

תשואת יתר, \$6.0
ענף: ציוד תקשורת
תגובה לד"ח Q2/05

25 יולי 2005

סרגון – שוב תוצאות טובות מעט מהתחזיות. ראות טובה קדימה.

| 2002A | 2003A | 2004A | 2005E | 2006E | |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------------|
| 18.4 | 34.4 | 54.8 | 72.3 | 86.7 | הכנסות |
| -26.0% | 87.1% | 59.3% | 31.8% | 20.0% | גידול הכי |
| (15.8) | (5.4) | 0.8 | 3.8 | 6.6 | רווח תפעולי |
| (14.3) | (4.3) | 1.6 | 4.3 | 7.4 | רווח נקי |
| (0.16) | (0.05) | 0.06 | 0.15 | 0.25 | רווח למניה |
| N.R. | N.R. | 81.2 | 30.7 | 17.6 | מכפיל רווח |

נתונים במליוני \$ פרט לנתוני רווח למניה

נקודות עיקריות:

• סרגון סיימה את הרבעון עם תוצאות מעט טובות מהתחזיות: ההכנסות הסתכמו ב-18 מ' דולר (צמיחה של 6.9% לעומת Q1/05), בהשוואה לתחזיתנו של 17.5 מ' דולר וקונסנזוס 17.3 מ' דולר. הרווח למניה הסתכם ב-4 סנט, בהתאם לתחזיות.

• הנהלת החברה משדרת אופטימיות: צבר ההזמנות גדל ומאפשר ראות טובה קדימה. לצד האופטימיות הכללית ה-guidance ל-Q3/05 פושר למדי: החברה צופה הכנסות של 18-18.5 מ' דולר (צמיחה של עד 3% בין הרבעונים). להערכתנו, הנהלת החברה כיום מרגישה בטחון ביכולת להשיג יעד צמיחה שנתי של 30%. לדברי הנהלה, החברה תצמח "לפחות 30%" ב-2004 לעומת 2005. בשנת 2006, החברה צופה צמיחה של 20%-25%.

• גם ב-Q2/05 מגזר הסלולר תרם את רוב ההכנסות. מפעילי הסלולר היו אחראיים למעל 50% מהכנסות הרבעון. השאר התחלק שווה בשווה בין מפעילי תקשורת ניחת לבין רשתות פרטיות.

• חלקו של המוצר החדש FiberAir 1500P ממשיך לגדול במשקלו בהכנסות – הגיע ברבעון האחרון ל-35%, לעומת 25% ברבעון הקודם. רווחיות מוצר זה גבוהה יותר, חלקו בסך ההכנסות ימשיך לגדול, אך איננו צופים שיפור משמעותי ברווחיות הגולמית הכללית של החברה: FiberAir 1500P מסייע לשמור על שיעורי רווחיות נוכחית (+40%).

• החברה ציינה כי מפעילי הסלולר בארה"ב מתחילים להתעניין בפתרונות אלחוטיים לבניית חלק ה-backhaul לרשת שלהם כתחליף לסיבים אופטיים.

המלצה:

- איננו משנים באופן משמעותי את התחזיות לחברה, שכן גם במודל הקודם הנחנו כי סרגון תצמח מעט מעל 30% ב-2005. אנו בהחלט רואים אפשרות להפתעה. ל-2006 אנו צופים צמיחה של 20%.
- השווי הכלכלי של החברה (לפי מודל DCF) כיום משקף אפסייד של כ-30%. להערכתנו, מחיר כזה הינו אטרקטיבי אפילו עבור חברה קטנה ומסוכנת מסוגה של סרגון. עם זאת, מנית סרגון סובלת מחוסר עניין מתמשך של המשקיעים.
- אנו מותירים ההמלצה על **תשואת יתר** ומחיר היעד נותר \$6.

נתוני מניה

| | |
|-----------|---------------|
| CRNT | סימול |
| \$4.65 | מחיר |
| \$6.00 | מחיר יעד |
| תשואת יתר | המלצה |
| \$6.00 | מחיר יעד קודם |
| תשואת שוק | המלצה קודמת |

נתוני מסחר

| | |
|---------|----------------------|
| \$131.1 | שווי שוק (מלי) |
| \$169.2 | שווי כלכלי (מלי) |
| \$3.88 | גבוהומוך 52 שבי |
| \$0.44 | מחזור יומי (אלפים) |
| \$1.23 | נכסים פיננסיים למניה |
| 2.4 | שווי שוק/הון עצמי |
| 54.4 | הון עצמי (מלי \$) |
| 58% | שעור מניות במסחר |

במ' דולר

| Q2/2004A | Q2/2005A | Q3/2004A | Q3/2005E | הכנסות |
|----------|----------|----------|----------|-------------|
| 13.0 | 18.0 | 14.5 | 18.5 | רווח תפעולי |
| 0.0 | 0.9 | 0.42 | 1.0 | רווח נקי |
| 0.3 | 1.0 | 0.57 | 1.1 | |

גרף מניית סרגון מול NASDAQ 12 חוד'



גרי רסקין

03-7968838

GaryR@psagotofek.co.il

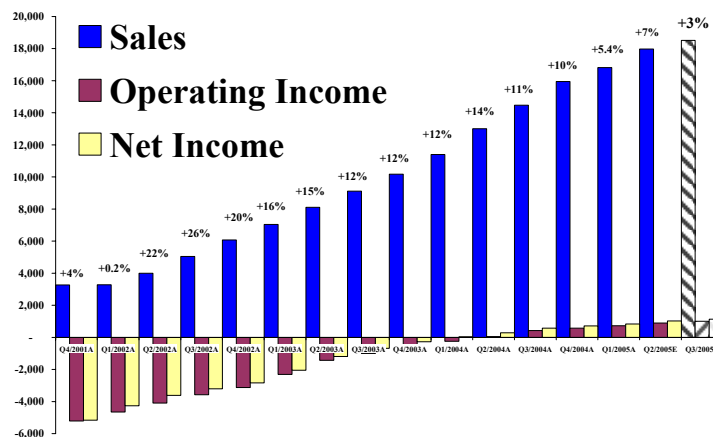


הכנסות ברבעון השני הסתכמו בכ-18 מ' דולר, לעומת התחזית שלנו של 17.5 מ' דולר ו-7% מעל התוצאות של הרבעון הקודם. סרגון גם עקפה מעט את התחזיות המוקדמות שנתנה להכנסות של 17-17.5 מיליון דולר. הרווח למניה הסתכם ב-4 סנט, בהתאם לתחזיות.

הנהלת החברה מביעה אופטימיות ומציינת כי צבר ההזמנות הגדל מאפשר ראות טובה קדימה. יחד עם זאת, על אף האופטימיות והעובדה שזה הרבעון השני שסרגון מצליחה להציג תוצאות טובות מעט (במאות אלפי דולרים) טובות מהתחזיות, החברה אינה מעלה את ה-guidance השנתי. התחזית לצמיחה שנתית נותרת 30%, אם כי כיום החברה מדגישה כי מדובר ב"לפחות 30%". אנו, מטעמי שמרנות, לא מעלים את התחזיות ל-2005 בשלב זה, אך בהחלט רואים אפשרות להפתעה לטובה. ב-2006 צופים בחברה צמיחה של 20%-25% בהתאם לצמיחת השוק.

ב-2005, קצב הגידול בין הרבעונים בהחלט נמוך מבעבר. נדגיש כי ניתן לייחס לחברה קטנה כמו סרגון שווי גבוה מהשווי בשוק אך ורק אם החברה תמשיך להציג שיעורי צמיחה גבוהים מאד. בשלב זה איננו מודאגים מיכולתה של החברה לצמוח – היעד של 30% בהחלט נראה לנו סביר. ב-2006 אנו מניחים צמיחת הכנסות של 20%.

להלן התרשים המתאר את הצמיחה של ההכנסות הרבעוניות מ-2001:



חלקם של המפעילים הסלולאריים בהכנסות החברה ב-Q2/05 היה מעל ל-50%, לעומת 45% ברבעון הקודם. הרשתות הפרטיות ומפעילי תקשורת קווית תרמו כ-25% מהכנסות כל אחד. להערכתנו, תחום הסלולר ימשיך להיות מנוע הצמיחה העיקרי עבור החברה בשני אופנים: שדרוג רשתות הסלולר בעולם המערבי כחלק ממעבר לרשתות GPRS והדור השלישי, וכן השקעות ושדרוגים במדינות מתפתחות עקב גידול חד בביקושים לשירותי סלולר בכלל. כ-20% מכלל המפעילים בעולם החלו בפריסה מסחרית של רשתות 3G.

חלקו של המוצר החדש, FiberAir 1500P עלה לכ-35% מסך ההכנסות, זאת לעומת 25% ברבעון הקודם. המוצר החדש הינו רווחי יותר ובסרגון מעריכים כי לקראת סוף 2005 חלקו של FiberAir1500P יהיה מעל 50%. להערכתנו, כתוצאה מהגדלת נתחו לא ישופר הרווח הגולמי באופן משמעותי: בעזרתו של FiberAir1500P החברה תצליח לשמור על שיעורי הרווחיות הנוכחיים.

שוב סרגון מסיימת את הרבעון עם תוצאות טובות מעט מהמצופה.

על אף האופטימיות שמסדרת ההנהלה, לא הועלה ה-guidance.

סרגון ממשיכה לצמוח אך בקצבים נמוכים מבעבר.

גם ברבעון השני תחום הסלולר מניע את הצמיחה

חלקו של המוצר החדש FiberAir 1500P בהכנסות החברה ממשיך לעלות. רווחיותו של המוצר טובה יותר, אך איננו צופים שיפור משמעותי ברווח הגולמי הכללי של החברה.



בניגוד למצב באירופה, בארה"ב מפעילי שירותי הסלולאר אינם נוהגים להשתמש בפתרונות אלחוטיים ל-backhauling, אלא בסיבים אופטיים מפאת זמינותם הגבוהה. בשיחת הוועידה החברה דיווחה כי ספקי שרותי תקשורת בארה"ב (בעיקר מסוג carriers' carrier) החלו להתעניין בפתרונות Point-to-Point כתחליף לסיבים אופטיים בדומה למתרחש בשאר העולם. אנו בהחלט מזהים פוטנציאל בתחום, אם כי, להערכתנו, לא מדובר בהיקפים גדולים. עיקר הצמיחה להכנסות של סרגון תבוא מתחום הסלולאר באירופה ומדינות מתפתחות.

איננו משנים באופן משמעותי את מודל ההערכה לסרגון. גם במודל הקודם הנחנו כי הכנסות החברה תצמחנה מעט יותר מ-30% ב-2005.

לדעתנו, השווי הכלכלי של החברה (ע"פ מודל DCF) משקף אפסייד של כ-30% לעומת מחיר המניה בבורסה. להערכתנו, דיסקאונט כה גדול בהחלט מפצה על הסיכון הרב הטמון בעסקי החברה הקטנה מסוגה של סרגון.

אנו מותירים את המלצתנו על תשואת יתר ומחיר היעד נותר \$6.

מפעילי סלולר בארה"ב מביעים התעניינות בפתרונות אלחוטיים מסוג Point-to-Point.

סיכום

אנו סבורים כי סרגון תצליח לעמוד ביעד הצמיחה של 30% וייתכן ואף תעקוף אותו במעט.

כיום המחיר של מניה בשוק מפצה על הסיכון.

המלצה: תשואת יתר

מחיר יעד: \$6

- מצ"ב:

- ניתוח רגישות
- מודל ותחזית

ניתוח הרגישות למחיר כלכלי של מניית סרגון בהתאם לשינויים בשיעור ההיוון וצמיחה לטווח ארוך:

| | | שיעור היוון | | | | | | |
|------------------------|------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| | | 10.5% | 11.0% | 11.5% | 12.0% | 12.5% | 13.0% | 13.5% |
| שיעור צמיחה לטווח ארוך | 3.0% | 6.58 | 6.21 | 5.89 | 5.60 | 5.35 | 5.12 | 4.91 |
| | 3.5% | 6.87 | 6.47 | 6.11 | 5.79 | 5.51 | 5.26 | 5.04 |
| | 4.0% | 7.22 | 6.76 | 6.36 | 6.01 | 5.70 | 5.43 | 5.18 |
| | 4.5% | 7.62 | 7.09 | 6.64 | 6.25 | 5.91 | 5.61 | 5.34 |
| | 5.0% | 8.09 | 7.48 | 6.97 | 6.53 | 6.15 | 5.82 | 5.52 |
| | 5.5% | 8.66 | 7.95 | 7.35 | 6.85 | 6.42 | 6.05 | 5.72 |



מודל ותחזיות 2003-2006

| December Fiscal Year (\$ in 000s, except EPS and Ratios) | FY 2004 | | | | FY 2005 | | | | | | | |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2003A | 2004E | 2005E | 2006E | Q1-04A | Q2-04A | Q3-04A | Q4-04A | Q1-05A | Q2-05A | Q3-05E | Q4-05E |
| Revenues | \$34,421 | \$54,831 | \$72,276 | \$86,731 | \$11,397 | \$13,007 | \$14,475 | \$15,952 | \$16,819 | \$17,972 | \$18,511 | \$18,974 |
| Cost of Revenues | 20,646 | 32,191 | 43,304 | 52,039 | 6,532 | 7,600 | 8,510 | 9,549 | 10,041 | 10,772 | 11,107 | 11,384 |
| Gross Profit | 13,775 | 22,640 | 28,972 | 34,693 | 4,865 | 5,407 | 5,965 | 6,403 | 6,778 | 7,200 | 7,404 | 7,590 |
| Research and Development, net | 6,970 | 7,393 | 8,993 | 9,533 | 1,693 | 1,870 | 1,780 | 2,050 | 2,236 | 2,222 | 2,288 | 2,277 |
| Selling and Marketing | 9,437 | 11,645 | 13,240 | 15,491 | 2,735 | 2,848 | 3,085 | 2,977 | 3,089 | 3,367 | 3,388 | 3,396 |
| General and Administrative | 2,167 | 2,429 | 2,907 | 3,082 | 524 | 555 | 601 | 749 | 702 | 706 | 740 | 759 |
| Amortization | 1,354 | 374 | 60 | 0 | 158 | 87 | 76 | 53 | 31 | 9 | 10 | 10 |
| Non recurring income/net | -704 | | | | | | | | | | | |
| Total Operating Expenses | 19,224 | 21,841 | 25,201 | 28,105 | 5,110 | 5,360 | 5,542 | 5,829 | 6,058 | 6,304 | 6,396 | 6,442 |
| Operating Profit/Loss | -5,449 | 799 | 3,772 | 6,587 | -245 | 47 | 423 | 574 | 720 | 896 | 1,008 | 1,147 |
| Financial & Other Income | 455 | 815 | 493 | 858 | 284 | 243 | 149 | 139 | 114 | 123 | 126 | 129 |
| Profit Before Tax | -4,994 | 1,614 | 4,264 | 7,446 | 39 | 290 | 572 | 713 | 834 | 1,019 | 1,134 | 1,277 |
| Taxation | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Income | -4,994 | 1,614 | 4,264 | 7,446 | 39 | 290 | 572 | 713 | 834 | 1,019 | 1,134 | 1,277 |
| EPS, Diluted | (\$0.22) | \$0.06 | \$0.15 | \$0.25 | \$0.002 | \$0.01 | \$0.02 | \$0.03 | \$0.03 | \$0.04 | \$0.04 | \$0.04 |
| Diluted Shares Outstanding (mil) | 23.1 | 27.1 | 28.3 | 29.8 | 24.7 | 28.2 | 27.4 | 28.0 | 28.4 | 28.2 | 28.2 | 28.5 |
| Ratios: | | | | | | | | | | | | |
| Gross Margin | 40.0% | 41.3% | 40.1% | 40.0% | 42.7% | 41.6% | 41.2% | 40.1% | 40.3% | 40.1% | 40.0% | 40.0% |
| R&D/ Sales | 20.2% | 13.5% | 12.4% | 11.0% | 14.9% | 14.4% | 12.3% | 12.9% | 13.3% | 12.4% | 12.2% | 12.0% |
| S&M/ Sales | 27.4% | 21.2% | 18.3% | 17.9% | 24.0% | 21.9% | 21.3% | 18.7% | 18.4% | 18.7% | 18.3% | 17.9% |
| G&A/ Sales | 6.3% | 4.4% | 4.0% | 3.6% | 4.6% | 4.3% | 4.2% | 4.7% | 4.2% | 3.9% | 4.0% | 4.0% |
| Operating Margin | -15.8% | 1.5% | 5.2% | 7.6% | -2.1% | 0.4% | 2.9% | 3.6% | 4.3% | 5.0% | 5.4% | 6.0% |
| Net Margin | -14.5% | 2.9% | 5.9% | 8.6% | 0.3% | 2.2% | 4.0% | 4.5% | 5.0% | 5.7% | 6.1% | 6.7% |

מחלקת מחקר

רוית וולקוביץ'
מנהלת מחלקת מחקר
03-7968830
ravitv@psagotofek.co.il

עדנה ברנר
פרמצבטיקה, כימיה, מסחר,
מזון
03-7968818
ednab@psagotofek.co.il

משה גורי
בנקים, טלקום
03-7968839
mosheg@psagotofek.co.il

שחר ברנר
אחזקות, ביטחוניות,
תעשייה, נדל"ן חר"ל
03-7968837
shaharb@psagotofek.co.il

גרי רסקין
טכנולוגיה
03-7968838
garyr@psagotofek.co.il

יואב כספי
נדל"ן ישראל
03-7968890
yoavc@psagotofek.co.il

מחלקת מאקרו כלכלה

ורד רד
מנהלת מחלקת מאקרו כלכלה
03-7968833
veredd@psagotofek.co.il

רן בן-חמו
03-7968841
ranb@psagotofek.co.il

ערן דולב
03-7968847
erand@psagotofek.co.il

מחלקת ברוקראז'

שי בן דוד
03-5114720
shaybv@psagotofek.co.il

יואל קירש
03-5114710
joelk@psagotofek.co.il

עדי אולסקר
03-5114705
adio@psagotofek.co.il

דוד אדרי
03-5114720
divide@psagotofek.co.il

זכריה הרצוג
03-5114710
zachh@psagotofek.co.il

הערות וביאורים לגבי הדל"ת.

מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.
סולם המלצות

- קנייה חזקה (Strong Buy)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- קנייה (Buy)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת יתר (Outperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת שוק (Marketperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- תשואת חסר (Underperform)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים.
- מכור (Sell)** – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.
- קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy)** – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב- 12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו כרושה של פסגות אופק ניירות ערך והשקעות בע"מ (להלן-"פסגות אופק"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את כל, או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי החברה ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והזדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות אופק ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות אופק לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. פסגות אופק ו/או חברות בנות שלה ו/או חברות הקשורות אליה (להלן - "התאגידים") ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל ניירות הערך של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן, עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות נשואי דוח זה, על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן, חרף האמור בדוח זה, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות פסגות אופק חברה בקבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ, חברות בשליטת בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמהם, גופים העוסקים בחיטום, עשויים גופים אלה לשמש כחממים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. אין לראות בדוח זה ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.