונה עצרה את המערכת המשפטית, ופתיחת המשפט מתעכבת – ועמה גם ההתקדמות בפרשה.

בתשובה לשאלות בנושא, מסר היום מנכ"ל החברה, קאר שולץ, כי טבע עובדת עדיין על יצירת מסגרת עם התובעים השונים, אולם לפי שעה ישנם עיכובים בשל הקורונה, הן בגלל הסגרים במדינות השונות, והן בשל הדחיה בפתיחת המשפט בניו יורק. שולץ מקווה לסגור את הפרשה בקרוב, אבל בשלב זה לא ניתן לדעת מתי תחול התקדמות בנושא. **אנו עודנו סבורים, כי בסופו של דבר הפרשה תיסגר בהתאם למתווה שהוצג (עם אפשרות לחריגות מסוימות בהיקף התשלום או בחלוקה בין תשלום במזומן ובמוצרים), אולם האוירה כיום בארה"ב פחות עויינת את חברות הפארמה בשל משבר הקורונה, ולכן יש סיכויים טובים לפשרה טובה יחסית מבחינת טבע בסופו של דבר.**

פרשת תאום המחירים

גם סוגיה זו צפויה להעיב על טבע בטווח הנראה לעין. נזכיר בקצרה כי טבע היא אחת השחקניות המרכזיות בפרשה, בה נטען כי חברות הפארמה הגדולות בארה"ב חילקו בין לבין עצמן את השוק הגנרי האמריקאי, ותאמו מחירים ונתחי שוק. טבע, כמו יתר המתחרות, מכחישה מכל וככל את ההאשמות. בעבר דווח כי טבע מנהלת מו"מ עם משרד המשפטים האמריקאי לקראת פשרה בנושא, אולם בהמשך דווח כי החברה נטשה את הדיונים. בשלב זה לא ניתן להעריך האם, מתי ובאילו אישומים תואשם לבסוף החברה, אם בכלל.

בהקשר זה נציין כי תרו, שגם היא נמצאה תחת חקירה דומה, התפשרה לאחורונה עם משרד המשפטים האמריקאי ותשלם קנס של 206 מיליון דולר ופיצויים אזרחיים של 213 מיליון דולר נוספים ליישוב הפרשה. לא ניתן להשליך מהפשרה של תרו לגבי טבע אולם אנו, בדומה להערכות הנפוצות בשוק, מעריכים כי מדובר באיום בסדר גודל כלכלי של כמיליארד דולר, אולם בשלב זה קשה לדעת כיצד ובעיקר מתי תבוא פרשה זו אל קיצה.

1. פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: ירון פרידמן

מס'/סוג הרשיון: רשיון ליעוץ בהשקעות שמספרו 6926

כתובת: בנק הפועלים בע"מ, אלנבי 126 תל אביב.

השכלה: תואר ראשון BA במנהל עסקים, המסלול האקדמי של המכללה למנהל.

תואר שני MA במשפטים, אוניברסיטת בר אילן.

ניסיון: 2005-2000 - "גלובס", כתב הבורסה.

2005 ואילך - בנק הפועלים, יחידת המחקר.

התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:

בנק הפועלים בע"מ

שד' רוטשילד 50 תל אביב

טל' 5673333 (מרכזיה)

2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה:

אין לעורך האנליזה ו/או לפני משפחתו (כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשוק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995) ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום עבודת האנליזה.

3. הערות לאנליזה:

3.1 סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **קנייה ספקולטיבית לטווח ארוך** - מנייה של חברה המצויה בשלב מוקדם של חייה העסקיים, ואשר להערכתנו צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק, בטווח של **מעבר ל- 12 חודשים** וברמת סיכון גבוהה במיוחד.

3.2 דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** - להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה נמוך מסיכון השוק.

3.3 הערות ובאורים לגבי הדוח:

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים. כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני ש"ח, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא בש"ח; כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני \$, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא ב-\$. מכפיל הרווח בטבלה זו הינו מכפיל רווח (P/E) הנגזר מרווחיות החברה בארבעת הרבעונים המדווחים האחרונים ומחיר המניה כיום. מכפיל רווח 4 רבעונים - מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים המדווחים האחרונים. רווח מתוקן - הרווח המדווח, בניטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העיסוקית השוטפת של החברה. מכפיל רווח מתוקן - מכפיל רווח המחושב תוך שימוש ברווח המתוקן. מחזור יומי ממוצע - מחושב על סמך הממוצע ב-3 החודשים האחרונים; לגבי חברות הנסחרות בבורסה בת"א הוא מוצג במיליוני ש"ח; לגבי חברות הנסחרות בארה"ב ובאירופה הוא מוצג במספר מניות. טווח מחירי המניה - המחיר הגבוה והנמוך ביותר של המניה ב-52 השבועות האחרונים (מתואם לספליטים וכו').

4. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

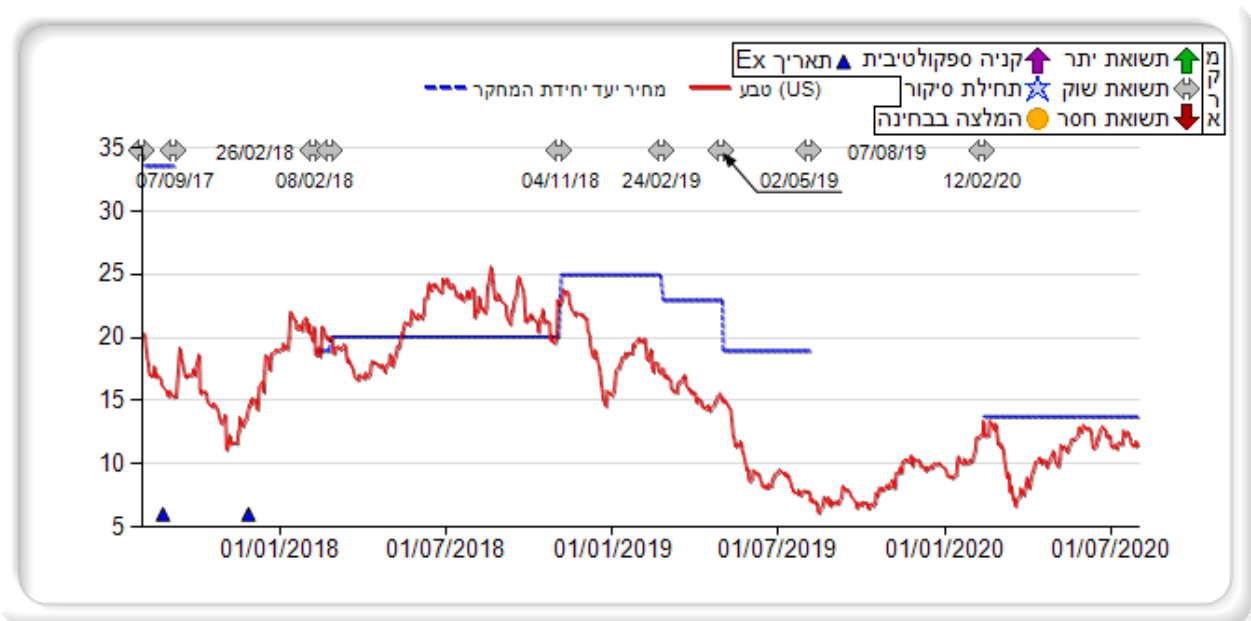
- שיטת מכפיל EV/EBITDA.

5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- מצבת חוב כבדה וחשש מפני העדר יכולת לפרוע אותה בטווח הבינוני והארוך.

- סיכונים משפטיים, ובראשם תביעות כנגד החברה בפרשת האופיאידים ובפרשת תאום מחירי הגנריקה, פקיעת פטנטים המגנים על מוצרי החברה, ותביעות משפטיות של חברות בנוגע להשקת גרסאות גנריות לתרופות מקור המשווקות על ידן.
- תחרות חריפה ודינמיקה שלילית בשוק התרופות שתתבטא בשחיקת מחירי התרופות.
- תחרות לתרופות מקור שהזכויות עליהן נמצאות בבעלותה.
- קשיים בהשקת מוצרים חדשים.
- חוסר הצלחה בניסויים ו/או בקבלת רישוי למוצרים הנמצאים בפיתוח.
- רגולציה בתחומים שונים, לרבות ברישוי של תרופות חדשות וגנריות, רפורמות בתחומי הבריאות בשוקי היעד ועוד.
- שינויים בשערי חליפין.

6. גרף מניית טבע ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
(מחירי היעד מתוקנים היסטורית בעקבות אירועי חברה ו/או דיבידנדים)



7. גילוי מטעם בנק הפועלים בע"מ ("הבנק")

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רשיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק הפועלים פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968. פטור זה ניתן לבנק הפועלים משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק הפועלים, מורכבת מהפרדה אירגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רשיון המכין את עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

8. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו ככוננים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים,

שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.

9. הצהרת האנליסט:

אני, ירון פרידמן, בעל רשיון יעוץ שמספרו 6926, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיים על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.
ירון פרידמן