

# טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ

## הערכת שווי בלתי תלויה

TEVA AS OFF 13/4/2009

Symbol	TEVA
Market Price	45.0
Mean Target Price	54.0
EPS (ttm):	0.78
Market Cap	40.0 B

### Our Valuation

Fair Market Cap	50 B
Fair Market Price	56
Upside	25%

בוצע ע"י דוד סולומון

14.4.2009

הניתוח הכלול בדוח זה נועד למטרות מידע כללי בלבד, ובשום פנים ואופן אין לראות בו המלצה או יעוץ לרכישה ו/או ביצוע פעילות כל שהיא בניירות הערך או/ו בנכסים הפיננסיים והאחרים המתוארים בדוח זה. הניתוח המוצג מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ועל מידע אחר לרבות מידע שפורסם ע"י החברה מבלי שהמעריך ביצע כל פעילות לבחינת מהימנות המידע. דוח זה אינו מהווה בשום צורה ואופן תחליף לייעוץ השקעות.

חברת DS Solomon Holdings, בעליה, מניותיה ועובדיה לא יהיו אחריים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בדוח זה, אם יגרמו וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחריים להימנות המידע המפורט בדוח זה



## פרטים על המעריך

הערכה בוצעה ע"י חברת DS SOLOMON HOLDINGS החברה שהוקמה לפני כ- 15 שנה, מתמחה בפיתוח עסקים, תכנון עיסקי, הערכות שווי והערכות אסטרטגיות לחברות צומחות.

### המעריך דוד סולומון

מומחה בתחום פיתוח והערכת עסקים, בין החברות והארגונים שנעזרו בשירותיו ניתן למנות את: בנק לאומי, בנק דיסקונט, IBM, סאיטקס, רפ"ק, אורפ"ק, אלת"א, דור אנרגיה, שומרת הזרע, Qualcomm, Switch Communication, Cadent ועוד רבים. משמש כמנכ"ל חברת ציבורית הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. לשעבר מנהל היחידה לכלכלת התיעוש בחברת סאיטקס, משמש כמרצה בתחום מנהל עסקים, משמש כמרכז אקדמי ומרצה בפורומים למנהלים בכירים בתחום "הערכת שווי חברות צומחות" ומחבר הספרים: "מהון סיכון להנפקה ציבורית", "תכנון עיסקי לאחר עידן הבועה" ו"ביומדיקל – ממחקר למוצר מנצח, האתגר הניהולי".



## Business Fair Market Value

**אנו מעריכים כי שווי השוק ההוגן של החברה - [ Fair Market Value ] הינו : 50 מיליארדי דולר, כ- 25% מעבר לשווי השוק [ Market Cap ] הנוכחי שעמד בתאריך ה 14.4.2009 על כ- 40 מיליארדי דולר. מחיר היעד למניה המשקף שווי הוגן הינו לערכינו 56 דולר**

חברת טבע תמשיך להפתיע לטובה גם בעתיד, החברה תמשיך לחזק את כוחה ולשפר את מיצובה בשוק הגנרי והאתי גם יחד. החברה הצליחה לשלב אסטרטגיות צמיחה הנשענות על שני מנועי צמיחה עיקריים משתלבים יחד באופן הרמוני והם:

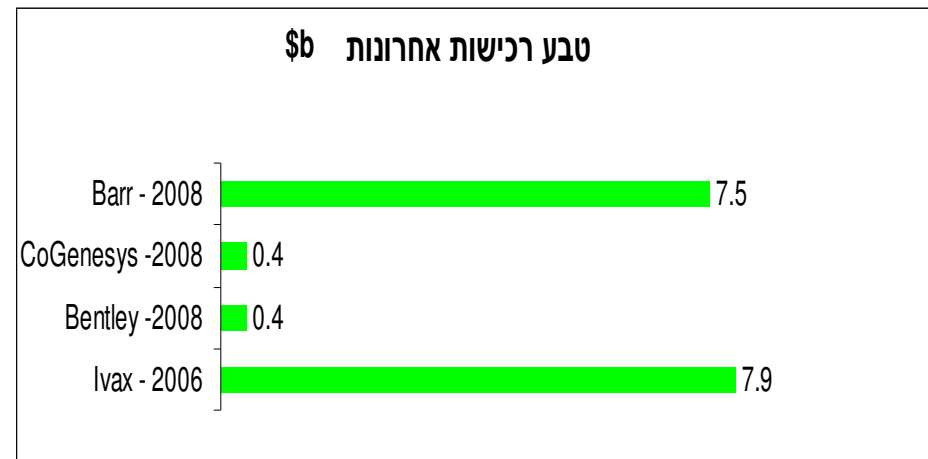
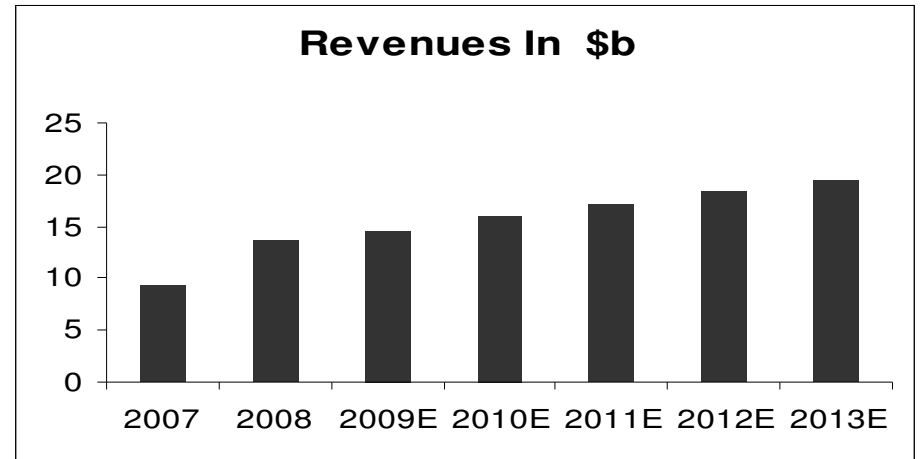
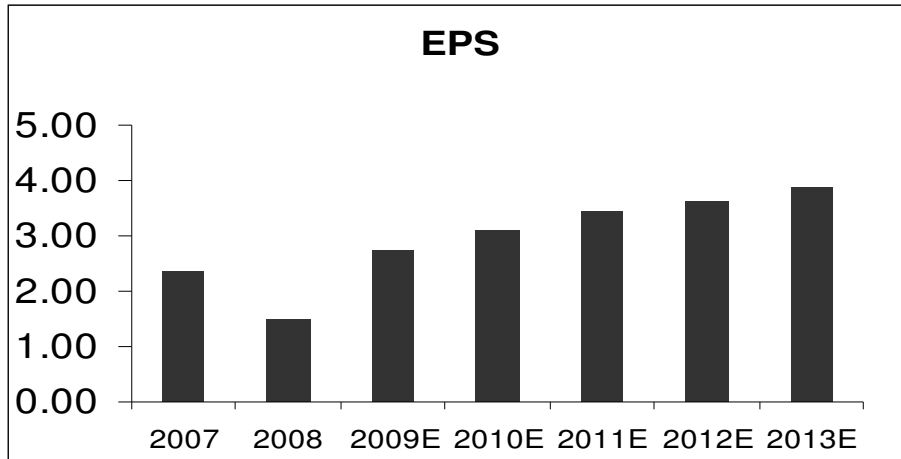
1. צמיחה כתוצאה ממיזוגים אופקיים אשר מגדילים מהותית את סל המוצרים ומשפרים את התשואה למשקיעים.
2. צמיחה אורגנית כתוצאה מהשקעה מושכלת בפיתוח מולקולות לשווקים אטרקטיביים והובלת תחום השקת מוצרים גנריים בעלי משמעות.

להערכתנו מנועי צמיחה אלו ימשיכו להניב תוצאות טובות בעתיד, בשנת 2009 נראה צמיחה משמעותית במכירות הקופקסון [ מחזור העולה על 2.8 מיליארדי \$]. סה"כ המכירות הסתכמו בכ- 14.5 מיליארדי דולר שיניבו רווח נקי של כ-2.5 מיליארדי דולר, כ- 2.7 דולר למניה [ במונחי GAAP]. גם בהנחה כי לא יתרחשו רכישות ומזוגים נוספים אנו מעריכים כי מכירות החברה בשנת 2013 יגיעו לכ- 20 מיליארדי דולר, הרווח הנקי יצמח לכ- 3.5 מיליארדי דולר והרווח למניה יעלה על 3.8 דולר במונחי GAAP.



# Solomon Holdings

Business Valuation Services





## The Business

טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ היא חברה ישראלית גלובלית המתמחה בייצור תכשירים רפואיים. בישראל, בה נוסדה ובה גם ממוקם מטה החברה, החברה מובילה בכל הקשור לייצור, מכירה והפצה של מוצרי פרמצבטיקה. לטבע מרכזי ייצור ושיווק בצפון אמריקה ובאירופה. טבע פועלת בתעשייה הרפואית כבר למעלה ממאה שנה, שבמהלכן צברה ניסיון ומוניטין בינלאומיים וביססה את מעמדה העולמי המוביל. טבע פועלת בעולם הן באופן עצמאי והן באמצעות רשת חברות-בנות.

### לקבוצה 2 תחומי פעילות:

○ **תחום גנרי** - ייצור ושיווק מגוון רחב של תרופות גנריות, בתחום זה טבע הינה החברה המובילה בעולם המייצרת כ- 380 תרופות ובעלת נתח שוק של כ- 24% בארה"ב. סה"כ המכירות של התרופות הגנריות הסתכמו בשנת 2008 בכ- 8 מיליארדי דולר [לפני המיזוג עם חברת Barr], גידול של 18% ביחס לשנת 2007.

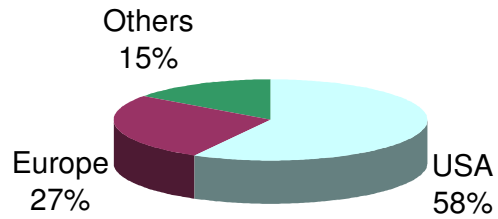
○ **תחום אתי** - פיתוח ושיווק תרופות אתיות, תחום חדש יחסית בשלב זה התרופה המובילה הינה תרופת קופקסון שהינו מוצר ייחודי לטיפול בטרשת נפוצה. מכירות הקופקסון צמחו בשנים בקצב ממוצע שנתי של כ- 24% והסתכמו בכ- 2.3 מיליארדי דולר בשנת 2008. תרופה נוספת המשווקת ע"י טבע הינה Azilect, התכשיר החדש הראשון לטיפול במחלת פרקינסון אשר הושק בשנים האחרונות, מכירות בשנת 2008 הסתכמו בכ- 153 מיליוני דולר, המהווים צמיחה של כ- 45% ביחס לשנה הקודמת. לטבע מספר מולקולות הנמצאות בשלבי פיתוח מתקדמים.



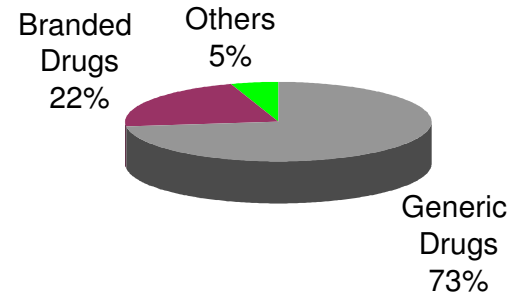
# Solomon Holdings

Business Valuation Services

## התפלגות מכירות גאוגרפית 2008



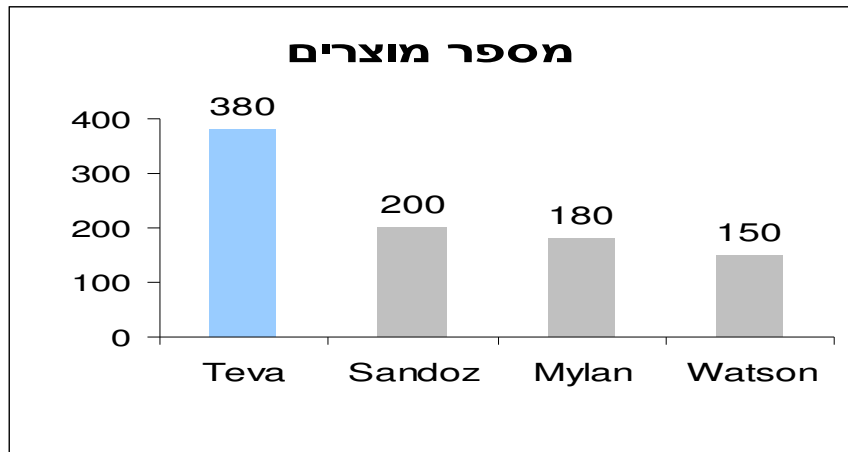
## התפלגות מכירות למוצרים 2008





## The Market & Competition

היקף שוק התרופות הגנריות העולמי לשנת 2009 נאמד בכ- 85 - 90 מיליארדי דולר והוא צפוי לצמוח לכ- 120 מיליארדי דולר בשנת 2012. השוק נמצא במגמת צמיחה עקב שני מנגנוני צמיחה מהותיים, הראשון הינו מתפוגתם של פטנטים המגנים על תרופות אתיות, היקף התרופות שיאבדו את הגנת הפטנט במהלך השנים 2010-2015 נאמד בכ- 235 מיליארדי דולר. השני הינה העובדה כי שוק מערכות הבריאות סובל ממצוקות תקציביות "כרוניות" ההולכות וגוברות. אשר יתחזקו בשנים 2009-2010 עקב המשבר הכלכלי הגלובלי אותו אנו חווים. במציאות זו נוצרת הזדמנות לשיפור נתח שוק של תרופות גנריות על חשבון תרופות אתיות.



כאמור טבע הינה החברה גנרית הגדולה בעולם, נתח השוק שלה בארה"ב עולה על 24%, בעוד שהמתחרה השנייה בגודלה חברת MYLAN עומד על כ- 12%. לטבע Pipeline של כ- 380 מוצרים בעוד שלמתחרות Mylan ו- Sandoz [מקבוצת נוברטיס] כ- 200 מוצרים לכל אחת ולחברת Watson כ- 150 מוצרים.

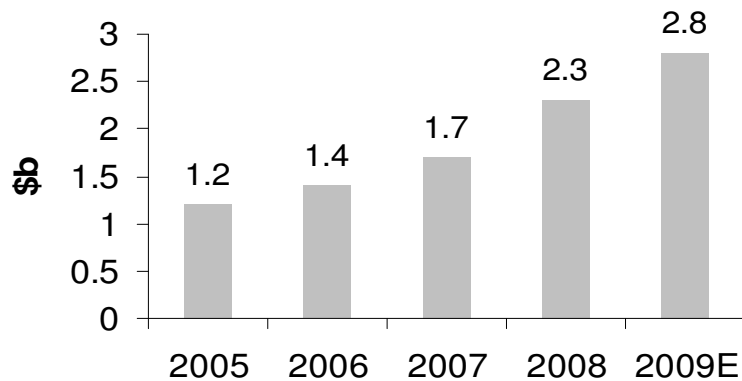


# Solomon Holdings

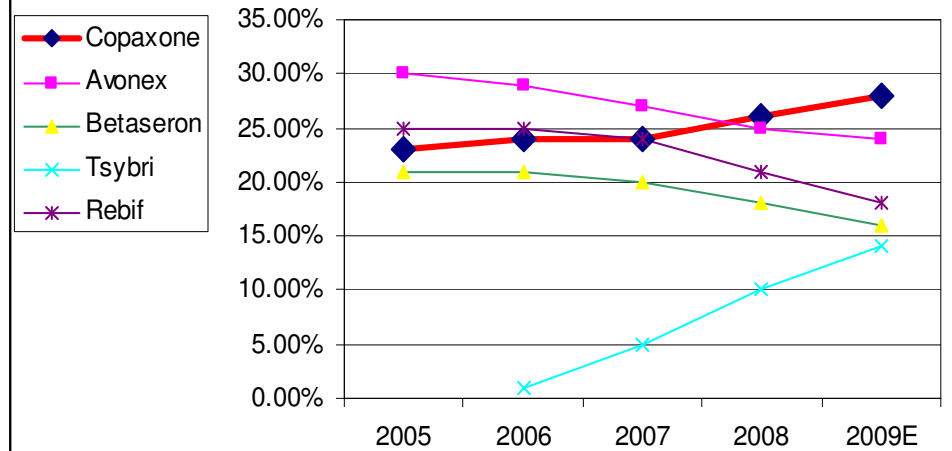
Business Valuation Services

היקף שוק תרופות האלצהיימר מסתכם להערכתנו בשנת 2009 בכ- 11-12 מיליארדי דולר, מדובר בשוק צומח עקב התפשטות ממדי המחלה, תרופת הקופקסון הינה מובילת השוק בעלת נתח שוק של כ- 25% מכלל התרופות, בעוד נתח השוק צומח בקצב ממוצע שנתי של 24%, נתח השוק של המתחרות נמצא במגמת ירידה, למעט תרופת Rebif שחדרה לשוק בשנת 2006 ונתח השוק שלה מתקרב לכ 10%.

## מכירות קופקסון



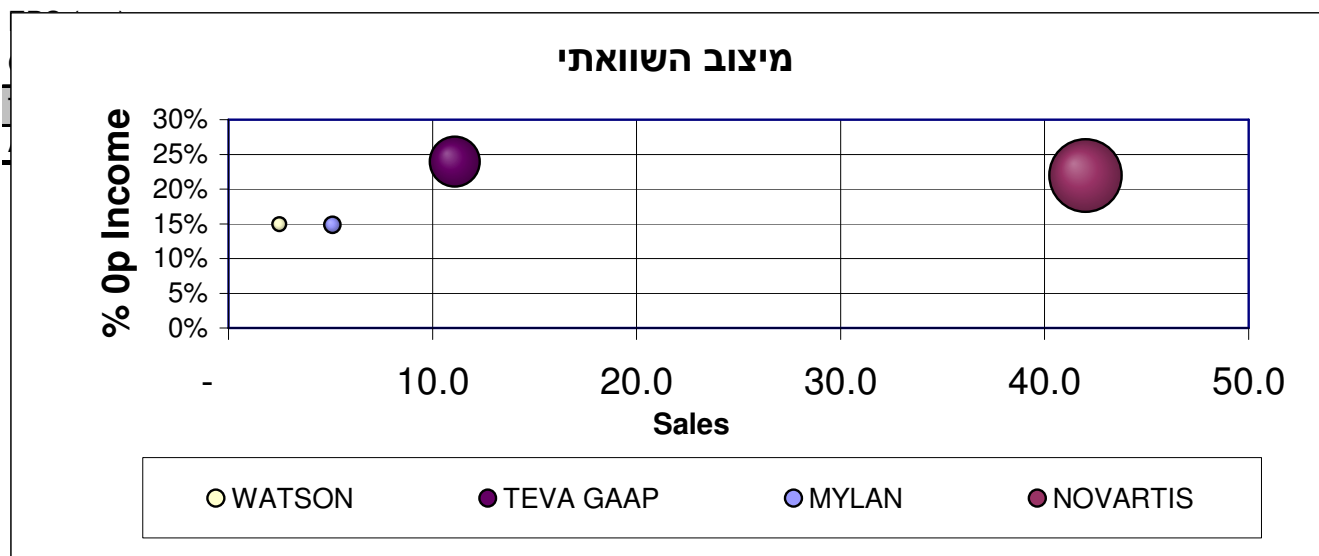
## נתח שוק קופקסון ומתחרים



## Peer Group Analysis

In \$,B [GAAP]	Sales	Market Cap	PE	P/B	P/S	ROE	% Op Income
MYLAN	5.1	4.2	n/a	1.6	0.8	-6%	15%
SANDOZ - Novarties	7.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15%
WATSON	2.5	3.1	14.0	1.5	1.2	12%	15%
NOVARTIS	42.0	84.0	10.0	1.7	2.0	16%	22%
TEVA GAAP	11.1	40.0	16.0	2.5	3.7	4%	24%

Note : TEVA PE is based on 2009 Projected net profit





# Solomon Holdings

Business Valuation Services

## Fair Equity Value [ In \$b , Based on DCF ]

	0	1	2	3	4	5	
In \$,B [GAAP]	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal Value
FCFF	3.2	2.8	3.1	3.4	3.6	3.8 >>>>>>	<b>72</b>

Equity Value	
DCF	12.9
Discount Terminal Value	43.0
Total Discount Cash Flow	55.8
Net Financial Liability	8.0
Surplus Assets	1.9
<b>Fair Equity Value</b>	<b>49.7</b>

Terminal Value	
Stable growth	3.5%
Cost of Capital	9.0%
<b>Terminal Value</b>	<b>72</b>

			Stable growth					
			2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
Current Market Cap	40.0	49.7						
Current Market Price	45.0	8.00%	52	57	63	70	79	92
		8.50%	47	51	56	61	68	77
Fair Market Cap	49.7	9.00%	43	46	50	54	60	67
Diluted Shares [M]	915.0	9.50%	39	42	45	49	53	58
Fair Value Per Share	56.0	10.00%	36	38	41	44	48	52

**Upside 24%**



# Solomon Holdings

Business Valuation Services

## Projected P&L

In \$,B [GAAP]	-2 2006	-1 2007	0 2008	1 2009	2 2010	3 2011	4 2012	5 2013
Revenues	8.4	9.4	13.7	14.5	16.0	17.1	18.4	19.4
C.O.G.S	4.1	4.5	6.5	6.5	7.2	7.7	8.3	8.7
Gross Profit	4.3	4.9	7.2	8.0	8.8	9.4	10.1	10.6
R&D	0.5	0.6	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
Acquisition for R&D	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Marketing	1.7	1.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
G&A	1.3	0.6	1.2	1.2	1.3	1.4	1.7	1.7
EBIT	0.8	2.4	2.2	3.2	3.7	4.1	4.3	4.6
Financial Exp.	0.1	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Other Exp.	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre Tax Net Profit	0.7	2	1.5	2.9	3.4	3.8	4.0	4.3
Tax	0.2	0.4	0.1	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
Net Profit	0.5	1.6	1.4	2.5	2.8	3.1	3.3	3.5
% Gross Profit	51%	52%	53%	55%	55%	55%	55%	55%
% EBIT	1%	4%	5%	7%	6%	6%	7%	7%
% Net Profit	1%	2%	3%	5%	4%	5%	5%	5%
Diluted	805	830	906	915	915	915	915	915
EPS	0.69	2.38	1.51	2.72	3.08	3.42	3.63	3.86



## מתודולוגיות להערכת השווי הכלכלי של חברה

### מודל ה- DCF

מודל זה הינו המודל המקובל ביותר לביצוע הערכות שווי חברה פעילה במיוחד לצורכי הערכת שווי כלכלי של חברות פרטיות. המודל מקובל ונפוץ ביותר בשימוש מומחים מעריכי שווי ישראלים וזרים גם יחד. המודל מבוסס על הערכת התזרים החופשי העתידי של החברה Free Cash Flow המהוון על פי ריבית המייצגת את עלות ההון הממוצעת העומדת בפני החברה [WACC]. בתוספת שווי הנכסים הפיננסיים נטו הנמצאים בידי החברה במועד ערכית הערכת השווי.