



## חברה יציבה ואיתנה, עם פוטנציאל גבוה קדימה

- מליסרון הינה אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל, ומנהלת מאות אלפי מטרים של מסחר ומשרדים בבעלות, במיקומים שונים ושימושים מגוונים. במסגרת תחום זה עוסקת החברה בהקמה, השבחה, ניהול והשכרת שטחי המסחר והמשרדים שבבעלותה. נכון להיום מחזיקה החברה מעל 730 א' מ"ר שטחי מסחר ומשרדים.
- כיום, 70% מתיק הנכסים (במונחי מ"ר) כולל את שטחי המסחר, ואילו 30% הנותרים הינם משרדים. ברמת התרומה לרווח התמונה מעט שונה - כ-85% מרווחי הקבוצה נובעים משטחי המסחר, בעוד שרק 15% נובעים מהמשרדים.
- קצת מספרים על השוק: נכון ל-2016, בישראל קיימים כ-9.1 מ' מ"ר שטחי מסחר, הכוללים 40% מרכזי מסחר, ו-60% במסחר רחוב. שוק המסחר נחלק בין הקניונים ל- "פאוואר סנטרים" באופן שווה, כ-15% לכל סגמנט. בישראל קיימים היום כ-400 מרכזים מסחריים בשטח כולל של כ-3.6 מ' מ"ר. עפ"י התכנון, צפויים להיפתח בישראל עד סוף 2018 כ-700 א' מ"ר נוספים (הערכה) כאשר התכניות הקיימות מדברות על תוספת של מעל 100 מרכזים מסחריים בשטח מצטבר של 1.3 מיליון מ"ר עד 2018 - גידול של 36%. מדוב רעל גידול מאסיבי בשטחי המסחר באופן כזה שיקשה על כל מרכזי המסחר להמשיך ולרשום צמיחה בפדיון למ"ר.
- מליסרון מנוהלת היטב, הן בהיבט הפיננסי (חוב בעלות נמוכה, מחזור חובות רביביות נמוכות, נגישות גבוהה לשוק ההון, תיק נכסים לא משועבד, יחסים פיננסיים יציבים, מינוף סביר וכיו"ב) והן בהיבט התפעולי - החברה משתדלת להיות עם "יד על הדופק" כמה שניתן, על מנת לזהות מגמות צרכניות בזמן התרחשותן ולהגיב בהתאם, בעיקר ע"י יצירת תמהיל נכון בתוך הקניונים בהתאם להעדפת הצרכנים המשתנה, תוך שיפור היעילות התפעולית ומיקסום זכויות קיימות בנכסים.
- מליסרון רושמת באופן עקבי בשנים האחרונות עלייה מתמדת ב FFO וכן שיפור של ה NOI לאורך השנים. על מנת לשמור על צמיחה, ממשיכה החברה ליזום פרויקטים קטנים כגדולים (שרונה לדוגמה), ואנו מעריכים כי נראה המשך צמיחה ושיפור בנתונים הפיננסיים בשנים הקרובות.
- בחרנו להעריך את שווי מליסרון עפ"י שיטת השווי הנכסי (NAV) ובנוסף עפ"י מכפיל FFO. עפ"י מודל NAV (שווי נכסי נקי), מניית החברה שווה כ-200 ₪, בהתבסס על מחיר היוון של 6.75% משוקלל למסחר ולמשרדים. כלומר, דיסקאונט מוערך של כ-10%. עפ"י מכפיל 13 על FFO מתקבל שווי חברה של 9.1 מיליארד ₪, כלומר 207 ₪ למניה.

### מליסרון

תשואת שוק  
סיכון בינוני

שווי שוק: 8.2 מיליארד ₪

מכפיל הון 1.62

תשואת דיב' 2.84%

חוב למאזן 54%

מכפיל FFO 12.3

NOI 2017 1.18 מיליארד

מכפיל הון 1.62

שינוי מתחילת שנה 14%

מחיר נוכחי: 184

מחיר יעד: 200

פער: 9%

### מחזיקים עיקריים

עופר

השקעות 60.8%

מגדל 3.8%

כלל 3.1%

אנשי קשר

נלעד שריג 03-5674005  
gilad.sarig@poalim.co.il

## תחום הפעילות המרכזי- קניונים ומשרדים

מליסרון הינה אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל, אשר מנהלת מאות אלפי מטרים של מסחר ומשרדים, במיקומים שונים ולשימושים מגוונים במסגרת תחום זה עוסקת החברה בהקמה, השבחה, ניהול והשכרת שטחי המסחר והמשרדים שבבעלותה. נכון לסוף הרבעון הראשון של 2017 מחזיקה החברה מעל 730 א' מ"ר שטחי מסחר ומשרדים.

**קניונים-** בבעלות הקבוצה 21 קניונים ומרכזים מסחריים בפריסה רחבה החל מהקריות וחיפה, דרך פ"ת, רחובות, אשדוד, ועד אילת, כמעט כולם בבעלות מלאה של החברה. שטחי המסחר של הקבוצה כוללים 521 א' מ"ר המושכרים לכ-2,300 שוכרים, ובשיעור תפוסה ממוצע של כ-98%. מדובר, אם כן, בעסק בעל פרופיל סיכון נמוך מבחינת פיזור השוכרים, או תלות בלקוח בודד.

מרכזי הקניות של מליסרון ממוקמים באזורי ביקוש, והם כוללים מקומות חניה רבים המשרתים את שטחי המסחר/משרדים. לרוב, אין החניונים מהווים מרכז רווח נוסף כי אם שירות לאזורי המסחר. קהל הלקוחות במרכזי הקניות נהנה מחשיפה לתמהיל עסקים הכולל מלבד חווית השופינג של אופנה, תכשיטים, ספרים וכיו"ב גם חווית בילוי, מסעדות, בתי קפה, בתי קולנוע ועוד, כאשר התמהיל משתנה בהתאם לצורך של קהל היעד הרלוונטי ובהתאם לשינויים בטעמו המשתנה של הקהל לאורך השנים. התפוסה כאמור גבוהה, 98%, ונשמרת יציבה לאורך שנים.

אופי ההסכמים החוזיים מאפשר חתימה למספר שנים עם תקופת הארכת החוזה כאופציה לשוכרים. הסכמי הניהול כוללים התחייבות לתחזוקת השטחים הציבוריים כמו גם שמירה, קיום אירועים מושכי קהל, שיווק ופרסום ועוד כיו"ב (בהמשך נביא סקירה קצרה על שוק הקניונים בישראל, ועל מגמות בעולם). שוק הקניונים נחשב מגוון מאד בישראל, כאשר ישנם סוגים שונים של קניונים בעלי תמהיל שונה כולל מתחמים פתוחים, מרכזי קניות שכונתיים ועד מרכזי outlet גדולים.

**משרדים-** שטחי המשרדים בבעלות הקבוצה כוללים כ-240 א' מ"ר כאשר לעיתים מהווים חלק ממתחם הקניונים. הקבוצה מחזיקה 4 מתחמי נדל"ן למשרדים בנוסף לשטחי המשרדים אשר נמצאים במתחם הקניונים. הנכסים העיקריים הם פארק עופר פתח תקוה (לשעבר פארק אזורים) פארק עופר יקנעם, פארק עופר הכרמל (טירת הכרמל), ובניין עופר ברעננה.

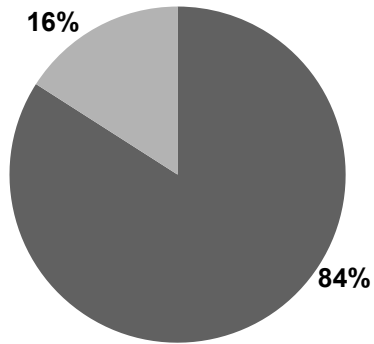
נכסי הקבוצה מאכלסים חברות (בעיקר הייטק) עם מספר עובדים גדול בדר"כ, תך שאיפה להתאים את הפארק לצרכי החברות. בין החברות ישנן גם חברות בינ"ל גדולות דוגמת אינטל וכו'. משרדים אחרים הממוקמים מעל מרכזי מסחר (דוגמת רמת אביב, פתח תקווה, גרנד חיפה או רחובות) יאוכלסו במרפאות או נותני שירותים אחרים. בפתח תקווה יש הסכם ארוך טווח עם מלון "פרימה" על פני מספר קומות, וכך צפוי גם במגדל שיוקם בבאר שבע.

בתחום הקניונים, יש מספר תכונות או עקרונות להצלחה. תמהיל שוכרים נכון, מיקום המרכז, ניסיון בניהול ותפעול הקניון, מיקום בלב אזורי מגורים, שיפור הפדיונות לשוכרים ויכולת מימון גבוהה אשר מסוגלת להניף קניון בסדר גודל של עשרות אלפי מטרים. בשוק המשרדים לעומת זאת, מדובר בעיקר על איכות ואיתנות השוכרים, ידע וניסיון בשיווק השטחים וניהולם, וכמובן המיקום של מרכז המשרדים ונוחות ההגעה או החניה.

למרות שהמשרדים מהווים כמעט שלישי משטחי הנדל"ן אשר בבעלות הקבוצה, הם תורמים רק 16% מה NOI השנתי. הסיבה לכך היא כמובן הפער בין שכר הדירה במשרדים לבין הקניונים. בעוד שממוצע שכר הדירה בקניונים עמד ב 2016 על 143 ₪ למ"ר, ממוצע שכה"ד במשרדים עמד על 64 למ"ר. שיעורי התפוסה גבוהים מאוד ודומים, 98% במסחר, 95% במשרדים.

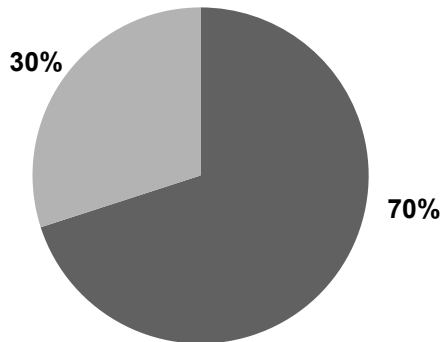
### התפלגות מקורות רווח- NOI

■ מסחר וקניונים NOI ■ משרדים NOI



### התפלגות שימושים

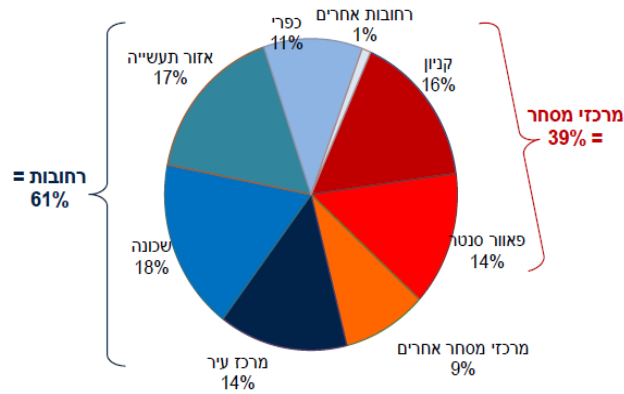
■ מסחר וקניונים ■ משרדים



מקור: צ'מסקי בן שחר

## תחום הקניונים בישראל

נכון ל-2016, בישראל קיימים כ- 9.1 מ' מ"ר שטחי מסחר, הכוללים 40% מרכזי מסחר, ו-60% במסחר רחוב. שוק המסחר נחלק בין שוק הקניונים ל- "פאוואר סנטר" בשווה, כ- 15% לכל סגמנט.

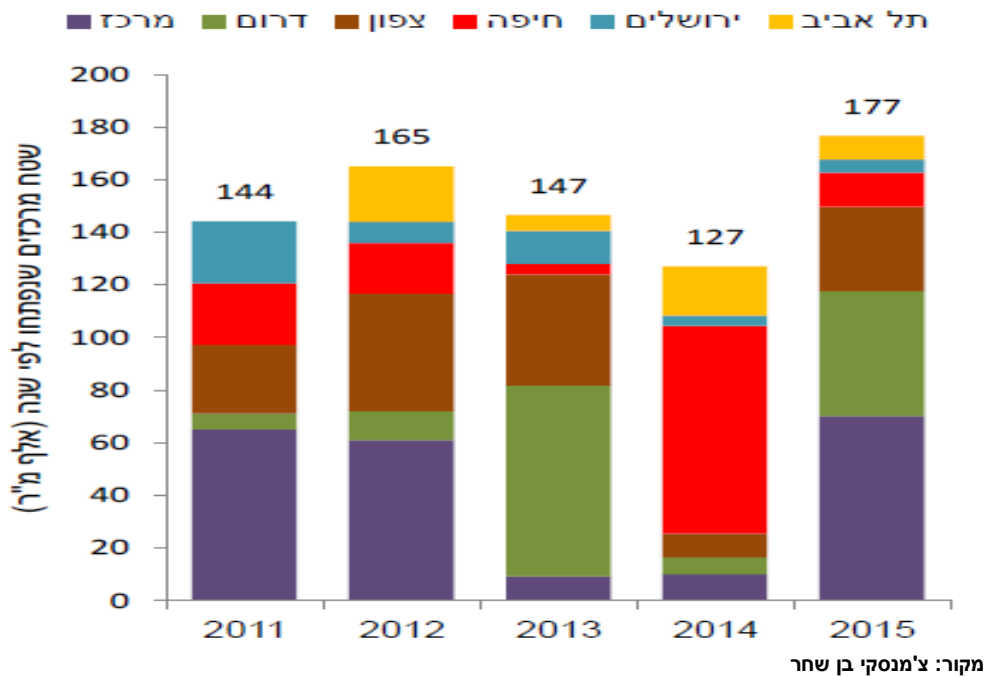


מקור: צ'מנסקי בן שחר

למרות שהקניונים בישראל מהווים בסה"כ 25% מכמות מרכזי המסחר, משקלם בשטח הוא כ-40%. המרכזים השכונתיים, אשר חלקם קטן עם השנים, מסתפקים ב 13% מהשטחים, למרות שמבחינה מספרית מדובר על שליש מהשוק. בישראל קיימים היום כ- 400 מרכזים מסחריים בשטח כולל של כ 3.6 מ' מ"ר.

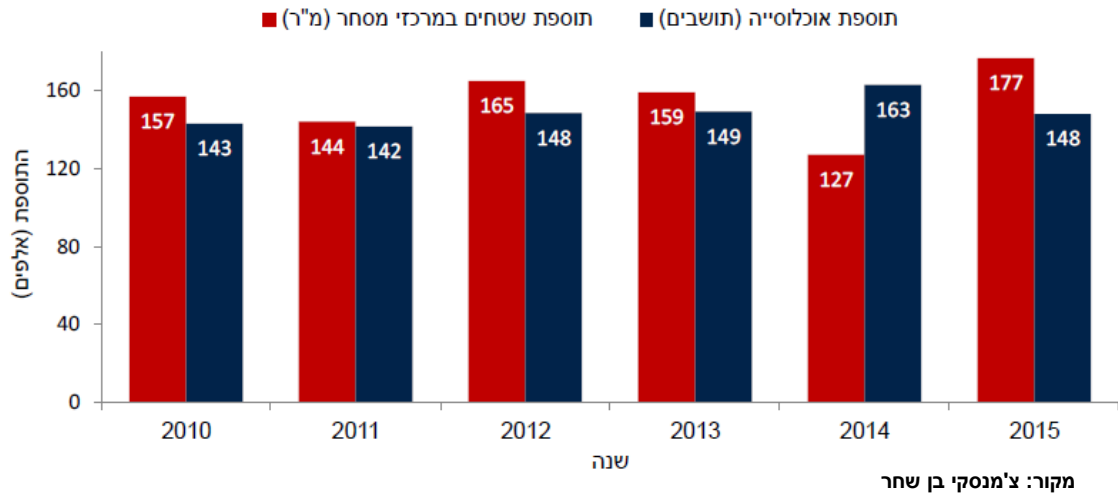
**שטח המסחר לנפש בישראל נמוך בהשוואה בינ"ל, וזאת לאחר גידול של כ-20% בין השנים 2006 ל- 2016 מרמה של 0.9 מ"ר לנפש לרמה של 1.1 מ"ר לנפש.**

בשנים 2010-2015 נפתחו כ-100 מרכזים בשטח כולל של 930 אלף מ"ר.



מקור: צ'מנסקי בן שחר

מדובר על קצב פתיחה גבוה מקצב גידול האוכלוסייה, וזה ההסבר לעלייה שנרשמה בממוצע שטח מסחרי לנפש. ניתן לראות את המגמה ואת הפערים בין קצב גידול האוכלוסייה לקצב גידול בשטחי המסחר:

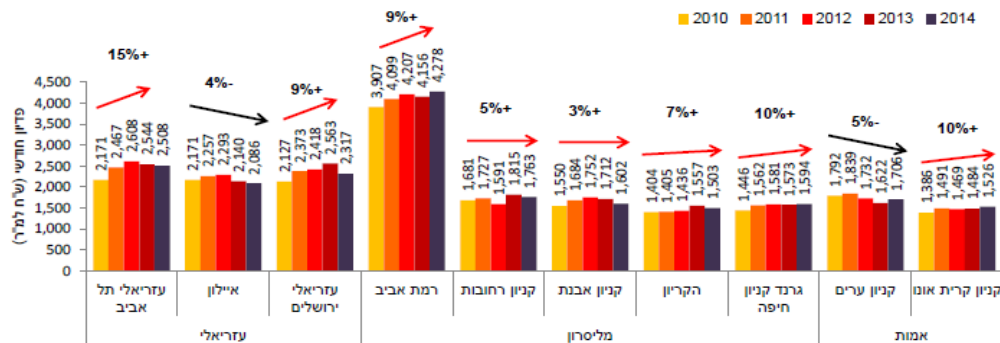


עפ"י התכנון, צפויים להיפתח בישראל עד סוף 2018 כ-700 אל' מ"ר נוספים (הערכה בלבד) כאשר התכנון הקיימות מדברות על תוספת של מעל 100 מרכזים מסחריים בשטח מצטבר של 1.3 מיליון מ"ר עד 2018- גידול של 36%. העלייה התלולה בשטחי מסחר וכן במ"ר לנפש, עלולה להביא להיצעים גדולים תוך זמן קצר יחסית ובכך לפגוע במרכזים הפחות "מעודכנים" במקביל לפגיעה בשטחי המסחר ברחובות. במידה ויתווספו כל הקניונים להיצע הקיים, הרי שמדובר באתגר לא פשוט עבור הקניונים הקיימים, ובמיוחד אלו שאינם חדשים (אתגר לא קטן צפוי גם לקניונים החדשים שטרם הוכיחו עצמם ויצטרכו למשוך קהל שהתרגל לקניון אליו הם רגילים ללכת ולשנות הרגלי צריכה ולנסות קניון חדש – לדוגמה TLV fashion mall); מדובר על עודף של מאות אלפי מ"ר בטווח של 5 שנים, אשר ספק אם בכח השוק לספוג אותם, למרות הצריכה הפרטית החזקה.

5 הדוגמה העדכנית ביותר היא של קניון האופנה גינדי TLV אשר מאפשר היום חניה חנים ללקוחות ועדיין זוכה להיענות נמוכה של ציבור הקונים- לאחרונה פורסם כי ההסכם עם בעלי העסקים צפוי להתבסס על הפדיון בחנויות במקום על שכ"ד קבוע, מגמה אשר נצפתה כבר בשנה החולפת, כאשר בעלי הקניונים בעצם מתחלקים בסיכון עם השוכרים.

מהנתונים בשוק עולה תמונה של התחזקות הקניונים הגדולים (מליסרון ועזריאלי) תוך פגיעה בשטחי מסחר מהשורה השניה, או קניונים שנמצאים באזור גבולי מבחינת מיתוג או רווחיות חלשה. פרמטר חשוב ומרכזי בהצלחת קניון היא היכולת של בעלי העסקים להוציא פדיון גדל והולך ממבקר המרכז- פדיון נשחק מוריד את הרווחיות של העסקים כמו גם זו של בעלי הקניון אשר מקבלים חלק מהשכ"ד באמצעות שיעור מהפדיון.

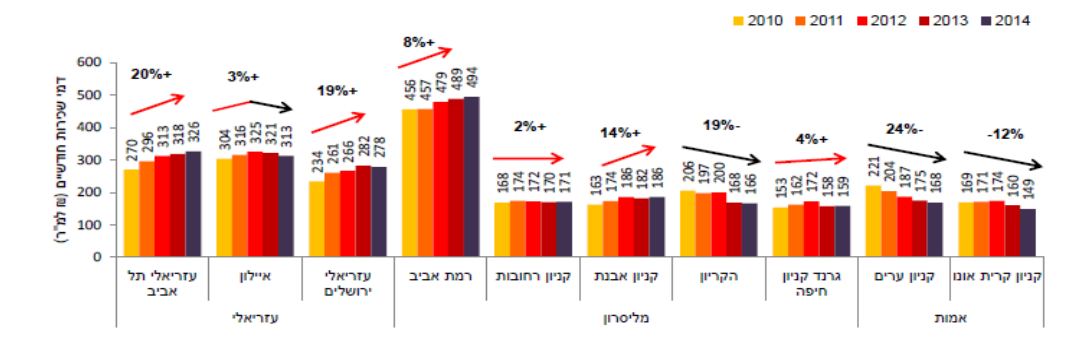
### התפתחות פדיון חודשי במרכזי המסחר



מקור: צ'מנסקי בן שחר

ראה גילוי נאות בסוף העבודה

**תרשים מספר 7: דמי שכירות חודשיים (ש"ח למ"ר)**



**קניוני עופר- מאפיינים ואסטרטגיה**

- מליסרון היא אחת מהשחקניות הגדולות בישראל. הצורך לצמוח בהתמדה מצריך בחינה של נכסים כל העת, ברמה של רכישת קרקעות, ייזום והקמת נכסים, והן רכישה או מיזוג של קניונים קיימים.
- החברה שואפת לנהל את הקניונים באופן אקטיבי, כאשר המטרה של השוכרים והמשכירים זהה- להגדיל את נפח הפעילות, הטראפיק, ואת הפדיונות של השוכרים על מנת להשאיר את העסקים כמה שיותר זמן בקניון, וכן ליהנות משכר דירה גבוה יותר בעתיד (הן כפונקציה של פדיון כמרכיב בשכירות והן כהפחתת עומס שכר דירה שמאפשר העלאת מחיר בתקופה הבאה).
- החברה משתדלת להיות עם "יד על הדופק" כמה שניתן, על מנת לזהות מגמות צרכניות בזמן התרחשותן ולהגיב בהתאם, בעיקר ע"י יצירת תמהיל נכון בתוך הקניונים בהתאם להעדפת הצרכנים המשתנה.
- שיפור היעילות התפעולית, במקביל להשקעות בנראות הקניונים, ביצירת חווית קניה וביולי טובים יותר, וכן במיקסום זכויות קיימות בנכסים.
- לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כאשר היא נהנית ממחירים נמוכים ופרופיל פיננסי חזק.
- הפיזור הגאוגרפי של החברה טוב מאד (ראו טבלת נכסים מהותיים) כאשר הקניונים הבולטים הם באזור הצפון (גרנד קניון, קרית) במרכז בעיקר קניון אבנת (עופר פ"ת) רמת אביב, ובדרום גרנד קניון באר שבע.
- שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים, כאשר 97% זו בעצם תפוסה מלאה, לאור תחלופה טבעית של שוכרים בתוך המבנים הקיימים.
- אין תלות בשוכר אחד גדול- קיימים מעל 2300 שוכרים במתחמים המסחריים של החברה, אולם 10 השוכרים הגדולים (משביר, גולף, פוקס, זארה ועוד) מהווים כ 28% מהכנסות החברה משכירות. הסיכון העיקרי להערכתנו בתחום זה הוא התגברות התחרות בענף קמעונאות האופנה במקביל לעלייה המתמשכת ברכישות המקוונות של אביזרי אופנה.

**נכסים מהותיים:**

שנת NOI מתואם מיליוני ₪	מיליארדי ₪ נדלן בהקמה וזכויות	שווי בספרים- מיליוני ₪ נדלן מניב	עומס דמי שכירות	שיעור תפוסה	סה"כ	מ"ר משרדים	מ"ר מסחר	שיעור החזקה	קניין
									100%
164	30	2,221	12.2%	99%	87,928	27,000	61,000	100%	עופר הקריון
157	48	2,279	11.5%	100%	31,425	9,000	22,450	73%	עופר רמת אביב
109	5	1,488	9.7%	100%	56,330		56,330	100%	עופר גרנד קניון חיפה
103		1,358	11.9%	100%	36,800		37,000	100%	עופר הקניון הגדול
		125		67%	14,900	14,870		100%	מגדל עופר פ"ת
90		1,275	9.9%	100%	41,400		41,400	100%	קניון עופר רחובות
57		765	7.9%	100%	41,700		41,700	72%	עופר בילו סנטר
84	11	1,049	8.7%	92%	50,784		50,700	100%	עופר גרנד קניון באר שבע
74	285	1,207		93%	87,850	87,848		73%	פארק עופר פתח תקוה
838	379	11,767			449,117	138,718	310,580		סה"כ
-77	-89	-1,141			-43,406				בנטרול מיעוט
336	776	4400			326,207				שאר נכסים
<b>1,097</b>	<b>1,066</b>	<b>15,026</b>			<b>731,918</b>				<b>סה"כ מניבים</b>
		<b>16,092</b>							שווי נדלן להשקעה, חלק הקבוצה

**שורה תחתונה** – קניונים ומרכזי מסחר הינם תחום שהתפתח בקצב מהיר בעשור האחרון. הקניונים הותיקים צפויים להתמודד עם תחרות שצפויה להיכנס בשנים הקרובות בצורה של קניונים חדשים המשלבים קניות וחוויות בעיצובים חדשים ומתקדמים, אולם גם לקניונים החדשים לא הכל ורוד- ראשית, עודף היצע בחמש השנים הבאות צפוי לתת אותותיו על הפדיון למ"ר בחנויות ובאופן עקיף להשפיע על שכר הדירה, במקביל לאתגר של הרכישות אונליין של קהל צעיר יחסית. אנו מעריכים כי מליסרון תתנהל באופן נכון בשוק באמצעות הנכסים המרכזיים שלה, ובאמצעות מינוף כח השיווק הגדול הקיים בה על מנת לשרת טוב יותר את הדיירים הקיימים ועל מנת למקסם את הפדיון בחנויות ולמשוך שוכרים נוספים. האתגר הנוסף הוא התרחבות באמצעות רכישות, כאשר כאן הפוטנציאל די מוגבל בשל גודלה של החברה והפיזור הגיאוגרפי של נכסיה, לאחר המיזוג עם בריטיש.

**משרדים- האם השוק מתקרב לרוויה?**

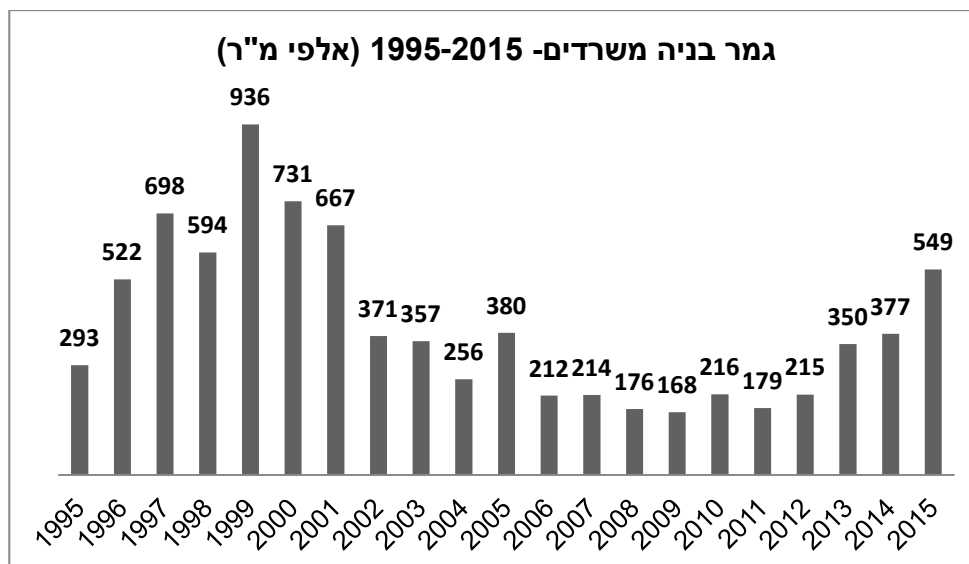
בשנות המשבר הכלכלי (2008-9) צנחו התחלות הבניה בשוק המשרדים, לאור משבר האשראי וקשיי הנזילות שחוה השוק. כתוצאה מכך, נוצר מחסור בשטחי משרדים אשר בשנים האחרונות אנו רואים השלמה מהירה שלו בעיקר בהתחלות בניה המבטלות כעת לאחר 4-5 שנים, התחלות בניה מאסיביות אשר שיאן היה ב 2013.

בשנים 2014-5 חזרו התחלות הבניה לקצב של 150-200 מ"ר בשנה, לעומת מעל 400 א' מ"ר ב 2013. מרבית שטחי המשרדים נבנים במחוז ת"א. למרות עודפי היצע לכאורה, שוק המשרדים נמצא היום בשיא, עם תפוסה של כ- 90% ושכר דירה יציב אשר נמצא בשיא. עם זאת, מגמת הכניסה של בנייני הענק החדשים צפויה להשפיע על היצע המשרדים ובהתאם לשחיקת מחירים. תחום המשרדים הינו תחום מורכב ותחרותי, מליסרון עצמה נמצאת בעיקר בתחום של פארקי משרדים, וכוללת 4 מתחמים נכון להיום- בפתח תקוה (פארק נוסף בעיר כבר בהקמה – בניין אחד מתוך ארבעה מתוכננים יימסר בסוף החודש ובניית בניין שני תסתיים ברבעון השני של 2018), יקנעם, רעננה, וחיפה. החברה צפויה לצמוח משמעותית בתחום המשרדים, עם הגדלה של 50% בשטחי המשרדים בתוך

ראה גילוי נאות בסוף העבודה

5 שנים, לאור הכניסה לפרוייקט שרונה בתל אביב. החברה מקדמת במקביל תהליך של אישור בניה בסך 166 א' מ"ר משרדים בעוד שכיום קיים צפי ל-114 א' מ"ר בניה.

עקרונית, מחוז ת"א שואב כ-40% מבניית המשרדים, כאשר גם ברמות המחירים בת"א, רמת גן והרצליה נמצאות בראש (ישנם אזורים ושוני מהותי בין שכ"ד באזור אחד למשנהו). מובן, שכלל שמתרחקים מהמרכז המחירים יורדים. בהשוואה שנתית נראה כי לעת עתה צד ההיצע אינו משפיע על המחירים באופן ממוצע, אולם לכניסה של שטחים חדשים עלולה להיות השפעה על יכולת האכלוס של משרדים ישנים וכמו כן על המחירים הממוצעים, לאור פינוי משרדים ישנים יותר. **להלן תמונת מצב של היצע המשרדים בישראל ב-20 השנים האחרונות.**



8

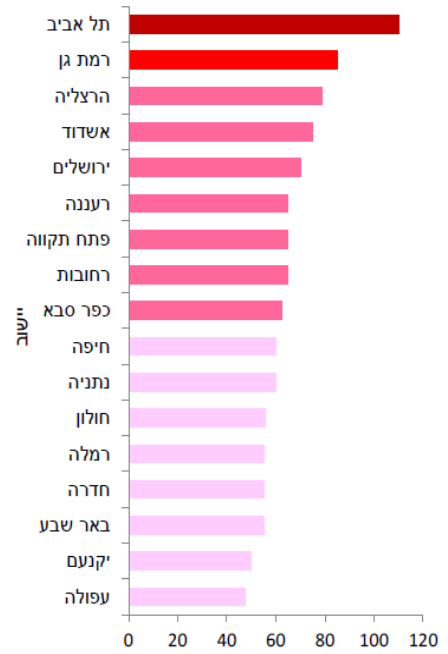
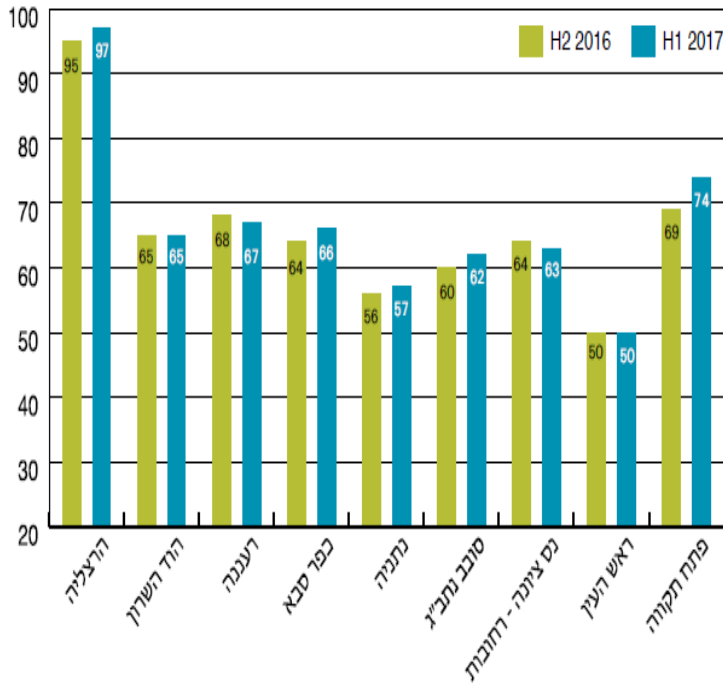
יכולת הספיגה של השוק נעה סביב הבניה הממוצעת של כ-400 א' מ"ר בשנה, מתוכם כמחצית במרכז הארץ. המגמות ברבעונים האחרונים הצביעו על תפוסה גבוהה, כ-90% בממוצע, עם שכר דירה יציב. בשנים הקרובות צפויה בניה ואכלוס של מספר פרוייקטים גדולים, פארק עופר (סייברארק כבר שכרה 12,500 מ"ר), פרוייקט גדול של בסר (4 בניינים של 30 קומות) ופרוייקטים נוספים על ציר זבוטינסקי (גלובל טאוור- 100,000 מ"ר לקראת 2020) ועוד כיו"ב. סה"כ השוק צפוי לקבל היצע של 1.3 מיליון מ"ר ב-4 שנים, כאשר ב 2017 כולה יתווספו לשוק 460 א' מ"ר, ב 2018 צפויים להיכנס כ 220 א' מ"ר ואילו ב 2020 צפויים להסתיים פרוייקטים בסדר גדול של מעל חצי מיליון מ"ר.

הנחת העבודה של יזמים אשר מתחילים היום בניה היא שקצב האכלוס הנוכחי, שבנוי הן על צמיחה טבעית, הן על מעבר של פירמות גדולות לבניינים חדשים ובעיקר על התפתחות מהירה של סקטור ההיי-טק (עסקת מובילאיי מציתה את הדמיון בהקשר של מרכזי פיתוח עבור תעשיית הרכב האוטונומי בעולם, אינטל, IBM ועוד חברות אשר בונות בישראל מרכזי מו"פ) אשר צפויים לייצר ביקוש נוסף למשרדים. **היתרון של מליסרון בשוק המשרדים הוא בניה ייעודית, לשוכרים גדולים, לתקופות ארוכות, תוך התאמת המבנה לצרכי השוכרים.** רמת הסיכון בפרוייקטים כאלה קטנה, הנכס מושכר מראש, ולכן המימון זמין יותר, והסיכון הכרוך בכך נמוך יותר.

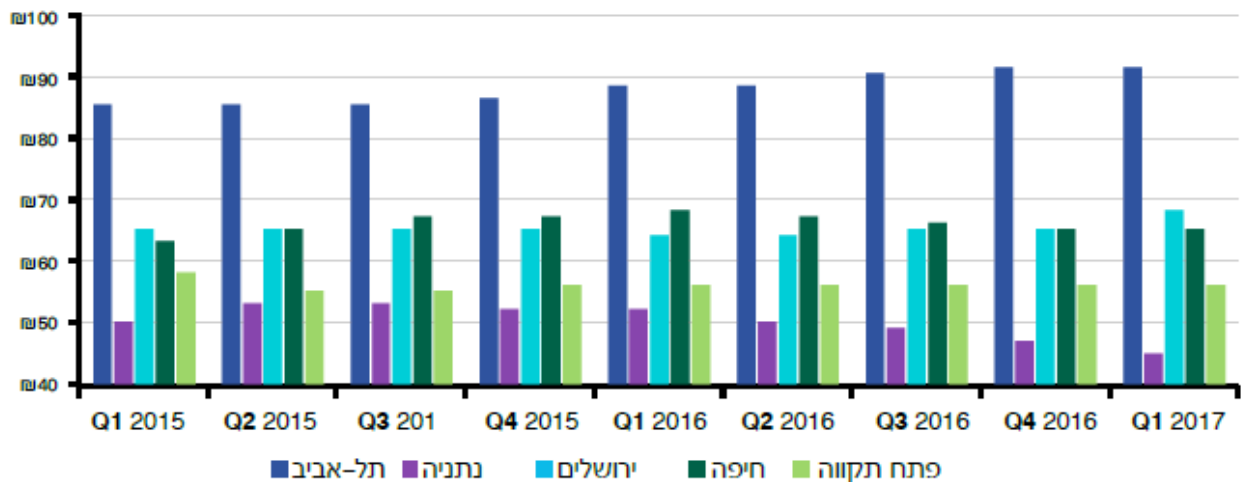


למרות היצע גבוה במהלך 2017 שכ"ד לא מושפע במחצית 2017

תל אביב- שכ"ד גבוה מעל כולם.



מגמת מחיר שכר דירה משרדים- מחיר למ"ר רמת גמר



## להלן רשימה חלקית של הפרוייקטים בהקמה הצפויים להתאכלס בארבע השנים הקרובות.

הפרוייקט	שיעור אחזקה	שטח השכרה	מועד סיום	שווי בספרים 100%	שווי חלק חברה	עלות השלמה משוערת	צפוי NOI
מגדל עופר הקניון הגדול	100%	13,000	אכלוס	125	125		9
מגדל בית עופר רעננה	100%	7,000	אכלוס	76	76	5	5
מגדל שחנה ת"א	50%	114,000	2021	600	300	960	145
פארק עופר א	73%	25,000	2017	250	184	120	20
פארק עופר ב	73%	25,000	2020	35	26	170	20
פארק עופר יקנעם	100%	14,000	2019	36	36	110	10
		<b>198,000</b>		<b>1,122</b>	<b>746</b>	<b>1365</b>	<b>209</b>

**פארק עופר פ"ת**- החברה מפתחת שני שלבים של פארק עופר, כל אחד בן 25 אלף מ"ר, מחצית מהבניין אשר יאוכלס השנה יושכר לסייברארק מראש, וצפי NOI הוא מעל 10 מ' ש. שלב ב' זהה בשטח וגם ב NOI הצפוי ממנו, אולם הוא צפוי להיות מושלם רק בעוד 3 שנים.

**שרונה**- יחד עם אפריקה נכסים (50%) מליסרון מקימה מגה-פרוייקט בלב ת"א, בשטח של 114 א' מ"ר שצפוי לגדול לכ- 150 א' מ"ר עם אישור ועדה מחוזית. עלות הקרקע בשרונה עמדה על 600 מ' ש, ועלות השלמת הפרוייקט צפויה להגיע למעל מיליארד ש.

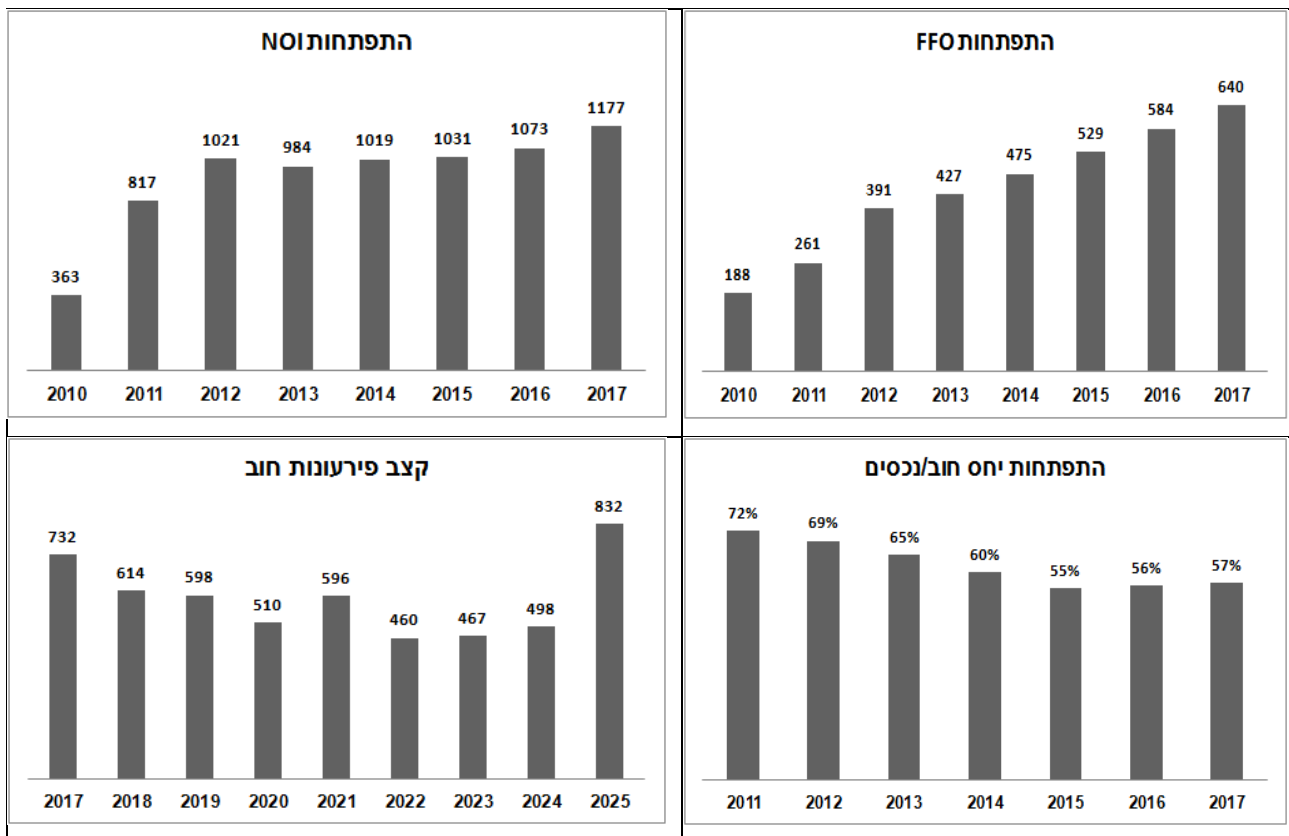
**עופר פ"ת ורעננה**- בפ"ת סיימה החברה לא מכבר לבנות מגדל משרדים המשמש כמלונית ברשת PRIMA בשילוב מרפאות ומשרדים. סך השטחים כ- 13.000 מ"ר. ברעננה בונה החברה את בית עופר בשטח של 7000 מ"ר, ובהשקעה של 85 מ' ש. NOI צפוי כ- 5 מ' ש בשנה.

## פיננסי.

באופן עקרוני, המימון הוא חומר הגלם של חברת נדל"ן מניב. ככל שהמימון זמין וזול יותר, כך יכולת החברה לייצר תשואות ורווח עודפים גדלה. למליסרון דירוג אשראי מאז 2015 של AA- והוא מאפשר לה נגישות גבוהה לשוק ההון והפחתת עלויות מימון לאורך השנים. מרבית החוב הינו אג"ח, רק 8% ממנו בנקאי (כ-700 מ' ש לבנק לאומי).

החברה נערכה לקראת פירעונות החוב הגבוהים בשנת 2017, באופן של הנפקת חוב בהיקף של 930 מ' ש בריבית של 2.67% לעומת ריבית אפקטיבית של 4.2% בחוב הנפרע. שחלוף החובות בחברה צפוי לחסוך כ-20 מ' ש בכל שנה בשנים הקרובות, לאור ירידת עלות החוב הממוצעת.

בגרפים הבאים ניתן לראות כי ה FFO שהחברה מייצרת מכסה את קצב פירעונות החוב, מה שמסביר את איתונתה הפיננסית. החברה רושמת גידול מתמיד ב FFO שלה, בזכות התרחבות תיק הנכסים, וכמובן באמצעות העלאת שכר הדירה.



הפער בין עלות גיוס ל 5 שנים לשיעור התשואה המשוקלל על הנכסים (cap rate) עולה עם השנים ועומד על 5.55% והפער בין ה cap rate לעלות החוב האפקטיבית עומד על 3.51%, פער שמאפשר לחברה לרשום תשואה גבוהה יותר על ההון עם ירידת עלות המימון. אנו סבורים כי יחס חוב לנכסים הינו שמרני ומתאים מאד לחברת נדל"ן מניב אשר רוצה לשמור על איזון בין יציבות פיננסית לבין מיקסום תשואה להון.

### הערכת שווי.

**חוב פיננסי-** בעצם החלק החשוב במשוואה לאחר שווי נדלן להשקעה. חוב פיננסי של החברה עומד על קצת יותר מ 10 מיליארד ₪, מתוכם כמיליארד יושב במזומן, כלומר חוב נטו של 9.2 מיליארד ₪. אנו סבורים, כי לאור מצבת הנכסים הלא משועבדת ובהינתן חוזקה של הקבוצה, ניתן להגדיל את שיעור המינוף אף בלי לפגוע בדירוג האשראי של הקבוצה. החברה פורעת חוב בהיקף דומה ל FFO השנתי, ולכן עם ירידת עלות המימון צפויה החברה לשפר את היחסים הפיננסיים שלה במקביל להגדלת יכולתה לחלק דיבידנד.

בחרנו להעריך את שווי מליסרון עפ"י שיטת השווי הנכסי (NAV) ובמקביל עפ"י מכפיל FFO. עפ"י מכפיל 13 על FFO אנו מעריכים את מליסרון בכ 9.1 מיליארד ₪, כלומר 207 ₪ למניה. עפ"י שווי נכסי נקי, מניית החברה שווה כ-200 ₪, ונסחרת בדיסקאונט של 10%. אנו מצרפים את המודל NAV, ומוסיפים הערה- עם התקדמות הפרוייקטים הגדולים, במקביל להערכות השמאים ברבעונים הקרובים לאור עסקאות אחרונות שנעשו בשוק ולאור תחזית הריבית ב-18 החודשים הקרובים, נדמה שיש יסוד סביר בהנחה כי נראה שערוכים בנדל"ן אצל חברות הנדל"ן המניב, ובכללן גם מליסרון. אנו נוקטים גישה שמרנית, ולמרות איכות הנכסים, הניהול המוקפד והדינמי, הפיזור הגאוגרפי והניהול הפיננסי הנכון, אנו ממליצים על המניה בתשואת שוק, עם מחיר יעד של 200 ₪.

הערות	הערכה	סעיף
1Q2017	1,148	NOI
כולל חוזים חתומים ופרויקטים שהושלמו	1,177	NOI שנתי 2017 מוערך
	17,437	סך נדל"ן להשקעה
ספרים	387	שטחים פנויים
ספרים	1,080	נדלן בהקמה
הערכת בנה"פ	18,904	סה"כ שווי נדלן
	9,271	חוב נטו
30%	568	הפחתת בגין מסים נדחים
מכפיל 5 על השנתי	270	הנהלה וכלליות
	8,795	שווי NAV
	44	נספר מניות (מיליונים)
	200	למניה NAV
	178	מחיר מניה
	-11%	פער

## הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

---

שם : גלעד שריג

מס'סוג הרישיון: רישיון יעוץ מספר 6982 מטעם רשות ני"ע

כתובת: בנק הפועלים בע"מ, יהודה הלוי 62 תל אביב.

השכלה: תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים, אוניברסיטת בר-אילן.

תואר שני (MBA) אוניברסיטת בר-אילן

ניסיון: 2005 – 2013 אנליסט בשוק ההון.

## התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:

---

בנק הפועלים בע"מ

שד' רוטשילד 50 תל אביב

טל' 5673333 (מרכזיה)



## 1. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה

אין לעורכי האנליזה ו/או לבני משפחתנו (כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995) ניגוד עניינים עליו הם יודעים בעת פרסום עבודת האנליזה.

## 2. הערות לאנליזה

## 2.1. סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המנייה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המנייה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המנייה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

## 2.2. דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המנייה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המנייה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המנייה נמוך מסיכון השוק.

## 3. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

- חישוב השווי בוצע בשיטות מכפיל FFO ושיטת שווי נכסי נקי NAV

## 4. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- חולשה במצב הכלכלי
- כשל הנדסי בפרוייקט גדול
- רגולציה מחמירה, תקינה בתחום הבניה בעלת עלות גבוהה
- כניסת שחקנים נוספים לשוק המסחרי והמשרדי
- עליית שיעור הריבית

**גילוי מטעם בנק הפועלים בע"מ ("הבנק")****הצהרת האנליסט:**

אני, גלעד שריג, בעל רישיון מס' 6982 מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

**גלעד שריג**

**5. הערות ואזהרות כלליות נוספות:**

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות.

מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם ייגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה.

האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.