

## מבוא

חברת טבע נוסדה בשנת 1901, ב-1935 הקימה החברה מפעל תרופות בשם אסיא, ובמקביל רכשה מפעל בשם 'טבע' ומכאן קיבלה את שמה המוכר כיום. בשנת 1951 הייתה טבע מהראשונות שגייסה הון בהנפקה ציבורית. בשנת 1976 הוביל מנכ"ל החברה דאז, אלי הורוביץ, מיזוג עם מספר מפעלי תרופות בישראל בשם "טבע תעשיות פרמצבטיות".

החל משנות ה-80 של המאה ה-20 החלה טבע בתהליך רכישת חברות תרופות, בעיקר בתחום התרופות הגנריות (תרופות המחקות תרופות מקור) והרחיבה את פעילותה גם לתחום המכשור הרפואי. בשנות ה-90, לצד פיתוח של תרופות גנריות, החלה טבע בפיתוח של תרופות מקור, הקופקסון, תרופה חדשנית המיועדת לטיפול בטרשת נפוצה (הרחבה בפרק 1, עמוד 9).

מתחילת שנות ה-2000 הרחיבה טבע את פעילותה והפכה לגדולה בחברות ייצור התרופות הגנריות ומובילות בעולם בתחום התרופות. כפועל יוצא ממדיניות זו של החברה זינק מחיר מניית טבע בעשרות אחוזים כך למשל בשנים 2002-2003 עלה מחיר המנייה מ-177.3 ל-250.1 ש"ח, עלייה של כ-41% (תרשים 2, עמוד 6). בשנים 2010-2011 המשיכה החברה לרכוש חברות תרופות ובכך להגדיל את מגוון מוצריה וחלקה בשווקים השונים (הכנסת, אוקטובר 2013).

אולם, טבע הפכה לחברה מובילה בקנה מידה עולמי בזכות רכישת מלוא השליטה והבעלות בחברות ענק כמו חברת Sicor Inc ("Sicor") בשנת 2004, חברת Ratiopharm בשנת 2010 ועוד (טבע, דוחות כספיים 2005, 2011, 2016). פירוט הרכישות שביצעה חברת טבע בשנים 2004-2015 מופיע בתרשים 4 (ר' עמוד 11).

טבע היא חברה ציבורית דואלית, היינו, חברה זרה שנסחרת בשוק ההון האמריקני וחברה ישראלית שנסחרת במקביל בשוק ההון הישראלי. עם השנים עברה חברת טבע טלטלות רבות, שבאו לידי ביטוי בעלויות של עשרות אחוזים במחיר מניית טבע, לצד התרסקויות הוות אסון שהשפיעו ברמה הלאומית על השוק המקומי לא כל שכן על השוק העולמי.

היו לחברת טבע תקופות של צמיחה: 2000-2009, בסוף שנת 2009 נאמד שווי השוק של החברה ב-197 מיליארד ש"ח שמשמעה, עלייה מצטברת בשיעור של 532%; תקופת שפל שנמשכה שלוש שנים, 2009-2012, בהן איבדה חברת טבע במצטבר 33.45% משווייה (בסוף התקופה נאמד שווי השוק ב-131.1 מיליארד שקלים); במהלך 2013 החלה צמיחה מחודשת בחברה שנמשכה שלוש שנים ושיאה בסוף 2015, בשנה זו נאמד שווי השוק של החברה ב-258.4 מיליארד המסמנת צמיחה חסרת תקדים ועלייה מצטברת בשיעור של כ-197%. בשלוש השנים האחרונות (בשנים 2015-2017) התמוטטה חברת טבע, איבדה 75% משווייה והגיעה בסוף שנת 2017 לשפל חסר תקדים של 66.1 מיליארד ש"ח.

בכל התקופה המדוברת, עברה טבע שרשרת של טלטלות ניהוליות שמצאו את ביטויין במצב המתדרדר של מניית טבע. בשנת 2013 פוטר המנכ"ל דאז, ג'רמי לוין, וזאת לאחר שטבע הודיעה על כוונתה אלפי עובדים. במקומו מונה ארז ויגודמן שפרש בפברואר 2017, לאחר מכן כיהן בתפקיד מנכ"ל הזמני יצחק פטרבורג עד לכניסתו לתפקיד של קאר שולץ.

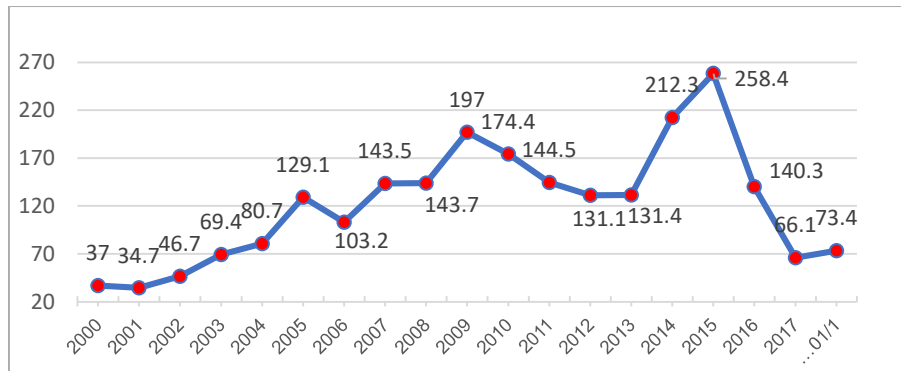
## א. שווי השוק של חברת טבע

שווי השוק של חברת טבע נכון ל-11 בינואר 2018 עומד על כ-73.4 מיליארד ש"ח, שיפור קל לאחר התמוטטותה בשלוש השנים האחרונות (2015-2017), שנים בהם איבדה טבע 75% משווייה והגיעה בסוף שנת 2017 לשפל חסר תקדים של 66.1 מיליארד ש"ח.

תרשים 1 להלן מציג את שווי השוק של חברת טבע בין השנים 2000-2018 (הבורסה לניירות ערך, נתונים היסטוריים, ינואר 2018). הנתונים בתרשים מלמדים עוד כי שווי שוק של טבע בשנים 2000-2009 היה במגמה של צמיחה, שוויה בסוף שנת 2009 נאמד ב-197 מיליארד שקלים - עלייה מצטברת בשיעור של 532%.

החל משנת 2009 החלה מגמת התדרדרות בשווי השוק של החברה. בסוף שנת 2012 עמד שווי השוק על 131.1 מיליארד שקלים, ירידה בשיעור מצטבר של 33.45%. נכון לסוף שנת 2012, שווי השוק של טבע עמד על 131.1 מיליארד ש"ח, בהשוואה לשווי שוק כולל של מניות הנסחרות בבורסה של כ-634 מיליארד ש"ח - משקל של כ-20% מסך שווי שוק המניות (הבורסה לניירות ערך, אוגוסט 2013). במהלך שנת 2013 החלה צמיחה משמעותית בחברה ששיאה היה בסוף שנת 2015 שנה בה נאמד שוויה ב-258.4 מיליארד ש"ח. כאמור לעיל, החל משנת 2015 צנח שווי השוק של חברת התרופות טבע.

תרשים 1- שווי שוק חברת טבע בין השנים 2000-2018 (במיליארדי ש"ח)



השינויים בשווי השוק של החברה טבע היו פועל יוצא של רכישות שעשתה החברה לאורך השנים. חלקם משיקולי שוק נכונים וחלקם הרי אסון, גם על כך ידובר בהרחבה בפרק 3. כך לדוגמה, עסקת אלרגן שבצעה טבע בשנת 2015 והושלמה בשנת 2016, רכישת חברת אקטוויס ג'ניריקס חטיבת הגנריקה של אלרגן, הכתה קשות במניית טבע. מאז השיא שרשמה המניה ב־2015 איבדה טבע כשני שלישים משווי השוק שלה, כלומר מחיקת שווי של כ־150 מיליארד שקל. המצב החמיר עד כדי כך בעקבות הרכישה, שחברת התרופות נסחרה בשווי נמוך בהרבה מההון העצמי שלה. המשמעות היא שהמשקיעים סברו שהחברה תיאלץ למחוק מיליארדי דולרים רבים על רכישות שביצעה, מה שעלול להצביע על חוסר אמון ביכולתה של טבע להיחלץ ממצבה (שמעוני, 2017). שווי השוק המתערער של חברת טבע מתבטא באופן בולט על פי מדד 'מכפיל ההון', המתבטא ביחס שבין שווי השוק של חברה בבורסה לבין ההון העצמי שלה. בשנת 2017 נסחרה טבע במכפיל הון של 0.85 בלבד (לוח 1), קרי, הונה גבוהה משוויה בשוק. כאשר חברה נסחרת במכפיל הון קטן מ־1, הדבר עשוי להצביע על חוסר אמון במספרים המוצגים במאזן החברה. שפירושה אחד או שני הבאים: הערכה כי מאזן החברה מנופח ו/או חוסר אמון בהנהלת החברה שתשמור על האינטרסים של המשקיעים (שמעוני, 2017).