

**עדכון והמשך המלצת  
קניה בסיכון גבוה**

**ברן**

**נקודות עיקריות**

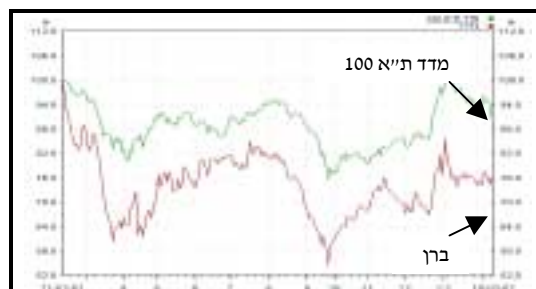
- ברן הינה חברת פרוייקטים בתחום ההנדסה והתשתיות הפועלת במסגרת שבע חטיבות: הקמה ובינוי, תעשייה, תקשורת, מוליכים למחצה, יעוץ, טכנולוגיה ופיתוח עסקי.
- בשנים האחרונות רשמה החברה שיעורי צמיחה מרשימים, כאשר עיקר הצמיחה נבעה מפעילותה בתחומים "החמים" של הכלכלה החדשה – תקשורת ותחום המוליכים למחצה.
- בשנה האחרונה איבדה ברן את אחד הלקוחות הגדולים שלה בתחום התקשורת – חברת Yes. מאידך, זכתה החברה בפרוייקט להקמת המפעל החדש של חברת טאוור במגדל העמק. קבלת פרוייקט טאוור והמשך הפעילות הענפה של החברה סייעה לה להגדיל את הכנסותיה בהשוואה לשנת 2000 (הן בתשעה החודשים הראשונים של השנה והן ברבעון השלישי) חרף הפסקת הפעילות מול Yes וההאטה במשק.
- החברה שמה לעצמה כיעד מרכזי את הרחבת הפעילות בחו"ל, באמצעות רכישת חברות תשתיות (בעיקר בתחום התקשורת) מקומיות בארצות היעד. החברה ביצעה במהלך שנת 2001 רכישה של חברה בגרמניה, כאשר ארה"ב הינה מדינת היעד אליה מכוונת החברה לחדור בשנת 2002. בימים האחרונים דווחה על רכישה בארה"ב (העסקה טרם הושלמה) ועל כך שייתכן שמעבר לרכישה זו תבצע החברה רכישה של חברה נוספת בארה"ב.
- אנו מעריכים כי ברן נסחרת בדיסקאונט של כ- 27% ביחס לערכה הכלכלי, ולפיכך אנו ממליצים על החברה בקניה (בסיכון גבוה), במחיר יעד של 110 ש"ח.

מכפילים			שיעורי צמיחה		רווח והפסד*			תקופה
נקי	תפעולי	הכנסות	נקי	הכנסות	רווח נקי	רווח תפעולי	הכנסות	
17.5	13.2	1.44	92.7%	35.8%	47.3	62.8	573.5	A1999
13.6	12.3	1.14	53.6%	50.9%	72.7	80.2	865.3	A2000
10.15	6.2	0.75	-6.4%	7.0%	68.0	110.9	925.7	E2001
9.36	5.7	0.66	8.5%	13.9%	73.8	120.9	1,054.4	E2002
13.6	12.3	1.14	22.1%	40.8%	14.0	17.6	223.9	A4/2000
7.6	5.1	0.64	-8.2%	8.3%	19.5	29.1	231.6	A1/2001
10.3	6.1	0.72	-20.6%	18.2%	16.6	32.3	249.5	A2/2001
7.8	4.8	0.74	2.3%	2.7%	16.9	24.0	222.3	A3/2001
10.15	6.23	0.75	7.4%	-0.7%	15.0	25.5	222.3	E4/2001

\* מיליוני ש"ח

בעלי עניין	
16.9%	דור מאיר
13.5%	אלקטרה ישראל

נתוני מנייה	
664	שווי שוק מ'י
83.9	מחיר מניה (ש"ח)
131.2	מחיר גבוה 12 ח'י
63.4	מחיר נמוך 12 ח'י
110.0	מחיר יעד (ש"ח)
1,129	מחזור יומי (ש"ח)



**סיכום והערכה**

בשנה החולפת ספגו מניות ברן ירידות שערים חדות של כ- 26% והמניה נסחרת כיום בשווי שוק של 664 מיליון ש"ח; שווי שוק זה מייצג מכפיל היסטורי לארבעה רבעונים אחרונים של 9.9. חברת ברן רשמה בשנים האחרונות צמיחה מרשימה, כאשר עיקר הצמיחה נבעה מפעילותה בתחומים ה"חמים" של הכלכלה החדשה – תקשורת ותחום המוליכים למחצה.

כשם שברן נישאה על כנפי הצמיחה החדה של הכלכלה החדשה, כך עולה השאלה עד כמה ההאטה בעולם ובארץ, ובפרט החולשה בענפי הכלכלה החדשה המלווה בצמצום משמעותי של היקף ההשקעות, צפויה לפגוע בברן.

**אין ספק שההאטה במשק והירידה בהיקף ההשקעות צפויה לפגוע בפעילות החברה בתקופה הקרובה; קבלת פרויקטים תהיה קשה ואיטית יותר, וחלק מהפרוייקטים הקיימים ופרוייקטים חדשים שאמורים להיכנס יידחו או שהיקפם יצומצם.**

ברם, חשוב להדגיש כי העובדה שהחברה פועלת במגוון רחב של פעילויות מקטינה את הסיכון לפגיעה מהותית בפעילות החברה; אנו מעריכים כי החברה תגדיל את פעילותה בתחומים נוספים כדוגמת מרכזי ההתפלה, פרויקטים שונים בבינוי ועוד שיפצו על חלק מהירידה במגזר התקשורת. כמו כן, להערכתנו תחום הסלולר הוא מהחסינים יחסית בענף התקשורת ונמשך לראות השקעות בתשתית (דור שלישי) מה שמקטין את החשש מפגיעה מהותית בהכנסות ברן. ברן מיצתה להערכתנו את פוטנציאל הצמיחה בארץ, ועליית המדרגה הבאה בפעילות ברן תלויה בהצלחת הרחבת הפעילות בחו"ל.

**החברה שמה לעצמה כיעד מרכזי את הרחבת הפעילות בחו"ל, באמצעות רכישת חברות תשתיות (בעיקר בתחום התקשורת) מקומיות בארצות היעד. להערכתנו, רכישת החברה בגרמניה מהווה סנונית ראשונה ובטוח הקצר נראה רכישות נוספות של חברות, כאשר היעד המרכזי של החברה הינו ארה"ב.**

אנו מעריכים כי לתהליך ההתרחבות לחו"ל פוטנציאל גבוה להצלחה לאור המחירים הזולים יחסית בהן נסחרות כיום חברות תשתיות בחו"ל, שיתופי הפעולה שלחברה כבר יש עם חברות זרות (אריקסון, סימנס, מייסנר, אינטל ועוד) והניסיון של ברן שיאפשר לה להשתמש בפלטפורמה של החברות שיירכשו ולהביא להעלאת ערך החברות ולגידול בהכנסות וברווחות. מאידך, יש לזכור כי החדירה לחו"ל כרוכה בהגדלת הסיכון העסקי של החברה.

**ההאטה במשק והפסקת ההתקשרות עם YES צפויה להביא להערכתנו לירידה ברווחי ברן לכיוון של כ- 68.1 מיליון ש"ח בשנת 2001 (לעומת רווח של כ- 72 מיליון ש"ח ב- 2000); סכום זה נמוך באופן משמעותי מהתחזיות האופטימיות של החברה בתחילת השנה של רווח גבוה מ- 20 מיליון \$ ב- 2001.**

שני גורמים משמעותיים עשויים להשפיע על תחזיותינו. הראשון, ההתקשרות מול טאוור והשלמת הקמת FAB 2. בשלב זה נראה כי חלקה של ברן בפרוייקט יושלם, אולם מצב תעשיית המוליכים למחצה בעולם ומצבה של טאוור בפרט מגדילים את הסיכון; הגורם השני הינו נושא הפעילות בחו"ל. אנו מעריכים כי ברן עשויה להנות מהכנסות (ורווחים נוספים) מהפעילות בחו"ל כבר בשנת 2002, אם כי מטעמי שמרנות לא כללנו הכנסות אלה בתחזיותינו.

**אנו מעריכים את שווייה של החברה ב- 840 מיליון ש"ח (מכפיל רווח של 11.8 על הרווח החזוי ל- 2002). שווי זה משקף מחיר של 110 ש"ח למניה, לעומת מחיר של 83.9 ש"ח כיום. לאור האמור אנו ממשיכים בהמלצת הקניה על המניה.**

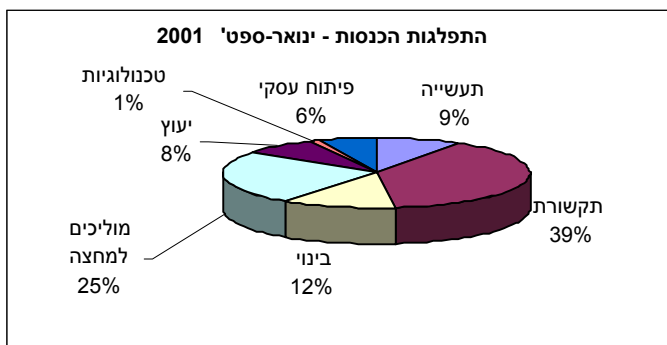
אנו מסווגים את החברה בסיכון גבוה בשל היותה חברת פרויקטים אשר רק חלק קטן מההכנסות הצפויות בשנה הקרובה מעוגנות בחוזים, בשל הסיכון המסוים בהתקשרות מול טאוור ובשל סימני השאלה לגבי כניסת החברה לחו"ל הכרוכה בהשקעות רחבות.

**כללי**

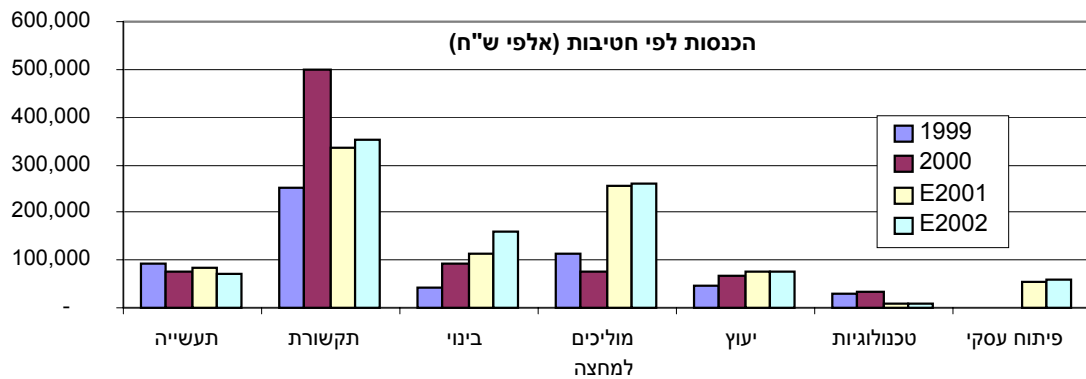
חברת ברן עוסקת בתכנון, ניהול והקמה של פרויקטים בתחומי ההנדסה, הבינוי, התקשורת ובתחום המוליכים למחצה.

פעילות ברן מחולקת ל- 7 חטיבות (כמפורט בגרף מצד שמאל).

ניתן לראות כי עיקר הפעילות של החברה הינה בתחומי התקשורת והמוליכים למחצה. ראוי לציין כי מעמדה של ברן בתחום התקשורת והמוליכים למחצה בארץ מצוין והיא מרכזת חלק ניכר מהפעילויות בתחומים אלה.



**תחומי הפעילות**



**תקשורת**

פעילות החברה בתחום התקשורת הפכה בשנים האחרונות לחלק הפעילות העיקרי, בעקבות הפעילות בתחום הסלולר (מול כל החברות) ועבור חברת YES. עם זאת יש לציין כי בשנת 2001 מסתמנת ירידה בנתח של ענף התקשורת משיעור של 59% מההכנסות בשנת 2000 לשיעור של 39% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2001. **אנו מעריכים כי השנה נראה ירידה של כ- 20% בהכנסות מתחום התקשורת (לעומת שנת 2000), על רקע הפסקת הפעילות מול YES וירידה מסוימת בהשקעות בתחום הסלולר. מאידך יש לזכור כי למרות המשבר העולמי בתחום התקשורת נמשיך לראות בשנים הקרובות השקעות בסלולר (סכום המוערך בכ- 100 מיליון ש"ח הכנסות לברן) ובנוסף יש להעריך כי פעילות ברן בעולם (המתרכזות בעיקר בתחום התקשורת) תתחיל להניב לברן הכנסות נוספות מה שיפצה על אובדן ההכנסות מ- YES וההאטה המסוימת בתחום הסלולר המקומי. אנו מעריכים כי רכישת החברה בגרמניה, עשויה להביא לברן הכנסות בהיקף משמעותי כבר בטווח הקצר.**

**היקף המכירות החזוי של החברה בשנה הקרובה יעלה להערכתנו ויעמוד על סכום של כ- 350 – 400 מיליוני ש"ח. סכום זה יבוא בעיקר מהמשך הפעילות בתחום הסלולר בארץ, מהפעילות בגרמניה (שצפויה להתחיל להניב סכומים משמעותיים בשנת 2002) ומהתחלת הפעילות בארה"ב. יש לציין כי תוכניותיה של ברן להרחיב את פעילותה בחו"ל מתבססות על יכולותיה של החברה בתחום התקשורת ולפיכך הכנסות החברה בתחום עשויות לצמוח בשנים הקרובות באופן משמעותי (במקרה של הצלחה).**

**מוליכים למחצה**

פעילות החברה בתחום המוליכים למחצה הפכה השנה למשמעותית (25% מההכנסות) בעקבות קבלת פרוייקט טאוור. פרוייקט טאוור צפוי לתרום לחברה בשנתיים הקרובות הכנסות של כ- 60 מיליון \$.

החברה כבר החלה בהקמת הפרוייקט, מה שמקטין את הסיכון לביטולו, אם כי המצב הקשה בשוק המוליכים למחצה כמו גם בעיות אפשריות בשאלת מימון הפרוייקט עשויים להביא לפגיעה מסוימת בהכנסות החברה מהפרוייקט.

נציין כי החברה הקימה בעבר את המפעל של אינטל בדרום הארץ והניסיון של החברה בתחום מביא לכך שלמעשה כל פרוייקט גדול בתחום מגיע לידיה של החברה. בשלב זה לא נראים פרוייקטים חדשים באופק אולם במצב של התאוששות של השוק ייתכנו פעילויות נוספות (לרבות הקמת מפעל נוסף של אינטל, שבעבר היו דיבורים על הקמתו). מקור הכנסות נוסף שהחברה עשויה לקבל הינו שלב ב' של מפעל טאוור (מחצית שניה של 2002) שצפוי להכניס לחברה הכנסות נוספות של כ- 25 – 30 מיליון \$. במידה ויוחלט בטאוור על ביצוע שלב ב' הסיכויים שברן תבצע אותו גדול.

**אנו מעריכים כי במצב המשק הישראלי והקשיים בהם נמצאות חברות בתחום בעולם, לא צפויים להכנס לחברה בטווח הקצר פרוייקטים נוספים בתחום, כאשר גם שלב ב' של פרוייקט טאוור נמצא בסימן שאלה. מאידך אנו מעריכים כי הסיכויים להשלמת פרוייקט טאוור (FAB 2) הינם גבוהים. אנו מעריכים כי קיים סיכון מסוים גם לגבי השלמת השלב הראשון (העיקרי) של הפרוייקט, כאשר טאוור עלולה להיתקל בקשיים לגייס משקיעים נוספים למפעל ו/או אשראי בנקאי נוסף נוכח המצב הקשה שהוחמר לאחר אירועי ספטמבר. מאידך, יש לזכור כי ברן כבר נמצאת בעיצומו של הפרוייקט וכן כי התשלום נעשה לפי התקדמות, מה שמקטין את החשש מקשיי גבייה (בדומה למקרה YES). לאור זאת, אנו מעריכים כאמור כי ברן תשלים את**

**הפרוייקט, אם כי אין ספק כי מצב שוק המוליכים למחצה ושל טאוור בפרט מעלה את הסיכון. אנו מעריכים כי בשנת 2002 הכנסות החטיבה יעלו לכיוון של כ- 60 מיליוני \$, כאשר הכנסות החטיבה ירדו החל מאמצע שנת 2003, לאחר השלמת הפרוייקט.**

#### חטיבת ההקמה והבינוי

החטיבה מתמחה בעבודות פיקוח, הקמה וניהול פרוייקטים בתחום התעשייה והתשתיות. החברה מבצעת פרוייקטים עבור גופים ממשלתיים ומוסדיים שונים. לאחרונה זכתה החברה במכרז של הצבא האמריקאי בארץ לביצוע פרוייקט בינוי שצפוי לתרום להכנסות החטיבה סכום של כ- 50-60 מיליון ש"ח לשנה בשלוש השנים הקרובות.

**אנו מעריכים כי הזכיה בפרוייקט הצבא האמריקאי תפצה על ירידה מסוימת בהכנסות החטיבה כתוצאה מהמיתון במשק, וכי בסך הכל החטיבה תציג שיפור בהכנסותיה לרמה של כ- 150 מיליון ש"ח בשנת 2002. יש לציין כי הצבא האמריקאי הינו לקוח בעל פוטנציאל להזמנות נוספות. נקודה זו עשויה להיות חשובה לאור הגידול במעורבות ארה"ב במזרח התיכון לאחרונה.**

#### חטיבת התעשייה

החברה מבצעת פרוייקטים הנדסיים בתעשייה בתחומי הכימיה, פטרוכימיה, ביוטכנולוגיה ומזון. כמו כן החברה בפעילות בחו"ל בעיקר בתחום הנפט והגז. בנוסף החברה נותנת שירותי ניהול ותפעול למפעלים תעשייתיים (לקוח עיקרי חברת חיפה כימיקלים דרום).

**החל משנת 2001 לא נחתמו התקשרויות מהותיות חדשות בתחום חטיבת התעשייה, ואנו מעריכים כי במידה ולא נראה שינוי מהותי במצב המשק נראה ירידה בהכנסות חטיבת התעשייה בתקופה הקרובה.**

#### חטיבת השירותים והיעוץ

החטיבה פועלת במתן ייעוץ במגוון פעילויות רחב. במסגרת החטיבה ניתן לציין את שתי החברות הבורסאיות - תפן (31.2%) המספקת שירותי יעוץ בתחומי הניהול, הנדסת תעשייה ומחשוב ו-A.L.D (50.4%) העוסקת בפיתוח כלי תוכנה ובהכשרה במסגרת מכללת A.L.D. על רקע המשבר בענפי הטכנולוגיה והתקשורת השונים נרשמה הרעה משמעותית בתוצאות של שתי החברות הנ"ל בשנת 2001.

**אנו מעריכים כי במצב הנוכחי תמשיך החטיבה לסבול מירידה בהכנסות וברווחיות.**

#### חטיבת הטכנולוגיה

תרומת חטיבת הטכנולוגיה להכנסות החברה הינה נמוכה. החברה פועלת באמצעות ברן טכנולוגיות מתקדמות בע"מ העוסקת בשיווק מוצרים טכנולוגיים כגון לחצנים ולוחות מקשים (EVERSWITCH), וכן באמצעות חברת T.P.S (63.6%) המפתחת פטנט בתחום מערכת חניה סלולרית לרכב. החברה תכננה לבצע הנפקה של חברת T.P.S אולם בשל מצב השווקים הנפקה זאת ירדה מהפרק. החברה דיווחה על קבלת שתי הזמנות גדולות בברן טכנולוגיות ברבעון הרביעי של 2001.

**אנו מעריכים כי במצב של ענפי הטכנולוגיה השונים ימשיכו החברות בתחום לייצר הכנסות מועטות (שאינן מכסות את ההוצאות). הנפקת החברות אינה נראית באופק בינתיים.**

#### חטיבת הפיתוח העסקי

החטיבה החלה לפעול החל בשנת 2001 במסגרת רה-אורגניזציה בחברה. הפעילויות העיקריות של החטיבה הינן מרכזי תעשיות ע.ע.ד בע"מ (50%) העוסקת בייצור ושיווק של תערובות מזון לבעלי חיים, ונס-פן בע"מ (56%) שהינה בעלת מרכז מסחרי בבי"ש ובעלת זכויות לבניית 24,000 מ"ר משרדים בבית דגן. המבנה הראשון מתוך שלושה בפרוייקט נמצא בשלבי בניה מתקדמים.

**אנו מעריכים כי הכנסות החברות בתחום חטיבת הפיתוח העסקי חסינות יחסית למיתון והן ימשיכו לשמור על רמת הכנסות דומה לזו הנוכחית.**

#### אסטרטגיה עסקית

- **שליטה בישראל** - המשך הדומיננטיות של החברה בתחום תכנון והקמת פרוייקטים בישראל.
- **מגוון של פעילויות** - פעילות במספר מגוון של תחומי פעילות, על מנת להקטין הסיכון במקרה של פגיעה בענפים בהם החברה פועלת.
- **ביצוע פרוייקטים בשיטת Turn Key** בה החברה אחראית על כל תהליך תכנון והקמת הפרוייקט, הליך בו הסיכונים והסיכויים לרווח גדולים יותר.

- הגדלת הפעילות בחו"ל - חברת ברן שמה לה כיעד להגדיל בשנים הקרובות באופן משמעותי את פעילותה בחו"ל באמצעות רכישות של חברות מקומיות הפועלות בתחומי הפעילות העיקריים של החברה. החברה שמה לעצמה כיעד מכירות של כ- 200 מיליון \$ בחו"ל בשנת 2004. יש לציין כי החברה לא הצליח לעמוד בתחזיות קודמות להכנסות מפעילות בחו"ל כבר בשנת 2001.

### הצמיחה בארץ צפויה להיעצר

כיום חלק הארי של הכנסות ברן נובע מביצוע פרויקטים בישראל (כאמור, החברה ביססה את מעמדה כמובילה בתחום ביצוע עבודות תשתית והקמת פרויקטים), ויש להעריך כי החברה תמשיך להיות מעורבת בחלק משמעותי מהפרוייקטים העתידיים בארץ.

בשנים האחרונות נהנתה ברן מצמיחה מרשימה בפעילותה בארץ, בעיקר בשל הגידול החד בפעילות בתחום התקשורת ובשל שני הפרוייקטים בתחום המוליכים למחצה (אינטל וטאורו); אנו מעריכים כי החברה מיצתה את פוטנציאל הצמיחה בארץ של עשרות אחוזים שראינו בשנים האחרונות והצמיחה צפויה להיעצר כאשר בשנת 2001 אנו צפויים לראות צמיחה של כ- 10% בהכנסות וב- 2002 אנו מעריכים כי נראה בלימה בצמיחה. שינוי בסביבה העסקית בארץ שיכול גידול משמעותי בתשתיות או קבלת פרויקט גדול נוסף מאלה שהוקפאו (כדוגמת מפעל נוסף של אינטל) עשויים לשנות תחזיות אלה.

עם זאת, יש להדגיש כי החברה תמשיך להיות דומיננטית בפרוייקטים בתחום התשתיות בארץ ואנו מעריכים כי בשנה הקרובה צפויה ברן לזכות בפרוייקטים נוספים כאשר על הפרק עומדים פרויקטים בתחומי הבינוי (כרגע נמצאת ברן בשלב הגמר של מכרז בינוי נוסף של הצבא האמריקאי), וכן פרויקטים בתחום ההתפלה, הובלת גז, טיפול באשפה ועוד.

היקף הפרוייקטים בהם החברה עשויה לזכות יכול להגיע לעד 100 - 200 מיליון ש"ח. יש להעריך שהחברה, באם תזכה בפרוייקטים תעשה זאת כחלק מקבוצה. ניתן להעריך את הפרוייקטים העומדים של הפרק בסכומים הבאים: פרויקט הבינוי לצבא האמריקאי: 20-30 מיליון \$, פרויקט הגז כ- 300 מיליון \$, פרויקט ההתפלה כ- 70 מיליון \$.

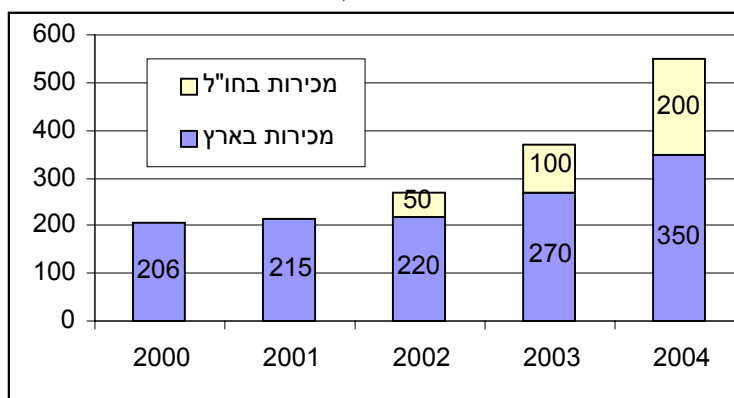
### העתיד מעבר ליס?

כאמור, אפשרויות הצמיחה של ברן בארץ אינן גבוהות והחברה, כאשר קפיצת המדרגה הבאה של החברה, באם תהיה, תבוא באמצעות הרחבת פעילותה מעבר ליס. עד עתה ביצעה החברה מספר פרויקטים בחו"ל (בעיקר בתחום הסלולר והאנרגיה) אולם ההכנסות מפעילות בחו"ל היוו חלק קטן מסך הכנסות החברה.

החברה מצהירה באופן מפורש כי בכוונתה להגדיל באופן משמעותי את פעילותה בחו"ל, בעיקר באמצעות רכישות של חברות מקומיות, הפועלות בתחומי הפעילות המרכזיים של ברן.

סנונית ראשונה לכך היתה רכישה של 55% מחברה גרמנית הפועלת בתחום תשתיות התקשורת. בנוסף, עמדה החברה לרכוש חברה הפועלת בתחום התקשורת בארה"ב, אולם לבסוף העסקה לא יצאה אל הפועל.

יעדי החברה למכירות בארץ ובחו"ל (במיליוני \$)



ברן מציגה תחזיות אופטימיות לגידול משמעותי בהיקף המכירות לחו"ל, שיביא להכפלה של הכנסות החברה בטווח של 3 שנים. יש לזכור כי החברה הציגה בעבר תחזיות אופטימיות למכירות בחו"ל שלא התגשמו מה שמגדיל את חוסר הודאות באשר להשגת היעדים הנוכחיים של החברה.

אנו מעריכים כי לברן יש מה להציע בחו"ל, בעיקר בתחומי התקשורת והמוליכים למחצה, תחומים בהם החברה צברה ניסיון רב בשנים האחרונות, וכי הפעילות הנמרצת של החברה באיתור אחר הזדמנויות רכישה, בצוותא עם העובדה שהירידות בבורסות בעולם מאפשרות לברן למצוא חברות מטרה במחירים נוחים, תביא לכך שהחברה תרחיב בטווח הקצר את פעילותה לאירופה וארה"ב.

דומה, כי השאלה העיקרית אינה האם ברן תרחיב את פעילותה לחו"ל אלא מתי והאם הפעילות בחו"ל תתרום לרווחי החברה.

**לגבי השאלה הראשונה** אנו מעריכים כי החברה תבצע כבר בטווח הקרוב רכישות נוספות בחו"ל, כאשר היעד העיקרי הוא ארה"ב. בימים אלה חתמה ברן על זיכרון דברים לרכישת 72% ממניות חברה אמריקאית בתחום תשתיות תקשורת. על פי דיווחים בעיתונות החברה נרכשה לפי מכפיל EBITDA של פחות מ-4 וכי מחזור המכירות של החברה היה בשנת 2001 כ-30 מיליון \$. לא נמסרו פרטים נוספים על זהות או פעילות החברה.

**במהלך השנה דווחה החברה על רכישה של חברה בארה"ב אולם במהלך בדיקת הנאותות החליטה החברה לסגת מהעסקה. עם זאת, בין אם מדובר בחברה עליה דווחה ברן או חברה אחרת אנו מעריכים כי החברה תרחיב פעילותה לארה"ב במהלך שנת 2002.**

**לגבי השאלה השניה** ניתן לומר כי בהחלט קיים פוטנציאל לקפיצת מדרגה בפעילות וברווחיות החברה; מאידך אין ספק כי הרחבת הפעילות בחו"ל מגדילה את הסיכון העסקי בפעילות החברה. אנו מעריכים כי המחירים הזולים יחסית בהן נסחרות כיום חברות תשתיות בחו"ל, שיתופי הפעולה שלחברה כבר יש עם חברות זרות (אריקסון, סימנס, מייסנר, אינטל ועוד) והניסיון של ברן יאפשר לה להשתמש בפלטפורמה של החברות שיירכשו ולהביא להעלאת ערך החברות ולגידול בהכנסות וברווחיות.

לגבי הצד השני, הסיכון בפעילות בחו"ל בשווקים לא מוכרים לצד הגדלת המינוף הצפויה בעקבות הרחבת הפעילות מעלה את הסיכון בפעילות החברה, ואנו נתנו את הדעת על כך בבחירת מחיר ההון הראוי לחברה.

**אנו מעריכים אם כן, כי כבר בטווח הקרוב תגדיל ברן את פעילותה מעבר לים, בעיקר בתחום התקשורת תוך ניצול הזדמנויות רכישה של חברות בחו"ל; להערכתנו, הרחבת הפעילות בחו"ל תביא להגדלת היקף המכירות של החברה בשנים הקרובות; מאידך קשה בינתיים להעריך את התרומה לרווחיות החברה שתהיה תוצאה של הצלחה בבחירת חברות היעד, עלות הרכישה וכמובן מצב השווקים בשנים הקרובות.**

**לגבי מחירי הרכישה**, הרי שמשירות עם החברה עולה כי המגעים עם חברות בחו"ל מתנהלים לפי מחירים המשקפים מכפילי EBITDA של 4-5, לעומת מכפילים של 7-8 בהם נוהלו מגעים בעבר. מכפילים אלה נמוכים מהמכפיל בו נסחרת ברן כיום (מכפיל EBITDA של 6.7 לשנת 2001) ובמידה שהעסקאות יצאו לפועל ברמות מכפילים של 4-5 הדבר עשוי לתרום להעלאת ערכה של ברן.

## ברן – מודל SWOT

### חוזקות

- ניסיון מוכח ומוניטין בתחום תכנון והקמת פרויקטים בתחומים שונים.
- דומיננטיות בשוק הישראלי בשורה של ענפים ותחומים.
- מגוון פעילויות המאפשר את פיזור הסיכון.
- הנהלה מצוינת שיודעת לזהות את התחומים "החמים".
- שקיפות של החברה בפני שוק ההון.
- שיתופי פעולה עם חברות זרות, שהביאו לזכייה בפרוייקטים בחו"ל, וצפויים לתרום להצלחת החדירה לחו"ל.

### חולשות

- פעילות בתחום שאינו מניב תזרים הכנסות יציב וקבוע. תחום הפרוייקטים הינו תחום בו אין בטחון באשר למקור הכנסות עתידיות.
- פעילות (נכון להיום) כמעט רק בשוק הישראלי.
- חוסר ניסיון ממשי בפעילות בחו"ל.
- תלות במספר לקוחות גדולים כמו טאוור וחברות הסלולר. בעניין זה יש לציין את ההשפעה הקשה על החברה (ובעיקר על המניה) כתוצאה מהפסקת ההתקשרות עם YES.
- תלות באנשי מפתח ובעיקר ביו"ר החברה מאיר דור. בענף בו הכנסת פרויקטים חדשים היא שם המשחק החשיבות של אנשי המפתח חזקה מאד.

### הזדמנויות

- הרחבת הפעילות בחו"ל. החברה הינה בעלת ניסיון ויכולות גבוהות מאד בתחום הקמת פרויקטים בתחומי התקשורת והמוליכים למחצה, מה שיכול להפוך את הכניסה לחו"ל למוצלחת.

- חדירה לשווקים בהם החדירה של הסלולר עדיין נמוכה יחסית. בעיקר ארה"ב.
- הזדמנויות רכישה של חברות בחו"ל, בעקבות ירידות השערים בבורסות בעולם.
- זכייה במכרזים בתחום ההתפלה.

#### איומים

- גביה מלקוחות הנמצאים או שעלולים להיקלע לקשיים פיננסיים (YES כיום, טאוור בעתיד?).
- הרחבת הפעילות בחו"ל. לצד ההזדמנות, אין ספק כי החדירה לשווקים זרים כרוכה בסיכון משמעותי.
- המשך (או החרפת) המיתון בארץ ובעולם. חברה מסוגה של ברן מושפעת באופן חזק מהמיתון, עקב הקטנת הסכומים המופנים להשקעות בתשתית.
- סכנה לביטול הסכמים. ההאטה בארץ ובעולם עלולה לגרום לביטול של הסכמים קיימים.
- הגדלת המינוף עם החדירה לחו"ל. יש לשער כי ההתרחבות לחו"ל תעשה באמצעות הגדלת המינוף.

**ניתוח דוחות כספיים**

**דוח רווח והפסד**

שינוי*	1-9-2001	1-9-2000	2000	1999	1998	1997	באלפי ש"ח
<b>9.7%</b>	<b>703,406</b>	<b>641,414</b>	<b>865,283</b>	<b>573,464</b>	<b>422,261</b>	<b>264,681</b>	<b>הכנסות</b>
7.2%	573,477	534,837	728,459	459,443	321,257	179,158	עלות המכירות
	18.5%	16.6%	15.8%	19.9%	23.9%	32.3%	שיעור רווח גולמי
<b>21.9%</b>	<b>129,929</b>	<b>106,577</b>	<b>136,824</b>	<b>114,021</b>	<b>101,004</b>	<b>85,523</b>	<b>רווח גולמי</b>
	1,782	2,461	3,208	1,504	3,281	2,114	הוצאות מחקר ופיתוח
	5,131	3,921	5,120	3,649	4,294	5,239	הוצאות מכירה ושיווק
	37,631	37,563	48,302	46,035	44,266	44,919	הוצאות הנה"כ
	12.1%	9.8%	9.3%	11.0%	11.6%	12.6%	שיעור רווח תפעולי
<b>36.3%</b>	<b>85,385</b>	<b>62,632</b>	<b>80,194</b>	<b>62,833</b>	<b>49,163</b>	<b>33,251</b>	<b>רווח מפעולות רגילות</b>
	5,272	3,298	5,690	-256	-1,547	-320	הכנסות (הוצאות) מימון
	-6,384	6,612	6,499	893	-1,324	2,129	הכנסות (הוצאות) אחרות
<b>16.2%</b>	<b>84,273</b>	<b>72,542</b>	<b>92,383</b>	<b>63,470</b>	<b>46,292</b>	<b>35,060</b>	<b>רווח לפני מיסים</b>
	39.3%	26.6%	30.0%	30.2%	43.9%	36.9%	שיעור מס
	33,120	19,267	27,711	19,178	20,308	12,926	מיסים על ההכנסה
-4.0%	51,153	53,275	64,672	44,292	25,984	22,134	רווח לאחר מיסים
	585	4,007	6,131	3,028	-81	0	חלק ברווחי כלולות
	1,306	1,414	1,863	0	1,343	5,992	חלק בחברות מאוחדות
<b>-9.6%</b>	<b>53,044</b>	<b>58,696</b>	<b>72,666</b>	<b>47,320</b>	<b>24,560</b>	<b>16,142</b>	<b>רווח נקי</b>
	7.54%	9.15%	8.40%	8.25%	5.82%	6.10%	שיעור רווח נקי

\* שינוי-תשעה חודשים ראשונים של 2001 מול תקופה מקבילה ב-2000.

- ברן רשמה בשנים האחרונות קצב גידול מרשים של עשרות אחוזים בשנה. בהשוואה לשנת 1997 רשמה החברה גידול של 225% במכירות ושל 347% ברווח הנקי.
- הרווח הגולמי והתפעולי של החברה ירד בשנים האחרונות באופן משמעותי, בעיקר כתוצאה מכניסה של פרויקטים גדולים בעלי שיעור רווח נמוך יותר. בשנת 2001 נרשם שינוי במגמה והחברה רשמה שיפור ברווח הגולמי לרמה של כ-19%.
- הירידה בהכנסות תפן ו-ALD הביאה לירידה בהכנסות מחברות כלולות.
- החברה שומרת על יציבות בהוצאות הנהלה וכלליות. הוצאות השכר מבוססות על שיעור גבוה של בונוסים ושיפור ברווח יביא לעליה בהוצאות השכר.
- החברה סיימה להשתמש בהפסדים הצבורים, שסייעו לה ליהנות בשנים 1999-2000 משיעור מס מופחת. אנו מעריכים כי שיעור המס של החברה יעמוד על כ-36%.
- הירידה ברווחיות במחצית הראשונה של 2001 מוסברת בעליה החדה בשיעור המס וברווח חד פעמי שנרשם ברבעון הראשון של 2000 כתוצאה מהנפקת A.L.D.

**מאזן**

30.9.00	30.9.01	באלפי ש"ח
115,378	149,884	מזומנים ושווי מזומנים
14,616	4,985	השקעות ז"ק
191,934	303,623	יתרת לקוחות
364,813	505,504	סה"כ רכוש שוטף
29,435	38,664	השקעות ויתרות חובה ז"א
100,436	127,504	רכוש קבוע ואחר
21,310	62,470	אשראי שוטף מתאגידים בנקאיים
106,133	224,509	ספקים וזכאים
303,343	433,981	סה"כ התחייבויות שוטפות
31,937	40,626	התחייבויות ז"א
159,404	196,170	הון קרנות ועודפים
494,684	670,777	סה"כ מאזן
32.2%	29.2%	<b>הון עצמי למאזן</b>
1.20	1.16	<b>יחס שוטף</b>
79.8	122.9	<b>ימי לקוחות</b>
-47,214	-20,876	<b>הון חוזר</b>

- לחברה הון עצמי של כ-196 מ' ש"ח, המהווה כ-30% מסך המאזן. עם זאת, ניתן להעריך כי העסקאות המתוכננות (רכישות בחו"ל) יביאו להגדלת המינוף.



- יתרת הלקוחות של החברה עלתה באופן משמעותי בשנה האחרונה, בעיקר עקב בעיית גביית התשלומים מ- YES ; אנו מעריכים כי עם הפסקת הפעילות מול YES נראה ירידה בסעיף זה. כפועל יוצא מכך עלה גם יחס ימי לקוחות מ- 80 ימים ל- 123 ימים.
- מאידך יש לציין כי קיימת גם עליה משמעותית בסעיף הספקים.

### תחזית רווח

Q4/2000	Q4/2000	F2000	F2000	F2001	2000	הצפי ש"ח הכנסות
222,272	219,463	1,108,317	984,890	925,678	865,283	עלות המכירות
182,263	189,812	917,687	809,580	755,740	728,459	שיעור רווח גולמי
18.0%	13.5%	17.2%	17.8%	18.4%	15.8%	רווח גולמי
40,009	29,651	190,631	175,310	169,938	136,824	הוצאות מחקר ופיתוח
500	733	3,000	2,400	2,282	3,208	הוצאות מכירה ושיווק
1,500	1,175	7,500	7,000	6,631	5,120	הוצאות הנה"כ
12,500	10,527	55,000	52,136	50,131	48,302	שיעור רווח תפעולי
11.5%	7.8%	11.3%	11.6%	12.0%	9.3%	רווח מפעולות רגילות
25,509	17,216	125,131	113,774	110,894	80,194	הכנסות (הוצאות) מימון
-1,250	2,345	-3,010	-3,010	4,022	5,690	הכנסות (הוצאות) אחרות
-1,500	-110	-2,500	-2,500	-7,884	6,499	רווח לפני מיסים
22,759	19,451	119,621	108,264	107,032	92,383	שיעור מס
35.0%	42.6%	36.0%	36.0%	38.4%	30.0%	מיסים על ההכנסה
7,966	8,278	43,063	38,975	41,086	27,711	רווח לאחר מיסים
14,793	11,173	76,557	69,289	65,946	64,672	חלק ברווחי כלולות
-300	2,082	0	0	285	6,131	חלק בחברות מאוחדות
500	439	0	0	1,806	1,863	רווח נקי
14,993	13,694	76,557	69,289	68,037	72,666	

### הנחות

- **מכירות -** החל מהרבעון הרביעי של 2001 תפסק תרומת YES למכירות החברה. בשנת 2002 אנו צופים תרומה משמעותית של פרוייקט טאוור ופרוייקט הבינוי לצבא האמריקאי שיפצו על אובדן ההכנסות מ- YES. כמו כן, אנו מעריכים כי כבר בשנת 2002 תתרום הרכישה בגרמניה להכנסות החברה ותמתן את הירידה בהכנסות בתחום התקשורת. נציין כי בהחלט יתכן כי הרחבת הפעילות לחו"ל תביא הכנסות נוספות בהיקף משמעותי כבר ב- 2002 ; עם זאת מטעמי שמרנות לא הוספנו הכנסות אלו לתחזיות.
- **צבר הזמנות -** ברן הינה חברת פרוייקטים ולכן חלק ניכר מההכנסות הצפויות ב- 2002 עדיין לא מסוכס בחוזים. אנו מעריכים כי לחברה צבר הזמנות ל- 2002 העומד על כ- 40% מההכנסה הצפויה ל- 2002. מסיבה זו ייתכנו כמובן סטיות מהתחזיות, בהתאם ולמצב הכלכלי בארץ ובעולם וליכולת החברה לזכות בפרוייקטים.
- **רווח גולמי -** אנו מעריכים כי שיעור הרווח הגולמי יהיה דומה לזה שנרשם במחצית הראשונה של 2001 ויעמוד על כ- 18%.
- **רווח תפעולי -** הקיטון במכירות יביא לקיטון מסוים ברווח התפעולי בשנת 2002.
- **מיסוי -** החברה מיצתה את ההפסדים הצבורים לצרכי מס, והמס אמור לעמוד על כ- 36%.
- **הכנסות אחרות -** עקב החולשה בשוק ההון אנו לא צופים בעתיד הקרוב הכנסות מהנפקות או ממימוש נכסים.

### הערכת שווי

ביצענו הערכת שווי על פי מודל מכפיל הרווח ועל פי מודל הצמיחה של גורדון.

### מכפיל רווח

חברת ברן נסחרת כיום במכפיל רווח של 9.4 לפי רווח חזוי ל- 2002 (במכפיל היסטורי של 9.9). אנו מעריכים כי החברה ראויה להיסחר במכפיל רווח של 12 (המשקף מחיר הון של כ- 11.8% וצמיחה לטווח ארוך של 3.0%, המשקללת צמיחה מהירה בשנים הקרובות על רקע הגידול בחו"ל וצמיחה איטית יותר לאחר מכן) **מכפיל זה משקף לחברה שווי של כ- 840 מיליון ש"ח (על הרווח הצפוי לשנת 2002).**

**מודל הצמיחה של גורדון**

בחינת שווי החברה על פי מודל הצמיחה של גורדון נעשה תוך לקיחת ההנחות הבאות.

- **בחנו את התזרים של החברה בשנים 2001-2003** – תוך התייחסות להשקעה הצפויה בחברה (השקעות בחו"ל).
- **שיעור צמיחה של כ- 5% בשנים 2003-2007** - אנו מעריכים כי בשנים הקרובות תהנה החברה מקצב צמיחה גבוה יחסית של כ- 5% בשל ההתרחבות בחו"ל.
- **לקיחת הרווח המייצג של שנת 2007** – אנו מעריכים כי לאחר הרחבת הפעילות בחו"ל תמשיך לצמוח החברה בקצב של כ- 2.0% בשנה והמודל שלנו לוקח בחשבון צמיחה פרמנטית בקצב זה.
- **קצב הצמיחה המשוקלל של החברה יעמוד להערכתנו על שיעור של 3% לטווח הארוך.**
- **מחיר ההון (WACC) שנלקח על ידו הינו 11.8%**. מחיר ההון לוקח בחשבון ריבית חסרת סיכון של 3.8% בטא של 1.46 ופרמי ת שוק של 5.5%. אנו מעריכים כי מחיר הון גבוה יחסית זה מתאים לסיכון בחברה (שצפוי לגדול עם ההתרחבות לחו"ל).

**על פי מודל הצמיחה של גורדון התזרים התפעולי של החברה, מהוון להיום עומד על סכום של כ- 920 מיליון ש"ח, כאשר לכך יש להוסיף את הנכסים העודפים כמפורט בטבלה:**

באלפי ש"ח	
תזרים תפעולי	857,187
נכסים עודפים	100,024
ניכוי זכויות מיעוט	39,548
חוב	-22,167
אי.אל.די	9,443
תפן	13,771
<b>סה"כ</b>	<b>963,043</b>

**טבלת רגישות**

במ' ש"ח	מחיר הון								
צמיחה	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	11.8%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
0.0%	779.8	766.0	752.5	739.4	731.7	726.6	714.1	702.0	690.1
1.0%	848.3	833.0	818.0	803.5	794.9	789.3	775.5	762.0	748.8
2.0%	930.8	913.7	896.9	880.6	871.1	864.8	849.3	834.2	819.5
2.5%	978.7	960.5	942.7	925.4	915.3	908.6	892.1	876.1	860.5
3.0%	1,032.0	1,012.6	993.7	975.3	963.4	957.3	939.8	922.8	906.1
3.5%	1,091.7	1,071.0	1,050.8	1,031.1	1,019.6	1,011.9	993.3	975.0	957.3
4.0%	1,159.1	1,136.9	1,115.2	1,094.1	1,081.7	1,073.5	1,053.5	1,034.0	1,014.9
4.5%	1,235.6	1,211.7	1,188.4	1,165.7	1,152.3	1,143.5	1,122.0	1,100.9	1,080.4
5.0%	1,323.4	1,297.5	1,272.3	1,247.7	1,233.3	1,223.8	1,200.4	1,177.7	1,155.5

**לאור זאת, אנו מעריכים את שווי החברה ב- 840 - 960 מיליון ש"ח, כאשר מטעמי שמרנו אנו מבססים את המלצתנו על שווי שוק של 840 מיליון ש"ח (מכפיל רווח של 12, על הרווח הצפוי ל- 2002). שווי זה משקף מחיר של 110 ש"ח למניה.**

**סיווג הסיכון של החברה**

לאור אופי הפעילות של החברה, והתלות במספר לקוחות וענפים אנו מסווגים את החברה כחברה **בסיכון גבוה** מהטעמים הבאים:

- העובדה כי מדובר בחברת פרוייקטים, כאשר חלק קטן (פחות מ- 50% להערכתנו) מההתקשרויות העתידיות של החברה (לטווח של שנה ויותר) מעוגנות בחוזים.
- התלות בשני ענפים בעלי סיכון תקשורת ומוליכים למחצה המהווים כ- 65% מהכנסות החברה.
- תלות במספר לקוחות גדולים וביניהם חברת טאוור וחברות הכבלים המקומיות.
- סימני השאלה לגבי הצלחת הפעילות בחו"ל ולאור העובדה שהחברה מתכננת להשקיע כספים רבים ברכישת חברות בחו"ל.

