



תוצאות Q2/10 מספקות רוח גבית בטווח הקצר אך השאלה המהותית היא חוסנו של הקופקסון לאיומים

טבע

עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

נתונים עיקריים

המלצה	ת. יתר
מחיר יעד (\$)	\$62.0
מחיר מניה (\$)	\$50.1
שווי שוק (\$ B)	44.7
גבוה 12 ח' (\$)	64.9
נמוך 12 ח' (\$)	48.6
שינוי 12 חודשים	4.8%
שינוי ת"א 12 ח'	22.1%
מחזור יומי (מ' ש)	86.8
P/E 2010E	11.6
המלצה קודמת	ת. יתר
מחיר יעד קודם	\$62.0

אנו מעודדים מתוצאות טבע שדיווחה מכירות של \$3.8 מיליארד (בהתאם לתחזיות), אך עקפה בשורת הרווח עם EPS של \$1.08 (מול צפי ל-\$1.03). אנו נשארים עם המלצת תשואת יתר עם מחיר יעד \$62.

	2Q10A	1Q10A	2Q09A	2009A	
מכירות	3,800	3,650	3,400	13,899	
שינוי Y/Y	11.8%	7.4%	20.4%	25.3%	
רווח גולמי מתואם	2,133	2,133	1,837	6,120	
רווחיות גולמית מתואמת	59.2%	58.4%	58.5%	44.0%	
רווח תפעולי מתואם	1,209	1,002	981	2,848	
רווחיות תפעולית מתואמת	31.8%	27.5%	28.9%	20.5%	
רווח נקי מתואם	981	839	764	3,029	
מרווח נקי מתואם	25.8%	23.0%	22.5%	21.8%	
Non-GAAP EPS	1.08	0.91	0.81	3.32	

שורה עליונה פושרת. ההכנסות לרבעון הנוכחי הושפעו לחיוב מעליית מחירי הקופקסון, ושיקפו עליה של 13% Y/Y במכירות (ארה"ב חזקה, אירופה חלשה יותר). בהמשך למגמה, סה"כ המכירות בארה"ב צמחו 17% Y/Y, יותר מאירופה ושאר העולם. התפלגות המכירות לפי גיאוגרפיה נשארה כמעט ללא שינוי; ארה"ב 65%, אירופה 21%, שאר העולם 14%.

בצד הקופקסון, So Far So Good. הקופקסון הציג מכירות של \$773 מ' ברבעון הנוכחי, צמיחה של 13% בהשוואה לרבעון שני של 2009. בהתאם להנחיות החברה, מכירות באירופה (\$243 מ') היו ללא שינוי Y/Y, אך נחלשו ביחס לרבעון הקודם. זאת עקב התפלגות מכירות לא שווה באירופה על פני השנה, כאמור בצפי.

מוצרי נשימה ו-API משתפרים. תחום המשאפים עשה קפיצה משמעותית ברבעון עם מכירות של \$221 מ' לעומת \$189 מ' אשתקד (עליה שנתית של 17%). נראה כי שחיקת נתח השוק נעצרה ואנו צופים להמשך שיפור המגמה. מכירות API עלו ל-\$163 מ', צמיחה של 21% ביחס לשנה שעברה. אנו מזכירים כי קיים פוטנציאל תפעולי ניכר במגזר זה, עם איחוד פעילות רציופארם.

אזילקט ומוצרי בריאות האישה דורכים במקום. האזילקט מציג מכירות של \$70 מ' ברבעון הנוכחי, צמיחה של 29% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. מעט מאכזב ביחס ל-1Q10 שבו צמחו המכירות ב-40%, לשם השוואה). מוצרי בריאות האישה כמעט ולא השתפרו בהשוואה לרבעון החולף, וגם שם לחצי התחרות עדיין ניכרים. מוצרי האישה הציגו צמיחה אנמית של 3% בלבד ברבעון הנוכחי (בהמשך לרבעון הקודם).

כרגיל, תזרים חזק ברבעון. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה ממשיך להפתיע לטובה. החברה מציגה ברבעון הנוכחי תזרים של \$954 מ'. לתזרים והרווחיות הגבוהים תרם רווח גולמי גבוה (59.2%) וקיטון ניכר בהוצאות מכירה ושיווק (בין השאר סיום הסכם התמלוגים עם Sanofi).

לסיכום, התוצאות מספקות רוח גבית בטווח הקצר אך מובן שחוסנו של הקופקסון לאיומים הגנריים והאוראליים נשארת השאלה המהותית בשלב זה. כאמור, להערכתנו הדרך לגררציה של הקופקסון עדיין ארוכה.





כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי

רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il	נאור אל חי 03-5653552 neor@clal-fin.co.il	משה בן אסאייג מנהל חדר מסחר 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	אסף קרפה 03-7611985 asafk@clal-fin.co.il	מעוז הראל 03-7611913 maozh@clal-fin.co.il	לי ברט טלמור 03-6251080 leeb@clal-fin.co.il
---	--	--	---	---	--	---	--

אג"ח

בני סימון 03-7611988 benis@clal-fin.co.il	אסף לוינסון 03-7613702 traasaf@clal-fin.co.il	דרור וסרמן 03-7611905 drorw@clal-fin.co.il	גל בר 03-5653548 galba@clal-fin.co.il
---	---	--	---

דסק בינלאומי

סער גולן 03-7611987 saarg@clal-fin.co.il	אבי ויינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il	אלה מוריס 03-5653540 ellam@clal-fin.co.il	אלירן אליהו 03-5653646 eliran@clal-fin.co.il	מריסה בנדר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il
--	--	---	---	--

אג"ח בינלאומי

יסכה ארז 03-6251024 yisca@clal-fin.co.il	גיא מגן 03-5652565 guyma@clal-fin.co.il
--	---

מחקר

יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 yualb@clal-fin.co.il	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 tsahiav@clal-fin.co.il	ירון זר אנרגיה 03-5652546 yaronze@clal-fin.co.il	יונתן קרייזמן כימיה, פרמצבטיקה 03-6274883 jonathank@clal-fin.co.il	נדב אופיר אג"ח חו"ל 03-6251039 nadavo@clal-fin.co.il
---	---	---	---	--

נגזרים

צחי סוקול 03-7616450 tzahis@clal-fin.co.il	טיראן מאיר 03-5653560 tiranm@clal-fin.co.il	נדב קליק 03-7611990 nadavk@clal-fin.co.il	בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il	איתי סאבך 03-7613732 etisa@clal-fin.co.il
---	--	--	---	---

מנהלה

סימה דקל 03-5653557 simade@clal-fin.co.il	יעל זומר 03-7613654 yaelzo@clal-fin.co.il
--	--

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

יובל בן זאב
ת.ז. 024181976
רישיון משווק השקעות מספר 5380
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלת עסקים, אוניברסיטת תל אביב; בוגר (BA) בכללה וניהול, אוניברסיטת תל אביב.
ניסיון - תפקידי מחקר ואנליזה בשנים 1995-היום (15 השנים האחרונות) בחברות הבאות: כלכל פיננסים בטוחה ניהול השקעות, לידר ושות' בית השקעות, דן טהורי יעוץ כלכלי, ברייטמן שרותי ניהול.

יונתן קרייזמן
ת.ז. 037276284
רישיון יועץ השקעות ואנליסט מטעם הרשות לניירות ערך האמריקאית.
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - בוגר (MBA) במנהל עסקים ומימון, הקריה האקדמית; בוגר (BA) במנהל עסקים וחשבונאות, הקריה האקדמית.
ניסיון - אנליסט בכלכל פיננסים ברוקראז', אנליסט באוסקר גרוס (2006-2010).

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:
כלכל פיננסים ניהול השקעות בע"מ
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
טלפון: 03 5653557

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.
אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

1. סולם המלצות

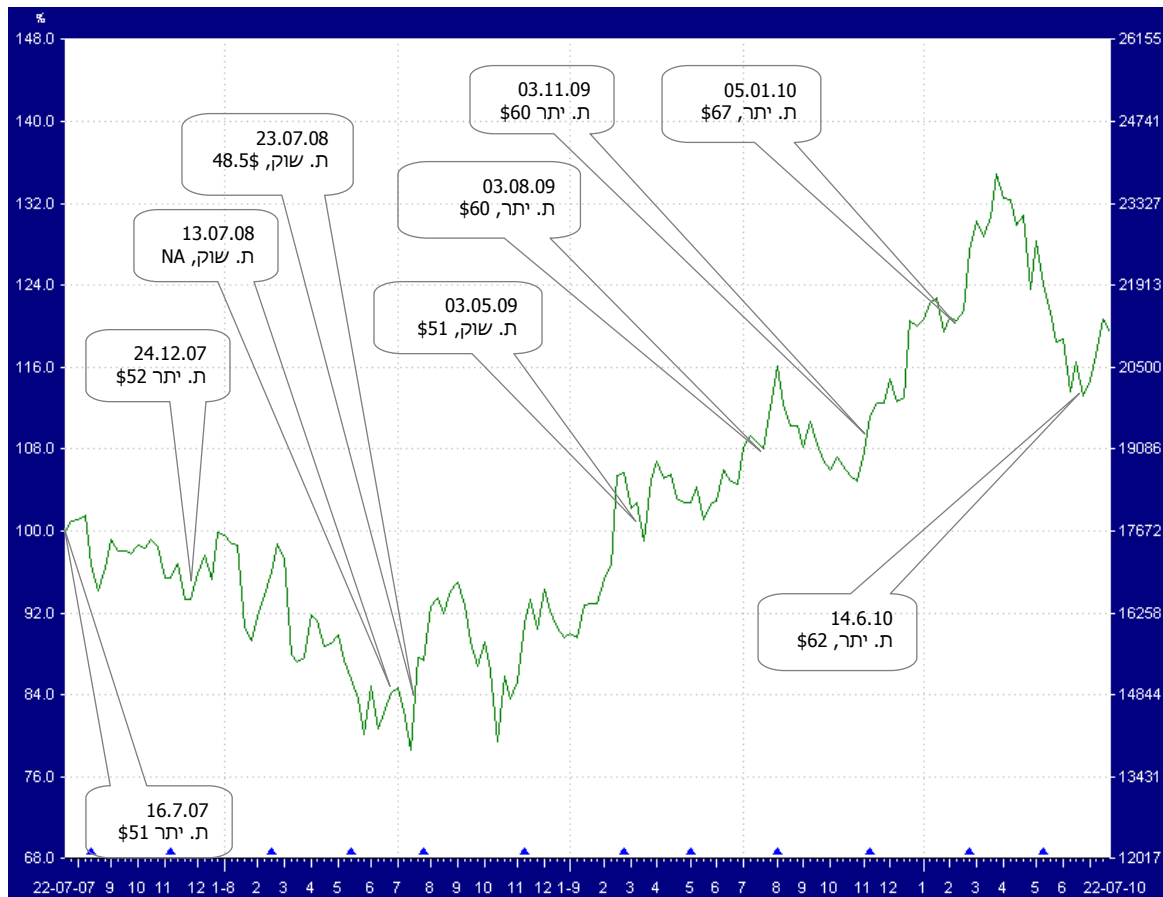
- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
 - **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
2. גישת הערכת טבע וקביעת מחיר היעד בוצעה בגישת מכפיל הרווח תוך השוואה למניות אחרות בסקטור.



3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- התגברות התחרות בתחום הטרשת הנפוצה, בין אם באמצעות כניסת תרופות אוראליות לשוק החל מ- 2012 וכלה באיום גנרי על הקופקסון.
- התפתחות המכירות של האזילקט עלולה להיות נמוכה מהצפי ותלויה במידה רבה בשינוי ההתוויה הצפוי להתקבל במהלך 2010.
- חשיפה לשינויים בסביבה הרגולטורית.
- המשך תקיפת פטנטים עפ"י סעיף 4 ו/או הגשת גרסה גנרית ראשונה (FTF) ושמירה על פוטנציאל הכנסות רווח גבוה מפעילות גנרית.
- גנריקה מאושרת ואסטרטגיות של חברות התרופות האתיות למניעת תחרות גנרית.
- אסטרטגיית החברה להשקה גנרית בסיכון עלולה לחשוף את טבע לתשלומי פיצויים מוגדלים לחברות אתיות אם ביה"מ יחליט שהפטנט של התרופה האתית תקף.
- התפתחויות ברפורמת הבריאות בארה"ב עלולה לבטל את פוטנציאל הצמיחה בתחום הביוגנריקה, מנוע צמיחה משמעותי לטבע בעשור הבא.

4. גרף מניית טבע בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניה מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית.
 ** עד לתאריך 01.01.10 סיקרו את החברה האנליסטים יובל בן זאב וגל ריטר. מ 1.1.10 ועד 15.7.10 סיקר את החבר האנליסט יובל בן-זאב.

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 37, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, יובל בן זאב, בעל רישיון מספר 5380, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

אני, יונתן קרייזמן, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יובל בן זאב
יונתן קרייזמן

ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה בסוג מסוים של ניירות ערך של טבע.
2. מועד פרסום האנליזה - דוח זה פורסם ביום ג', 27.07.10 לאחר דוחות רבעון 2/10.

ו. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל עניין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.