

חברה בקריז // כך הידרדרה טבע מ"מניית העם" לחברה במצוקה

טבע נהפכה לחברה במצוקה שעומדת לאבד את הבלעדיות על ביצת הזהב שלה - הקופקסון - ולהיפרד מ-5,000 עובדים בגל פיטורים ראשון, ואולי לא האחרון ■ גם אם הקופקסון הוא הגורם העיקרי למשבר, הוא לא היחיד

10:15 18.10.2013 מאת: יורם גביון

לראשונה מאז הקמתה ב-1901, הודיעה חברת טבע בשבוע שעבר על כוונתה לפטר 5,000 עובדים, 10% מכוח האדם שלה. ההודעה, שפורסמה כמה שעות לפני סוף השבוע, עוררה זעם ציבורי רב בשל הטבות המס המופלגות שקיבלה החברה בחמש השנים האחרונות והציפיה כי טבע תשמור בתמורה על תעסוקה מלאה בישראל. ספק, עם זאת, אם בשוק ההון הופתעו מהמהלך. התזזית של מניית החברה רק הדגישה את התחושה שפיטורי עובדים הם כורח בלתי נעים בחברה שמצויה במשבר כה עמוק. לכאורה, נראה שלכנות את טבע, שהרוויחה 2 מיליארד דולר ב-2012, "חברה במשבר" היא הגזמה פרועה, אבל יש להניח כי מי שלרוע מזלו החזיק במניה בחמש השנים האחרונות לא ימהר להתווכח עם הקביעה.

כתבות נוספות באתר TheMarker:

אובמה לרפובליקאים: "אם אתם חולקים על מדיניותי - צאו ונצחו בבחירות"

סוף ורטהיימר מקים קמפוס למקצועות טכנולוגיים נדרשים

מניית טבע לא זזה באותה תקופה בעוד שמדד חברות התרופות של הבורסה של ניו יורק עלה ב-75%. ההסבר הנראה לעין לתשואה הדלה של המניה הוא ששוק ההון צופה זמן רב כי הרווחים העצומים שעליהם מדברים הפוליטיקאים במסדרונות הכנסת ידעכו בעתיד הלא רחוק.

כדי להבין מה עמד בבסיסה של הערכה זו, כדאי לחזור לאפריל 2011, המועד שבו נפרדה מניית טבע ממדד המניות של חברות התרופות של בורסת ניו יורק. טבע הציגה אז תוצאות פושרות בניסוי של לקווינימוד (Laquinimod), הניתנת בגלולה והיתה אמורה להיות הדור הבא של קופקסון המטפלת בטרשת נפוצה, שהיא התרופה המקורית המשמעותית היחידה של טבע ומרכז הרווח שלה.

התוצאות המאכזבות של לקווינימוד הן אחד הגורמים החשובים לרעידת האדמה שהתרחשה בטבע ושיח הציבורי בשבוע האחרון. באותו יום לא מוצלח של אפריל 2011 נחרץ גורלה של טבע להישאר עם תרופה מיושנת שהפטנט עליה יפוג כבר במאי 2014. והכי גרוע: התרופה מספקת לחולים במחלה כרונית שמלווה אותם עשרות שנים איכות חיים נחותה בהשוואה לתרופות חדשות שמתחרות בה.

שוק ההון האמריקאי מיהר להבין את המשמעות מרחיקת הלכת של כישלון זה. קופקסון סיפקה לטבע רווח תפעולי של 750 מיליון דולר ברבעון השני של 2013, השקולים ל-59% מהרווח התפעולי של החברה בתקופה זו, כך שהתלות של טבע בקופקסון ובעתידו מוחלטת.

טבע אמנם מגדירה את עצמה כחברה הגדולה בעולם לייצור תרופות גנריות (חיקוי), אבל הגורם העיקרי לקפיצה בשווי השוק שלה מ-9.5 מיליארד דולר בתחילת 2004 ל-54 מיליארד דולר בשיאה במארס 2010, הוא הרווחים העצומים מהקופקסון. כשלשוק ההון יש סיבה סבירה להניח שרווחים אלה יצטמקו באופן משמעותי, הוא ממהר להוריד את מחיר המניה לרמה שמשקפת את הסיכון הגובר.

גם מנהלי טבע זיהו בשנים האחרונות את פצצת הזמן המתקתקת, והגדירו את התלות

בקופקסון כאתגר, שלא לומר איום אסטרטגי. כישלונם לטפל בתלות הזו - בין אם ברכישת חברות ובין אם בפיתוח תרופות מקוריות שיחליפו את הקופקסון הקרב לתום תוקף הפטנט - הוא סיפור הנפילה של טבע. סיפור המהפך מחברת צמיחה שכל משקיע פרטי ומוסדי מעוניין להחזיק בה, לכזו ש-5,000 מעובדיה יאבדו את משרתם בגל הפיטורים הראשון, ואולי לא האחרון.

הקופקסון הוא הגורם העיקרי למצוקה הנוכחית, אבל בדרך כלל יש יותר מגורם אחד למשבר, וכך גם במקרה של טבע. החברה הגנרית הגדולה בעולם התחילה לזייף בשנים האחרונות בתחום שהיה אמור להיות נקודת החוזקה העיקרית שלה, השוק הגנרי. עליונותה בייצור תרופות חיקוי נבעה מיכולתה להיות במקרים רבים הראשונה שמשיקה את הגרסה הגנרית לתרופת המקור. לא פעם הצליחה טבע גם להיות החברה הגנרית היחידה שמשווקת את התרופה במשך שישה חודשים, כשזכתה במשפט פטנטי נגד החברה שפיתחה את התרופה המקורית.

חברה גנרית מובילה צריכה לדעת לייצר מוצר בכמויות גדולות, במחיר נמוך ובאיכות גבוהה, כדי שיעמוד בסטנדרטים הבלתי מתפשרים של רשתות הפארם בארה"ב ומשרדי הבריאות באירופה. טבע, שהיתה חברה כזו שנים ארוכות, איבדה את המוניטין חסרי הרב שלה בנושא בקרת האיכות וסבלה מחוסר יכולת לספק תרופות בכמות ובאיכות ראויה ללקוחותיה, רשתות הפארם הגדולות בארה"ב.

התוצאה היתה צמצום מתמשך בנתח של טבע בשוק הגנרי האמריקאי, שהוא הגדול בעולם, וכן סגירה עקבית של הפער בינה למתחרותיה, שהחלה בתקופתו של המנכ"ל לשעבר שלמה ינאי. לכן החשוד המיידי בכישלון הוא ינאי, שכיהן בתפקיד מתחילת 2007 עד תחילת 2012. קשה לדרוש ממחליפו, ג'רמי לוין, למצוא תוך פחות מ-18 חודשים פתרון לבעיות כה עמוקות, אך מכיוון שפיתוח תרופה הוא תהליך שאורך קרוב לעשור, וניסוח אסטרטגיה ויישומה הוא עניין של שלוש עד חמש שנים, גם קודמיו של ינאי - ישראל מקוב ואלי הורביץ - אינם פטורים משותפות ולו חלקית בכישלון, ואפילו לוין כבר תרם לו.

בתקופתו של הורביץ, שכיהן כיו"ר החברה מ-2002 עד 2010, לא נעשה ניסיון של ממש לרכוש חברות סטארט אפ שיספקו את הקופקסון הבא. למעשה, נראה כי הורביץ לא האמין שטבע תזכה שוב בלוטו, כפי שהוא עצמו זכה כאשר רכש בסוף שנות ה-80 את הזכות לפתח ולמסחר את הקופקסון תמורת 50 אלף דולר, תרופה שמוכרת כיום בקצב של 10 מיליון דולר ביום (הרכישה כללה תמלוגים נדיבים למכון וייצמן ומדעניו: מיכאל סלע, רות ארנון ודבורה טייטלבוים).

בתקופתו של הורביץ הוצעו לטבע חברות כמו קרוסל וקוגר ביוטכנולוגי. האחרונה נרכשה ב-2009 על ידי חברת ג'ונסון אנד ג'ונסון תמורת מיליארד דולר, בשל מוצר אחד שהיה אז בצנרת המוצרים שלה - Zytiga לטיפול בסרטן הערמונית, שמכירותיו בשלושת הרבעונים הראשונים של 2013 הסתכמו ב-1.2 מיליארד דולר.

זה אולי לא מכסה את כל רווחי הקופקסון, אבל זו בהחלט התחלה מבטיחה. עד לימיו האחרונים של הורביץ בטבע נמנעה החברה מכניסה של ממש לתחום האינובטיבי, במטרה למצוא פתרון של ממש לבעיית הקופקסון. אין זה מקרה שזמן קצר לאחר מותו מונה מנכ"ל שצמח בחברת תרופות מקוריות, ללא כל זיקה לתחום הגנרי. מחליפו של הורביץ, מקוב, הימר על המולקולה הלא נכונה לתפקיד התרופה האוראלית לטרשת נפוצה, שתחליף בבוא העת את קופקסון, כאשר רכש ביוני 2004 מחברת אקטיב ביוטק השבדית את הזכויות לפיתוח המולקולה לקוינימוד. כיום, כשהתרופה האוראלית Tecfidera למחלה, שפותחה בידי ביוג'ן איידק במקביל ללקוינימוד, כבשה נתח של 12.3% משוק הטרשת הנפוצה תוך פחות משישה חודשים מיום השקתה, ברור שטבע רכבה על הסוס הלא נכון.

מחליפו של מקוב, ינאי ולוין, ממשיכים להאמין בלקוינימוד וטוענים כי תכנון לקוי של הניסוי הוא שגרם לתוצאות החלשות בו. אם תוכח טענתם, הרי שמקוב ניצח על ניסוי שתוכנן בצורה כושלת וגרם לטבע לעיכוב של שנתיים-שלוש בכניסה לשוק, מה שיעלה לה כנראה גם באובדן הבכורה בשוק עם מכירות של 13 מיליארד דולר לשנה. ינאי, שהחליף את מקוב, נהג לומר כי הדרך הטובה ביותר לייצר ערך למשקיעים עוברת ברכישות של חברות. הוא בהחלט מימש את האסטרטגיה הזו, אך ביזבז כמויות אדירות

של תחמושת בירי על היעדים הלא נכונים. בין ינואר 2008 לספטמבר 2011 הוציאה טבע 22 מיליארד דולר, סכום אדיר לחברה ששווי השוק הנוכחי שלה הוא 33.7 מיליארד דולר. סדרת הרכישות הגדילה את המכירות השנתיות מ-8 ל-18 מיליארד דולר, אך ההשפעה על גובה הרווחים והרווח למניה היתה זניחה. הרווח גדל ב-800 מיליון דולר בלבד והרווח למניית טבע גדל רק ב-71 סנט. זוהי תוצאה עלובה, ואין פלא שמניית טבע רשמה תשואת חסר של 28% בתקופתו.

יתרה מזו, ינאי, שקיבל חברה עם חוב פיננסי של 3.3 מיליארד דולר, מסר למחליפו ליון חוב פיננסי של 11.6 מיליארד דולר נטו. הדבר הגביל מראש את יכולת התמרון והרכישה של המנכ"ל הנכנס, בעיקר בהתחשב בכך שתזרים המזומנים של החברה, ש-60% ממנו נבע מהקופקסון, עומד בפני תהליך בלתי נמנע של הידלדלות.

אם לא די בכך, ינאי השאיר לליון את הטיפול באחת ההחלטות האומללות שקיבל, פחות משנה לאחר כניסתו לתפקיד. ינאי הימר כי יצליח להוכיח בבית המשפט שהפטנט שרשמה פייזר על התרופה פרוטוניקס לטיפול בצרבת - אינו תקף. טבע החלה לשווק בדצמבר 2007 את הגרסה הגנרית לתרופה ורשמה מכירות של 1.1 מיליארד דולר עד לתחילת 2011. אלא שההימור נכשל, וביוני 2013 פסק חבר המושבעים האמריקאי כי על טבע לפצות את פייזר ב-1.6 מיליארד דולר. ההפסד המשפטי הצורב הידהד במחצית השנייה של כהונת ינאי והשפיע לרעה על מדיניות החברה בשוק הגנרי.

שילוב של עיתוי אומלל עם בדיקת נכסים כושלת

מסע הרכישות של ינאי נועד לשרת שניים מתוך שלושה רכיבי האסטרטגיה שהתווה לחברה: האחד הוא טיפול בהחרפת התחרות בשוק הגנרי האמריקאי והירידה בפוטנציאל ההשקות הבלעדיות, וכניסה לשווקים גנריים מפותחים פחות מזה האמריקאי. השני היה הקטנת התלות בקופקסון על ידי רכישה של חברת תרופות מקוריות, ובתוך כך רכישת הידע לפיתוח תרופה מקורית; תחום שבו טבע נכשלה שוב ושוב אף שהקצתה 30% מתקציב המו"פ שלה למחקר אינובטיבי.

ואולם הרכישות של ינאי סבלו משילוב של עיתוי אומלל עם הצלחה מועטה בבדיקת הנכסים שנרכשו. בתקופת ינאי שילמה טבע באופן גורף סכומים מופרזים עבור רכישת חברות. חלקן, כמו רציופארם הגרמנית ובנטלי הספרדית, עמדו לפני הרעה דרמטית ברמת המחירים בשווקים הגנריים שלהן, בשל שינוי ברמת התמחור במכרזים של חברות ביטוח ובמכרזים ממשלתיים.

אחרות היו אמורות לספק לטבע גישה לשווקים של תרופות ייחודיות בעלות רמה מועטה יחסית של תחרות - כמו חברת באר שנרכשה ב-2008 תמורת 7.4 מיליארד דולר ונחשבה למובילה בשוק בריאות האשה. עם זאת, נכסים עיקריים כמו גלולת "היום שאחרי" התגלו כבעלות הגנה פטנטית רופפת, והתמוטטו תחת הלחץ של המתחרה ווטסון, שאותה מוביל פול ביסארו, לשעבר בכיר בבאר.

ינאי אמנם הצליח לרכוש חברה מובילה בשוק הגנרי היפני והגדיל את פרישתה הגיאוגרפית, אבל כשל בניסונו לחדור לשוק הברזילאי מהיר הצמיחה כאשר ויתר לסנופי על חברת מדליי, בשל חששות לאי סדרים ולתרבות ארגונית קלוקלת. לשבחו של ינאי ייאמר כי לקראת סוף כהונתו הוא ניסה לאחוז בקרני השור ולספק פתרון לתלות הגוברת בקופקסון, על ידי רכישת חברה שמפתחת תרופות מקוריות והיתה אמורה להיות בעלת ניסיון מוכח בחציית המכשולים הטכנולוגיים והרגולטוריים שטבע לא היטיבה להתמודד עמם.

ינאי, ככל הנראה עם הסתלקותו ההדרגתית של הורביץ מהבמה והתעצמות השפעתו של היו"ר הנוכחי פיל פרוסט, רכש תמורת 6.5 מיליארד דולר במזומן ועוד חוב של 1.9 מיליארד דולר את הבעלות המלאה בספלון, שהתמחתה בפיתוח תרופות למערכת העצבים המרכזית - בעיקר הפרעות שינה וסרטן.

רכישת ספלון, חברה שנבחנה קודם לכן על ידי 26 חברות, כולל BMS שבה עבר ליון, התבררה כפיאסקו שחתם את כהונתו של ינאי. התרופה העיקרית של ספלון היא פרוביגיל לטיפול בהפרעות שינה, שאיבדה את הבלעדיות פחות משנה לאחר שנרכשה. בשל כך, קרסו מכירותיה מ-300 מיליון דולר ברבעון השלישי של 2011, עם השלמת הרכישה, ל-48 מיליון דולר ברבעון השני של 2012, עם תחילתה של תחרות גנרית, ול-19 מיליון דולר ברבעון השני של 2013.

אחת התרופות המרכזיות של ספלון, היידרוקודון לטיפול בכאבים בחולי סרטן, שהיתה אמורה לספק לטבע מכירות של 400 מיליון דולר בשנה, כשלה בשלב הניסויים האחרון - פחות מחצי שנה לאחר השלמת הרכישה. חלק ניכר ממה שנותר מצנרת הפיתוחים של החברה פשוט נמחק כאשר לזין תפס את מקומו של ינאי. המנכ"ל החדש הבהיר היטב את דעתו על רכישת ספלון ונכסיה, כאשר ביום כניסתו לתפקיד פרש קווין בוצ', המנכ"ל הקודם של ספלון, שהיה אמור להביא לטבע את הידע בפיתוח ובריפוי של תרופות מקוריות.

לזין התיישב בכס המנכ"ל במאי 2012 וניסח אסטרטגיה חדשה. זו התבססה על הפסקת הרכישות הגדולות, החלטה שהיתה במידה רבה אילוץ של החוב הפיננסי הגדול שצברה טבע במסע הרכש הכושל. לזין הבהיר כי מעתה יתמקד ברכישה ובשיתופי פעולה עם חברות שמפתחות תרופות מקוריות בתחום מערכת העצבים המרכזית, וכן בפיתוח תרופות חדשות על בסיס שילובים של תרופות גנריות קיימות. הוא הביע מחויבות לתחום הגנרי, אך הדגיש שהרכישות בתחום זה יצטמצמו לחברות קטנות ובינוניות שישלימו את פרישתה הגיאוגרפית של החברה.

פחות משנה לאחר שהציגה את התוכנית האסטרטגית החדשה ספרינג, שהוכנה בסיוע של חברת הייעוץ מקינזי בעלות של עשרות מיליוני דולרים, וכן הגדירה את מטרתה היומרתית "להיות חברת התרופות החיונית ביותר" - טבע, למי שהתבלבל, לא נוברטיס או פיזר רחמנא ליצן - נראה שלזין נתקל בקיר האפור של המציאות. המסר הארגוני ששידר תחת כותרות תקינות פוליטיות כמו "לא נתחרה בגנריקה במקום שבו אין לנו יתרון יחסי", "נוותר על מכרזים לא רווחיים", "עידן הרכישות הגדולות הסתיים" ועוד ועוד, נקלט היטב. המחקר ופיתוח הגנרי איבד כמה מהדמויות הבולטות שהובילו אותו, כמו כריס פלוני, לשעבר סמנכ"ל מחקר ופיתוח גנרי בטבע, שתואר כ"מכונה של תיקי תרופות". התוצאה ניכרת היטב במיעוט השקות של תרופות גנריות חדשות וירידה מתמשכת בנתח השוק של החברה, שבולט לנוכח השגשוג של שתי המתחרות הגנריות העיקריות, מיילן ואקטוויס.

לזין איחד את המחקר והפיתוח הגנרי עם זה המקורי תחת פרופ' מייקל היידן, שחסר זיקה של ממש לתרבות הארגונית הייחודית של השוק הגנרי הזקוק יותר לחתולי רחוב מאשר לפרופסורים מלומדים. המהלך נראה כצעד נוסף לקראת דחיקת הגנריקה ואיבוד כמעט מרצון של המעמד המוביל בשוק זה.

טבע גם כבר אינה שחקנית בשוק התוסס של מיזוגים ורכישות בשוק הגנרי, ובכלל. היא לא היתה מעורבת בצורה רצינית בהליך המכירה של חברת אדקוק אינגרם הדרום אפריקאית, החברה השנייה בגודלה בשוק הדרום אפריקאי, ואיבדה אותה בספטמבר לטובת חברת CFR מצ'ילה, שגם נישלה את טבע ממעמדה המוביל בשוק המקומי. CFR רכשה את אדקוק אינגרם תמורת 1.3 מיליארד דולר והרחיקה את טבע ממעורבות בשוק האפריקאי, שנחשב כבעל פוטנציאל צמיחה חשוב.

לזין, כך נראה, גם השליט בטבע תרבות ארגונית שאינה הולמת חברה שאמורה לעבור תהליך גמילה מכאיב. מי שמתכנן לפטר 700-900 עובדים, כפי שדיווח דרור רייך ב-TheMarker, אולי כדאי שיתחיל בכך שלא יגדיל את מצבת כוח האדם ב-151 עובדים תוך שישה חודשים, שרבים מהם אנשי מטה שגויסו מחברות רב לאומיות בעלות ניכרת, כולל המעבר היקר לישראל.

לזין נכשל גם בכל הקשור למתן דוגמה אישית: החל בהחלטתו שלא לקצץ בשכרו במקביל להודעה על פיטורי 10% מכוח האדם בחברה, ועד לסירובו להיכנס ללשכה הצנועה שאיכלסו הורביץ, מקוב וינאי עד שתשופץ מסיבית.

תוכנית ההתייעלות שעליה הוכרז בשבוע שעבר עלולה להכריע את שאלת עצמאותה של טבע בעתיד ואת עתיד מנייתה, שמוחזקת עדיין בידי ישראלים רבים בשווי כולל של 5.5 מיליארד דולר. יישום קפדני של הקיצוץ בהוצאות נראה בשלב זה כסיכוי הכמעט יחיד לעליית המניה ולהצלחת תהליך הגמילה של טבע, שסוממה שנים רבות מדי מרווחיה הקלים של קופקסון. טבע עומדת בפני הצורך לפרוע חוב פיננסי של 12.5 מיליארד דולר, ולא תוכל לסמוך על תזרים מזומנים של 2.5 מיליארד דולר לשנה שסיפק לה הקופקסון, אם אכן תתפתח תחרות גנרית כבר במאי 2014.

רכישות ושיתופי פעולה מדויקים שיציגו ניצני תקווה הם מרכיב קריטי נוסף, אבל לא בטוח

שללויין יש די זמן עד להבשלתם. ללא תזוזה של המניה כלפי מעלה כבר בטווח הקצר, תיהפך טבע ליעד לרכישה מצד קרנות השקעה פרטיות וחברות ענק, שישמחו לבלוע את מה שנותר מנכסיה ולעלות כפיראטים על מי שהיתה ספינת הדגל של התעשייה הישראלית.

עשו לנו לייק לקבלת מיטב הכתבות והעדכונים ישירות לפייסבוק שלכם