

אסטרטגיית הצמיחה של טבע מתחילה לעבוד, אז למה המניה צללה?

חברת התרופות סיפקה תוצאות שעלו על תחזיות האנליסטים, אך תחזית הרווח הנמוכה ל-2025 שלחה את המניה לירידה חדה של 14%. בטבע מסבירים: זה המחר של אסטרטגיית הצמיחה והעדפת פיתוח תרופות המקור

סופי שולמן 06:00, 30.01.25 כלכליסט

רצף העליות המרשים במניית טבע, שהביא אותה אל סף שווי של 100 מיליארד שקל, נקטע אתמול לאחר פרסום הדו"חות הכספיים לשנת 2024, שכללו תחזית מאכזבת ל-2025. טבע השלימה שנתיים רצופות של צמיחה חד-ספרתית תחת ניהולו של ריצ'רד פרנסיס, שנכנס לתפקידו בסוף 2022. מנייתה קפצה ב-80% במהלך 2024, מה שגרם למשקיעים לפתח ציפיות — שהתבררו כמעט מוגזמות.

לאחר פרסום התחזית, שהצביעה על רווחיות חלשה בהרבה מהציפיות וירידה בתזרים החופשי מפעילות, זו השנה השנייה ברציפות אחרי 2024, מניית טבע [התרסקה ב-14% בוו](#) [סטריט](#).

בשיחה שקיימה הנהלת טבע עם אנליסטים אחרי פרסום הדו"חות, עלו שאלות רבות לגבי התחזית הנמוכה מהצפוי במדדי הרווחיות והתזרים. המסר ששידרה ההנהלה בתגובה הוא שלאסטרטגיית הצמיחה החדשה שהציג פרנסיס לפני כשנה וחצי יש מחיר - והוא הרווחיות. היעד של טבע תחת הנהגתו הוא העברת כובד המשקל לרגל האינובטיבית, כלומר פיתוח תרופות מקור - והקטנת הרגל הגנרית, למעט תרופות ביוסימילר, שהן מעין גנריקה מורכבת יותר.

המשקיעים מצפים מטבע ליותר תוצאות כספיות, במיליארדי דולרים

2024	שינוי מ־2023	תחזית 2025	שינוי מ־2024	סה"כ הכנסות
16.5	+4.4%	17.4-16.8	+5.4%-1.8%	
1.69	+36.0%	2.05	+21.3%	חלקן של התרופות בהכנסות
0.50	+18.0%	0.60	+20.0%	אוסטדו
0.12	+419.0%	0.16	+22.0%	אג'ובי
0.50	-15.6%	0.37	-27.0%	אוזדי
4.30	-0.7%	4.6-4.1	+7.0%-(4.6%)	קופקסון
2.49	-0.07%	2.65-2.35	+6.4%-(5.6%)	רווח תפעולי
				רווח למניה, בדולרים
				האנליסטים צפו בממוצע רווח של 2.78 דולרים למניה בשנת 2025
2.10	-13.0%	1.9-1.6	(23.8%)-(9.5%)	תזרים מזומנים חופשי

מקור: דו"חות החברה

לפיתוח של תרופות מקור יש עלויות גבוהות בסדרי גודל לעומת תרופות החיקוי הגנריות. מצד שני, אם הפיתוח מצליח, הרווחיות ממנו גבוהה לאין שיעור וגם נמשכת לאורך זמן רב יותר. על כן, אף על פי שפרנסים מכנה את 2024 כשנת מפנה, נדמה שגם השנה הנוכחית תהיה חלק מתהליך ההחלמה של חברת התרופות מהמשבר שבו היתה שרויה לאורך העשור האחרון, מאז יציאתה להרפתקת הרכישה של אקטביס ב־40 מיליארד דולר. מהלך זה איים להטביע את ספינת הדגל הישראלית, שנטלה חוב של יותר מ־30 מיליארד דולר למימון הרכישה ואת השנים האחרונות היא הקדישה בעיקר לניסיונות היציאה מהבור הזה.

נכון לסוף שנת 2024 נותרה טבע עם חוב נטו של 14.5 מיליארד דולר והיא מתקרבת ליעד שהציבה - יחס חוב לרווח EBITDA של פחות מ־3. ב־2024 החזירה טבע 1.6 מיליארד דולר מהחוב.

"המעבר לצמיחה הוא מסע ואפשר לומר שהשלמנו את החלק הראשון שלו", אמר פרנסים בשיחת ועידה עם המשקיעים. לדבריו, "אנחנו אופטימיים במבט קדימה, גם כי יש תרופות עתידיות חזקות בפיתוח, גם בגזרת תרופות הביוסימילר ובמקביל הגענו למידת יעילות גבוהה באופרציה של טבע".

בטבע מצהירים על הכוונה להמשיך להגדיל את הוצאות המחקר והפיתוח, כמו גם את הוצאות השיווק והמכירות כדי להאיץ תהליכי הפיתוח של התרופות החדשות, וגם להשקיע יותר בהחדרתן המהירה לשוק. את הדוגמה לכך ניתן לראות בתרופת uzedy לטיפול בסכיזופרניה, שהושקה כבר תחת ניהולו של פרנסים. התרופה הציגה בשנה האחרונה קפיצה משמעותית בהכנסות, וטבע אף עדכנה את המספרים שלה יותר מפעם אחת. על פי התוכנית המקורית, היא היתה צפויה לייצר הכנסות של 80 מיליון דולר ב־2024, אך סיימה את השנה עם הכנסות של 117 מיליון דולר. כעת צופים בחברה הכנסות שנתיות של 160 מיליון דולר לתרופה החדשה. בנוסף לכך, פרנסים לוחץ להאצת השלבים האחרונים בניסויים הקליניים בשתי תרופות עתידיות וחשובות שטבע צפויה להשיק ב־2026-2027: משאף חדשני לטיפול באסטה (SABA); ואולזנפין, תרופה נוספת לטיפול בסכיזופרניה, שצפויה להיות ההשקה האינובטיבית הגדולה הבאה של טבע בשנת 2026.

"שולי הרווח הגולמי לא ישתנו לעומת 2024, אך נמשיך להשקיע בפורטפוליו התרופות כדי לעודד צמיחה ולכן הוצאות תפעול יעלו לעומת 2024", אומר אלי כליף, מנהל הכספים הראשי של טבע. לדבריו, "צפויים תשלומים נוספים בגין הסדרים משפטיים גם השנה". כליף הוסיף שהכוונה היא להמשיך התשלומים שטבע מחויבת אליהם במסגרת הפשרות שאליהן הגיעה בשנים האחרונות בתביעת הענק על חלקה בשיווק משככי כאבים בארה"ב וכן בפרשת תיאום מחירי תרופות. לפי כליף, בשנת 2025 התשלומים יהיו גבוהים מעט יותר מחצי מיליארד דולר ששילמה טבע בשנה שעברה. סכום גבוה יותר ישולם שוב בשנת 2026 ורק בשנת 2027 צפויה לחול ירידה בתשלומים אלה.

את שנת 2024 סיימה טבע באקורד חיובי, עם תוצאות הרבעון הרביעי שעקפו את התחזיות הן בשורת ההכנסות שהגיעו ל־4.2 מיליארד דולר, והן ברווח למניה שעמד על 71 סנט. אף שתוצאות אלה משקפות לכאורה ירידה מול הרבעון המקביל אשתקד, חשוב לציין כי הרבעון האחרון של 2023 כלל תשלום חד־פעמי של חצי מיליארד דולר שטבע קיבלה מסאנופי לאחר ששתי החברות חתמו על הסכם פיתוח משותף של דובקיטוג (TL1A), התרופה

המבטיחה למחלות מעיים, שלפני כחודש הציגה תוצאות מצוינות בשלב השני של הניסויים הקליניים שנערכו בה.

הרבעון הרביעי הוביל את חברת התרופות להכנסות של 16.5 מיליארד דולר בסיכום השנתי, צמיחה שנתית של 6% במונחי מטבעות מקומיים. מנוע הצמיחה המרכזי היה תרופת המקור אוסטדו, לטיפול בתנועות לא־רצוניות כתוצאה ממחלות עצבים. אוסטדו צמחה ב־36% ועקפה את התחזית עם הכנסות שנתיות של 1.6 מיליארד דולר, לעומת ציפיות ל־1.5 מיליארד דולר. תזרים המזומנים החופשי היה 2.1 מיליארד דולר, בקצה העליון של התחזית, אם כי מעט נמוך מאשר ב־2023, וזאת בעקבות התשלומים בגין ההסדרים המשפטיים. הרווח הנקי הגיע ל־2.49 דולר למניה, אם כי לפי כללי החשבונאות המלאים טבע עדיין מפסידה, בעיקר בעקבות שורה ארוכה של הוצאות משפטיות ומחיקות מוניטין שהיא סוחבת אחרי העשור הקשה שלה.

אבל הסיפור המרכזי בדו"ח של טבע הוא לא במה שהיה, אלא במה שיהיה. ההכנסות צפויות להגיע ל־16.8-17.4 מיליארד דולר וישקפו שוב קצב צמיחה חד־ספרתי והרווח הנקי צפוי להסתכם ב־2.35-2.69 דולר למניה. כלומר ייתכן אפילו פחות מאשר ב־2024. גם תזרים המזומנים, אחד הפרמטרים החשובים עבור החברה, שעדיין מחזירה את החוב העצום שלה, צפוי להיות נמוך מזה של השנה החולפת, לעמוד על 1.6-1.9 מיליארד דולר - ולשקף ירידה נוספת בהמשך לירידה שנרשמה בשורה זו ב־2024 (הושפע מהתשלום של סאנופי גם).

בטבע מציינים כי תחזית ההכנסות לא כוללת את התשלום הבא שאמור להתקבל מסאנופי, עם תחילת השלב השלישי של הניסוי הקליני בדובקיטוג. החברות מתכננות להתחיל בניסוי במהלך 2025, כך שההנחה הסבירה היא שהכסף אכן יתקבל, יירשם בשורת ההכנסות ויתרום לשורת הרווח. מצד שני, בתחזית השנתית הכלילה טבע שנת פעילות מלאה של TAPI, חטיבת חומרי הגלם, שמייצרת הכנסות שנתיות של כ־550 מיליון דולר וצפויה להימכר במהלך השנה. בטבע עובדים כבר יותר משנה על מכירת החטיבה, בהתאם לאסטרטגיה של פרנסיס, שזיהה בה פוטנציאל לספין־אוף, אך בשלב זה לא נמצא קונה שישלם את המחיר של כ־1 מיליארד דולר שטבע מבקשת.

בצד החדשות הטובות, גם במבט קדימה, אפשר לציין שוב את אוסטדו שצפויה לייצר הכנסות של 2-1.9 מיליארד דולר השנה, בדרך ליעד של 2.5 מיליארד דולר ב־2027 שהציב לה פרנסיס. אגובי, תרופת המקור השלישית, תצמח השנה ב־18%, בדומה לשנה שעברה וצפויה להגיע להכנסות של 600 מיליון דולר. קופקסון, כוכבת העבר של טבע, תמשיך להישחק וצפויה לרדת לכיוון של 300 מיליון דולר ב־2025 לעומת חצי מיליארד דולר בשנה שעברה.