

## עדכון לחברה ברן - לכל דבר יש מחיר.

נתוני רווח והפסד (מ' ש"ח)					
2003E	2002E	2001	2000	1999	
800	880	1028.5	914.4	618	הכנסות
124	136.5	181.8	144.6	122.9	רווח גולמי
15.5%	15.5%	17.7%	15.8%	19.9%	מרווח גולמי
60	68.5	108.5	84.7	67.7	רווח תפעולי
7.5%	7.2%	10.5%	9.3%	10.9%	מרווח תפעולי
38.5	35	68.5	76.8	51	רווח נקי
5.05	4.45	8.95	10.37	7.19	רווח למניה
5.5	6.3	3.1	2.7	3.9	מכפיל רווח

\* תחזיות הרווח אינן כוללות את תוצאות O2Wireless, המועמדת לרכישה.

### נקודות עיקריות

- הירידה בקצב ההשקעות במגזרים השונים בארץ ובעולם גורמת להצטמקות הפעילות העסקית של החברה.
- ברן משקיעה מאמצים באיתור חברות מתאימות בחו"ל אשר רכישתן תמנף את יכולתה להרחיב את פעילותה מחוץ לגבולות ישראל.
- לאור התרדמה בהשקעות במגזר הטלפוניה בארה"ב ולנוכח מצבה הקשה של O2Wireless, רכישתה לא צפויה להיטיב עם בעלי המניות הנוכחיים של ברן בתקופה הקרובה.
- למרות תמונת מצב אפורה בכל מה שקשור לסביבה העסקית הנוכחית של ברן, פוטנציאל התשואה העתידי המשתקף מן המחיר בו נסחרת החברה הופך אותה להשקעה אטרקטיבית.
- לאור הערכותינו כי החברה נסחרת בחסר אנו מעלים את המלצתנו לקניה ונוקבים במחיר יעד של 43 ש"ח.

### גרף המניה



<b>המלצה</b>
קניה

<b>המלצה קודמת</b>
החזק

<b>מחיר נוכחי (ש"ח)</b>
28

<b>רמת סיכון</b>
סיכון גבוה

<b>תאריך</b>
29 בספטמבר, 2002

<b>סימול</b>
BRAN IT

<b>ענף</b>
הנדסה

<b>שווי שוק (מ' ש"ח)</b>
220

<b>מדד ת"א 100</b>
340.84

<b>גבוה/נמוך 12 חודשים</b>
26.86 / 95.96

<b>הון עצמי (מ' ש"ח)</b>
220

<b>כמות צפה (מ' ש"ח)</b>
90

<b>תשואת דיבידנד (ברוטו)</b>
6%

<b>מכפיל היסטורי</b>
4.9

<b>אנליסטית</b>
גלית זידמן

**הביצה המקומית התייבשה וההתרחבות לחו"ל לא פשוטה**

הפעילות העסקית של ברן בזירה המקומית מצטמקת ומשקפת היטב את ההשקעות הדלילות בתעשייה ובתחומי התקשורת והיי-טק. החברה נמצאת בשלבי סיום של הפרויקט היחיד שלה בתחום המוליכים למחצה והגדול ביותר שהזין אותה בשנה האחרונה (טאוור). במגזר התקשורת תאלץ החברה להסתפק באספקת שירותים שוטפים לחברות הסלולר עד להרחבות לטובת הדור השלישי ואילו במגזר התעשייה סובלת ברן מעצירת ההשקעות במשק. בתחום התעשייה ברן עשויה למצוא ישועה מסוימת בפרוייקטי תשתיות אשר צפויים להתעורר בשנתיים הקרובות. פרויקט אחד שכזה, בו כבר זכתה ברן לא מכבר כחלק מקונסורציום, הינו פרויקט להתפלת מים. החברה תהנה מהקמתו והפעלתו של מתקן להתפלת מים במפרץ חיפה. הנחמה אמנם לא קטנה – היקף הפרוייקט הינו 90 מליון דולר וחלקה של ברן בביצועו 40% ובתפעולו כשליש, אך לא די בכך בלבד בכדי לשנות את פני התמונה עבור החברה.

הרצון של ברן להרחיב את פעילותה בחו"ל הוא, אם כן, ברור ומתבקש. אך גם במישור הזה אין לחברה חיים קלים. היעדר המוניטין (אותו צברה בשוק המקומי) בשוק הגלובלי יחד עם ההאטה הכלכלית העולמית, אשר מביאה עימה לירידה בקצב ההשקעות בכל העולם מקשים על החברה באיתור הזדמנויות. יתרה מזאת, ברן ממקדת את מאמציה בעיקר בתחום התקשורת אשר ממאן להתאושש וממשיך לסבול מחוסר וודאות, צמצומים ודחיות בלוחות זמנים של השקעות בפרוייקטים (עיין ערך ההאטה, עליה דיווחה ברן, בקצב ובכמות העבודה בפרוייקט החברה לשדרוג אתרי סלולר בגרמניה)

לנוכח הפוטנציאל המוגבל ברן משקיעה מאמצים בחיפוש אחר חברות מתאימות לרכישה בחו"ל, אשר תוכלנה למנף את פעילותה שם. עד כה לא העלתה החברה בחכתה דבר. כיום מתקיימת בדיקת נאותות לרכישת חברת O2Wireless (O2) האמריקאית, העוסקת במתן מכלול של שירותים לתשתיות תקשורת סלולרית. מאז החל המו"מ סביב הרכישה שונה מחיר הרכישה כבר פעמיים לנוכח ההידרדרות במצב הפעילות של החברה האמריקאית. על מנת לשפוך מעט אור על מצבה של החברה, להלן מקבץ נתונים העולים מן הדוחות הכספיים שלה:

<b>O2Wireless – נתונים ל- 12 החודשים המסתיימים ביוני 2002 (במליוני דולר)</b>	
97.9	הכנסות
14.5	רווח (הפסד) גולמי
(59.5)	רווח (הפסד) תפעולי
(26.4)	Ebitda
(5.6)	תזרים מפעילות שוטפת
12	חוב פיננסי נטו
1.3	הון עצמי
33.8	סה"כ מאזן

לאור הקשיים בהם מצוייה O2 ולנוכח מצב ענף הסלולר בארה"ב נכון להיום, אנו מעריכים כי אם תתקש ברן לרכוש את O2 יתכן ותמנף את היכולות שלה לחדור לשוק האמריקאי בעתיד הרחוק אולם הדבר יביא לפגיעה במצב בעלי המניות של ברן בשנים הקרובות.

**...ויחד עם זאת לכל דבר יש מחיר**

- אין ספק שתמונת המצב הנוכחית לא מסבירה פנים. אולם בבואנו לבחון את "החבילה המוצעת" כאלטרנטיבת השקעה אל לנו להתעלם משני השיקולים הבאים:
1. המשק המקומי והגלובלי צפויים להתאושש ביום מן הימים מן ההאטה הכלכלית אליו נקלעו וכשזה יקרה זרם ההשקעות יתחזק וייצור הזדמנויות עבור חברת הנדסה כברן.
  2. השיקול השני והחשוב לא פחות הינו כמובן המחיר. אף על פי ולמרות הכל, המחיר בה נסחרת מנית ברן משקף לחברה שווי נמוך מן הראוי, ובמיוחד אם לוקחים בחשבון אפשרות של התאוששות עתידית כאמור.

תשואה נגזרת	מכפיל	
18%	5.5	ברן (נטו – ללא O2)*
7.4%	13.5	מדד ת"א 100
6%	16.7	תשואה חסרת סיכון

\* מכפיל חזוי על בסיס תחזיות לשנת 2003

למרות הבעייתיות שיוצרת הרכישה של O2 גם במידה והמיזוג יצא לפועל, הוא אמנם יפגע להערכתנו בבעלי המניות של ברן, אך החברה עדיין מהווה לדעתנו השקעה אטרקטיבית בראיה ארוכת טווח כפי שמשתקף מן הטבלה הבאה:

הערות	מכפיל	במליוני ש"ח
ע"ס מכפיל 9 לרווחי 2003	350	שווי ברן (נטו – ללא O2)*
	45	מחיר המניה הנגזר של ברן
לפי שווי שוק	8	שווי O2Wireless
	358	שווי החברה הממוזגת
בהתבסס על מספר המניות החדש לאחר ההקצאה	43	מחיר המניה הנגזר של החברה הממוזגת (ש"ח)

**לסיכום** – מצבה של ברן ושל הסביבה העסקית בה היא פועלת אינו מעורר אופטימיות. אנו מוצאים את תזרים הפרוייקטים השלילי של ברן מדאיג. מצבה של חברת O2 המועמדת לרכישה מלבב עוד פחות. יחד עם זאת אם נבחן את עלות ההשקעה בברן כפי שהיא משתקפת ממחירה בשוק היום אל מול פוטנציאל התשואה העתידי אנו מעריכים כי למרות כל הקשיים ברן נסחרת בחסר. ההרעה בפעילות של ברן, הביאה, להערכתנו, ל- OverShooting כלפי מטה במחיר המניה. הירידות במחיר המניה לרמות הנוכחיות יצרו הזדמנות השקעה מעניינת גם תחת ההנחה שהמיזוג של חברת O2 אל תוך ברן יצא לפועל.

לפני כארבעה חודשים הורדנו את המלצתנו למניות החברה ל"החזק" על סמך צפיות למה שכינינו אז "תזרים פרויקטים שלילי". מאז היינו עדים להידרדרות בפעילות החברה והירידה החדה במחיר המניה לא אחרה לבוא. היום, תזרים הפרוייקטים של החברה ממשך להיות מדאיג אולם אנו מוצאים לנכון להעלות את המלצתנו חזרה לקניה בגלל המחיר ונוקבים במחיר יעד של 43 ש"ח למניה על בסיס מכפיל 9 לרווחי ברן בשנת 2003 ובהנחה שרכישת O2 תצא לפועל לקראת סוף השנה.

**מחלקת המחקר 03-7104500**  
**אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר**

olivia@gmul.co.il  
גלית זידמן - אנליסטית  
galit@sahar.co.il  
דודו יוגב - אנליסט  
david@sahar.co.il  
רונית חלימה - אנליסטית  
ronith@sahar.co.il  
שחר ברנר - אנליסט  
shachar\_b@gmul.co.il

**דרוג השקעה: קניה חזקה** - המנייה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** - המנייה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** - מחיר המנייה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** - המנייה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** - מחיר המנייה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** - המנייה נסחרת בתמחור יתר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר.  
אפיון סיכון: גבוה - **רמת הסיכון בהשקעה במנייה גבוהה מהממוצע בשוק**. סיכון שוק - **רמת הסיכון בהשקעה במנייה דומה לממוצע בשוק**. נמוך - **הסיכון בהשקעה במנייה נמוך מהממוצע בשוק**.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר גמול סהר שירותי בורסה בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין גמול סהר שירותי בורסה בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לגמול סהר שירותי בורסה בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עימן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.