



קיפאון בפדיונות וב- NOI מנכסים זהים- האם השוק רווי?

- מליסרון דיווחה על תוצאותיה לרבעון השלישי, תוצאות אשר משקפות את האתגר הקיים בשוק שטחי המסחר בישראל, שוק אשר הפך צפוף יותר ותחרותי. היקף שטחי המסחר במקביל לגידול בשוק קניות האונליין ורכישות מחו"ל משפיע על הפדיון, אם כי לא בהיקפים גדולים עד כה. אנו מביאים כאן את עיקר התוצאות עם ניתוח קצר של הפעילות והנקודות החשובות בצד הפיננסי בדו"ח הנוכחי.
- למרות שבתקופת הדו"ח ישנה עליה של כמעט 8% ב NOI מרמה של 799 מ' ש' ל 862 מ' ש', הרבעון האחרון מצביע על קיטון ב NOI מנכסים זהים בסך של 3 מ' ש', מרמה של 276 מ' ש' רבעון קודם לרמה של 273 מ' ש' ברבעון הנוכחי. לעומת רבעון מקביל מדובר בעליה של 1%, כלומר 3 מ' ש'. העלייה ב- NOI ביחס לרבעון מקביל מיוחסת בעיקר לרכישת הזכויות בפארק בפ"ת, וכן אכלוס המלונית ושטחים בבניין הראשון בפארק עופר בפתח תקווה.
- ההסבר לירידה ב NOI מנכסים זהים הוא עונתי, כלומר, גם ימים שבהם הקניונים לא עבדו (חגים) וגם עליה עונתית בהוצאות החשמל (קירור בקיץ) בסך 4 מיליון ש', והן גידול בהוצאות השיוק. ברבעון הנוכחי לא בוצעו שיעורים משמעותיים בנכסים. CAP RATE נותר על 7.34% בדומה לרבעון קודם.
- FFO רבעוני נותר גם הוא ללא שינוי לעומת רבעון קודם, ברמה של 156 מ' ש'. ללא נטרול השפעת המדד על המיסים מדובר בירידה של 20 מ' ש' ב FFO. לעומת רבעון מקביל מדובר בעליה של 6.2% ב FFO.
- בצד החיובי- למרות שהביצועים הפיננסיים בדו"ח הנוכחי אינם חזקים, החברה מציגה חסכון עתידי ניכר בעלויות המימון לאחר החלפת החובות שבוצעה לאחרונה. החיסכון הצפוי הוא של כ- 20 מ' ש' בשנה, החל מהרבעון הבא. החברה ממשיכה בחלוקת הדיבידנד הרבעוני בסך 60 מ' ש', תשואה של כ-3% על מחיר המניה.
- אנו מצרפים מודל NAV מעודכן לשווי החברה (ללא שינויים מהותיים), וממשיכים בהמלצה נטרלית על המניה, קרי, אחזקה של המניה במשקל שווה למשקלה במדד. עפ"י מודל NAV, מניית החברה שווה כ-205 ש', בהתבסס על מחיר היוון של 6.75% משוקלל למסחר ולמשרדים, ועפ"י מכפיל 13 על FFO מתקבל שווי חברה של 9.1 מיליארד ש', כלומר 207 ש' למניה.
- אנו מעלים מעט את מחיר היעד למליסרון לרמה של 205 ש' לאור השווי המתקבל במודל, וכן לאור החיסכון הצפוי בעלויות מימון, שיפור צפוי ב FFO בשנה הבאה, והבשלת פרויקטים מניבים בשנים הבאות.

תאריך פרסום: 15.11.2017

המלצה: תשואת שוק

שווי שוק: 8.2 מיליארד ש'

מכפיל הון 1.62

תשואת דיב' 2.84%

חוב למאזן 55%

מכפיל FFO 12.3

NOI 2017 1.2 מיליארד

מכפיל הון 1.62

שינוי מתחילת שנה 9.6%

מחיר נוכחי: 179

מחיר יעד: 205

פער: 12%

מחזיקים עיקריים

עופר

השקעות 60.8%

מגדל 3.8%

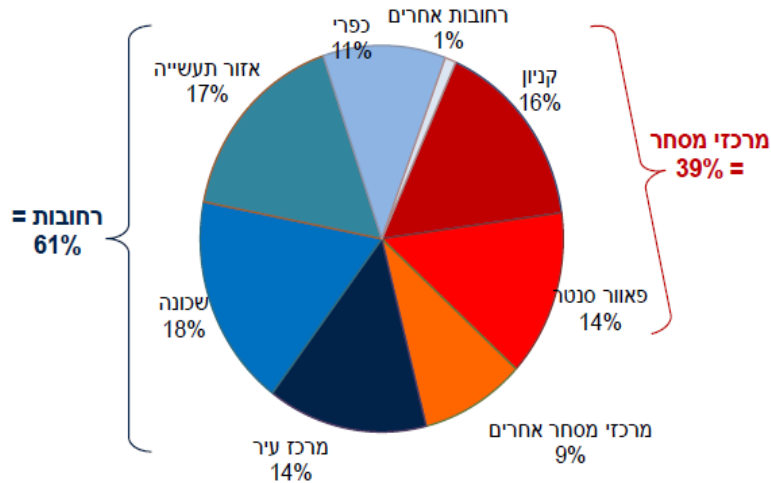
כלל 3.1%

אנשי קשר

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

תחום הקניונים בישראל- הולך ונעשה צפוף...

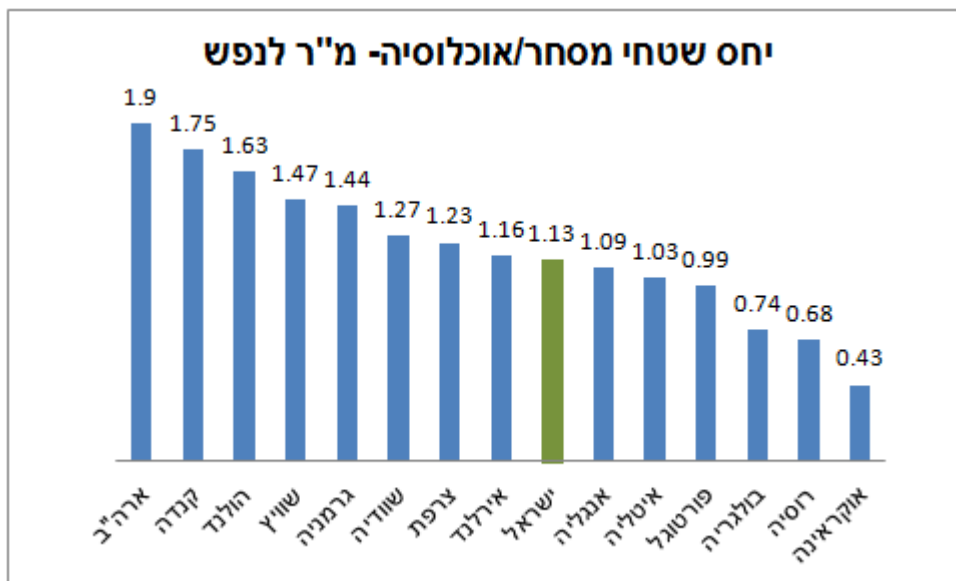
תחום שטחי המסחר ממשיך להיות מאתגר, עם כניסתם של שטחי מסחר נוספים לשוק. נכון ל-2016, בישראל קיימים כ- 9.1 מ' מ"ר שטחי מסחר, הכוללים 40% מרכזי מסחר, ו-60% במסחר רחוב. שוק המסחר נחלק בין שוק הקניונים ל- "פאוואר סנטר" בשווה, כ- 15% לכל סגמנט.



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 שלישי 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 1.13 מ"ר לנפש.** בשנים 2010-2015 נפתחו כ-100 מרכזים בשטח כולל של 930 אלף מ"ר. מדובר על קצב פתיחה גבוה מקצב גידול האוכלוסייה, וזה ההסבר לעליה שנרשמה בממוצע שטח מסחרי לנפש.

2



מקור: צ'מנסקי בן שחר

ההיצע צפוי להמשיך ולגדול

עפ"י התכנון, צפויים להיפתח בישראל עד סוף 2018 כ-700 א' מ"ר נוספים (הערכה בלבד) כאשר התכניות 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 – לדוגמא TLV fashion mall); מדובר על עודף של מאות אלפי מ"ר בטווח של 5 שנים, אשר ספק אם בכח השוק לספוג אותם, למרות הגידול המהיר בצריכה הפרטית.

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. עפ"י הערכות, ישנם מעל 110 א' מ"ר מסחרי בשטחי שרונה רבתי, כ-15% מסך שטחי המסחר בת"א.

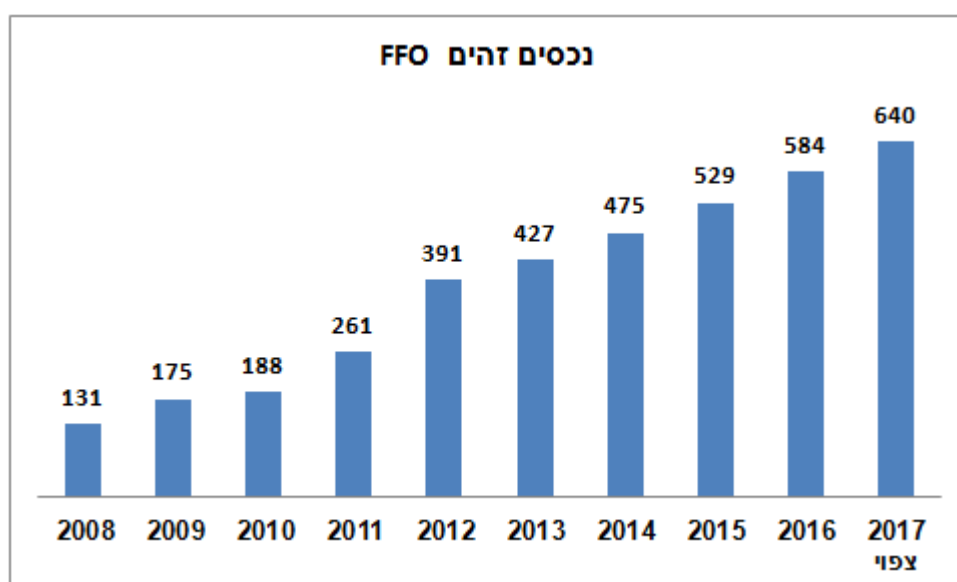
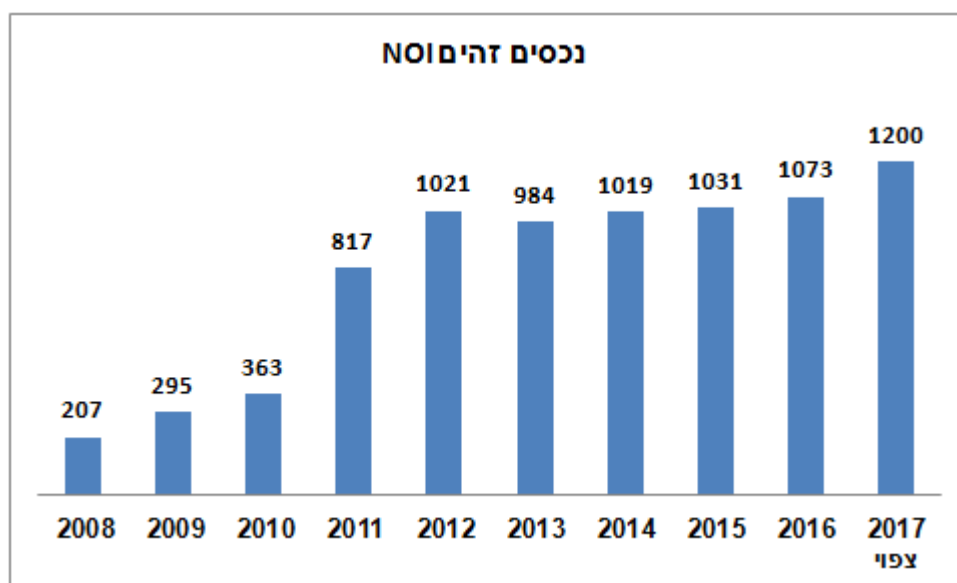
נכסים מהותיים- עדכון לרבעון שלישי:

שנת NOI	מיליארדי ₪	שוי בספרים- מיליוני ₪	נדלן בהקמה	נדלן זכויות	עומס דמי שכירות	שיעור תפוסה	סה"כ	מ"ר משרדים	מ"ר מסחר	שיעור החזקה	קניון
164	30	2,229			12.2%	99%	87,928	27,000	61,000	100%	עופר הקרין
157	116	2,283			11.5%	100%	31,425	9,000	22,450	73%	עופר רמת אביב
109	5	1,536			9.7%	100%	56,330		56,330	100%	עופר גרנד קניון חיפה
103		1,392			11.9%	100%	36,800		37,000	100%	עופר הקניון הגדול
		125				67%	14,900	14,870		100%	מגדל עופר פ"ת
90		1,288			9.9%	100%	41,400		41,400	100%	קניון עופר רחובות
57		793			7.9%	100%	41,700		41,700	72%	עופר בילו סנטר
84	11	1,041			8.7%	92%	50,784		50,700	100%	עופר גרנד קניון באר שבע
74	174	1,390				93%	87,850	87,848		73%	פארק עופר פתח תקוה
838	336	12,077					449,117	138,718	310,580		סה"כ
-77	-77	-1,199					-43,406				בנטרול מיעוט
336	781	4566					326,207				שאר נכסים
1,097	1,040	15,444					731,918				סה"כ מניבים
		16,484									שוי נדלן להשקעה, חלק הקבוצה

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 שרונה 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
		198,000		1,122	746	1365	209

NOI שנתי, FFO שנתי-



הערכת שווי.

אנו מעריכים 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-205 ₪, ונסחרת בדיסקאונט של 12%. 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, אנו סבורים כי יש 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, ומעלים מעט את מחיר היעד ל 205 ₪ לאור התקדמות הפרוייקטים, הפחתת עלות המימון, והשיפור הצפוי בשנה הבאה ב FFO השנתי של החברה.

סעיף	הערכה	הערות
NOI	1,146	3Q2017
NOI שנתי 2017 מוערך	1,200	כולל חוזים חתומים ופרוייקטים שהושלמו
סך נדל"ן להשקעה	17,778	
שטחים פנויים	361	ספרים
נדלן בהקמה	1,072	ספרים
סה"כ שווי נדלן	19,211	הערכת בנה"פ
חוב נטו	9,256	
הפחתת בגין מסים נדחים	663	35%
הנהלה וכלליות	270	מכפיל 5 על השנתי
שווי NAV	9,022	
מספר מניות (מיליונים)	44	
למניה NAV	205	
מחיר מניה	179	
פער	-13%	

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

2.2. דרוג סיכון

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