

תשואת יתר | מחיר יעד: 210 ש"ח  
ברורית פיין | [Brurit@leadercm.co.il](mailto:Brurit@leadercm.co.il) | 03-6845817

## תגובה לדוחות Q416

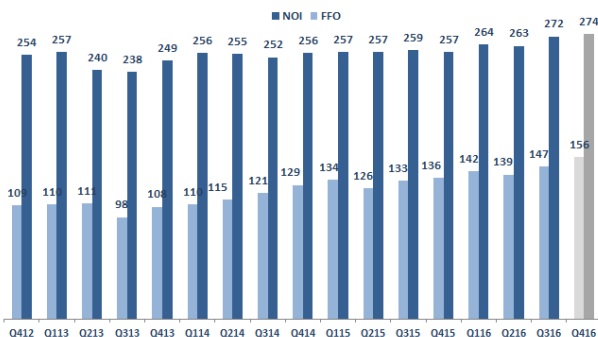
### תוצאות הרבעון – מ' ש"ח

במיליוני ש"ח	YOY	Q4 2016	Q4 2015	2016
NOI	5.8%	274	259	1,076
FFO	15%	156	136	584
למניה FFO	15%	3.50	3.07	13.13
רווח נקי	30%	545	420	985

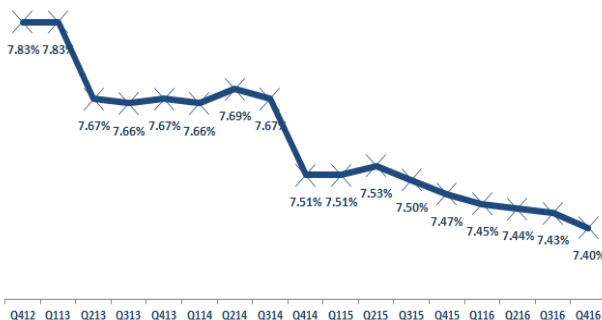
### נתונים עיקריים

שווי שוק	8,061
הון עצמי ללא מיעוט	5,068
מכפיל הון רוב	1.59
תשואת FFO נגזרת משווי שוק	9.4%
תשואת דיבידנד	3.0%
תשואת NOI נגזרת משווי שוק	6.8%
חוב נטו ל-CAP	64%
הון עצמי למאזן	29%
שיעור הייזום מסה"כ נדל"ן	6%
מיסים נדחים ביחס להון העצמי	37%

### התפתחות NOI ו-FFO – מ' ש"ח



### התפתחות שיעור ההיוון בספרים



**איך היה הדו"ח?** דוח מצוין למליסרון. המשך שיפור בפרמטרים התפעוליים העיקריים עם עלייה נאה של 3.5% בתזרים מנכסים זרים (המדד ירד של 0.3%), אשר נבעה בעיקרה משיפור בתוצאות הקניונים, צמיחה מרשימה מאד ב-FFO (15%) ושמידה על שיעורי תפוסה גבוהים. הפדיונות בקניונים ממשכים לצמוח והחברה מדווחת על עלייה של 5.1% בסך הפדיונות הכולל בקניונים שלה בשנת 2016. כמו כן החברה הציגה רווח נקי גבוה של 545 מיליון ש"ח בהשוואה לרווח נקי של 420 מיליון ש"ח ברבעון המקביל אשתקד שנובע מעלייה בשווי הוגן של 298 מיליון ש"ח ומקיטון בהוצאות המימון לאור המדד השלילי ברבעון (-0.3%). בסה"כ החברה מסכמת שנה נוספת של צמיחה עם עלייה של 3% בתזרים מנכסים זרים וגידול של 10.5% ב-FFO. החברה העלתה את תחזית הדיבידנד הצפוי בגין רווחי שנת 2017 לכ-240 מיליון ש"ח (220 מיליון ש"ח בתחזית שניתנה בינואר).

**האם הדוח מלמד על העתיד?** מליסרון ממשיכה להפגין תוצאות טובות מהפעלת מרכזים מסחריים בישראל, למרות כל החששות. תוצאותיה התפעוליות של מליסרון מלמדות על צמיחה מרשימה בשוק יחסית רווי. החברה ממשיכה להתקדם בהשבת נכסיה, מחדשת את הסכמי השכירות במחירים גבוהים יותר, ובסה"כ מגדילה את ה-NOI ואת התזרים השוטף. החברה ממשיכה להציג גידול מרשים בפדיונות של הקניונים וזה מקבל ביטוי בצמיחה שמציגה החברה. כל עוד הפדיונות בנכסיה ימשיכו לצמוח לחברה תהיה יכולת להעלות שכ"ד. הנכסים המהותיים שלה (כגון רמת אביב, הקריון, פ"ת וכדומה) ממשיכים לשמור על שיעורי תפוסה גבוהים מאד ונהנים מהמשך ביקושים. לחברה קיימים מספר נכסים שנמצאים בתהליכי השבחה שצפויים לתרום לחברה החל משנת 2017 (המלון ברעננה ופארק עופר שלב א').

**מה לעשות עם המניה?** מליסרון פועלת בשוק המקומי בלבד ונהנית מפורטפוליו נכסים איכותי עם ביזור, מיקומים טובים והתמקדות באזורי ביקוש. אנו מעלים את מחיר היעד של החברה ל-210 ש"ח למניה לאור המשך השיפור המרשים בתוצאות, כאשר אנו סבורים כי נכסיה האיכותיים של החברה נהנים מניהול מצוין, ובהתאם, ממשיכים עם המלצת תשואת יתר. החברה נסחרת לאחר הדוחות במכפיל הון של 1.59 אולם שני פרמטרים מרכזיים מביאים לכך שבפועל מכפיל ההון הכלכלי של החברה נמוך בהרבה: 1. מחירי ההיוון הגבוהים בספרים (7.4%) ו-2. היקף המיסים הנדחים ביחס להון העצמי שהינו כ-40%.

### התזרים מנכסים זרים ממשיך לצמוח

צמיחה של 3.5% ב-NOI מנכסים זרים: ה-NOI ברבעון הסתכם בכ-274 מיליון ש"ח, צמיחה של 5.8% בהשוואה לכ-259 מיליון ש"ח ברבעון המקביל ו-272 מיליון ש"ח ברבעון הקודם. התזרים מנכסים זרים עלה ב-3.5%. העלייה נובעת בעיקרה משיפור בתוצאות הקניונים בין הבולטים: קניון עופר רחובות, עופר גרנד קניון חיפה, קניון עופר דודג' סנטר, אאוטלט חוצות המפרץ ועופר קניוטר. נציין כי בדצמבר השלימה החברה את רכישת 24% מזכויות בפארק ההייטק עופר בפ"ת בתמורה ל-192 מ' ש"ח וכיום היא מחזיקה ב-73.4% מהנכס. התרומה של הרכישה לא גולמה במלואה ברבעון.

**המשך צמיחה ב- FFO :** החברה הציגה FFO של 156 מיליון ₪ ברבעון צמיחה של 14.7% בהשוואה לרבעון המקביל ושל כ- 6.1% בהשוואה לרבעון הקודם. נציין כי בשנת 2017 ה- FFO של החברה צפוי להגיע לכ - 700 מיליון ₪ כתוצאה מהגיוסים לאחר המאזן והחלפת אג"ח, מכניסה להנבה של בניין סייבר ארט בפ"ת ומלון ברעננה, מרכישת הזכויות הנוספות בפארק עופר פ"ת ומגידול חזוי בתזרים מהנכסים הזהים. מליסרון נסחרת במכפיל FFO של 10.6 לפי שווי השוק כיום.

**המשך צמיחה בפדיונות:** החברה מציגה גידול של 5.1% בסך הפדיונות הכולל בקניונים שבבעלותה בשנת 2016. השיפור ניכר בכל הקניונים של החברה. נציין את קניון באר שבע שהציג פדיון של 746 מיליון ₪ בשנת 2016 בהשוואה ל- 690 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, צמיחה מרשימה של 8% (והצפי שהפדיון ימשיך לגדול) וכן את עופר דודג' סנטר שהציג גידול של 29% בפדיון בהשוואה לשנה שעברה.

שם הקניון	פידיון 1-12/2015 (במיליונים)	פידיון 1-12/2016 (במיליונים)	שיעור שינוי
<b>סה"כ קניוני מליסרון</b>	<b>8,240</b>	<b>8,660</b>	<b>5.1%</b>
עופר רמת אביב	982	1,021	3.94%
עופר גרנד קניון חיפה	847	908	7.16%
עופר הקניון הגדול פ"ת	753	790	4.88%
עופר רחובות	725	731	0.79%
עופר הקריון	1,022	1,048	2.58%
עופר גרנד קניון באר שבע	690	746	8.11%
חוצות המפרץ outlet	547	583	6.55%
עופר בילו סנטר outlet	560	590	5.33%
עופר דודג' סנטר	287	371	29.19%

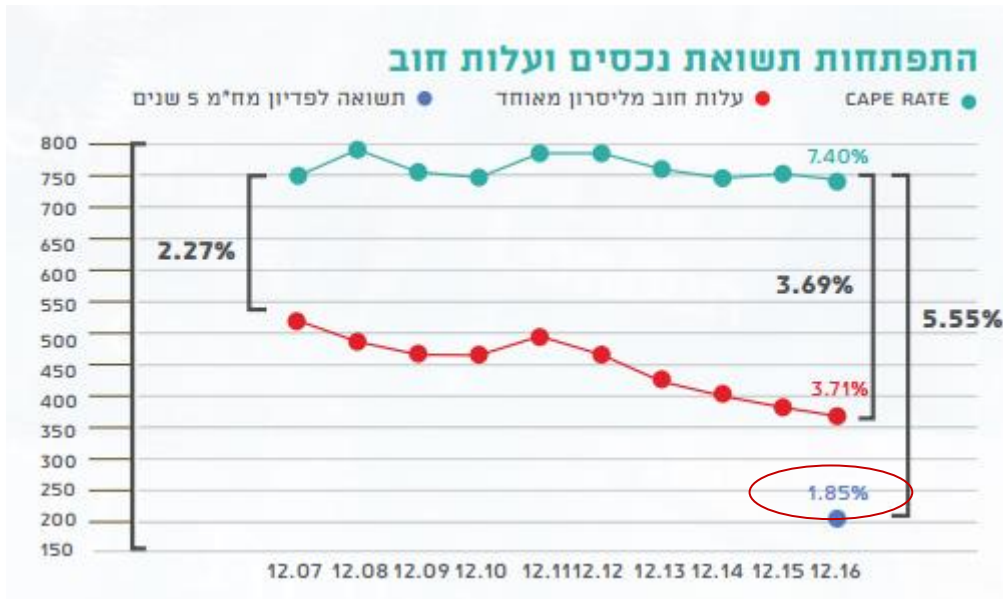
\* נתוני הפידיון אינם כוללים מע"מ ומוצגים במיליונים

מקור: מצגת חברה

**נכסים בייזום:** במהלך הרבעון, המשיכה הקבוצה להשקיע בהקמתם של הנכסים בייזום ביניהם פארק עופר פ"ת ופארק עופר יקנעם, החברה צופה גידול של כ- 125 מיליון ₪ ב- NOI לאחר שכל הפרויקטים של הטווח הקצר יסתיימו ויכנסו להנבה. בנוסף, החברה מתכננת לבצע השבחות נוספות בנכסים קיימים כגון עופר גרנד קניון באר שבע, הקריון והשרון בטווח הארוך.

ייזום ובניה: טווח קצר-בינוני							
הפרויקט	אחוז אחזקה	שטח להשכרה (מ"ר)	מועד סיום משוער	שווי בספרי החברה (מ')	עלות השלמה משוערת (מ')	וסא צפוי (מ')	הערות
מגדל שרונה תל אביב	50%	114,000	2021	297	960 - 860	145-155	
פארק עופר פתח תקווה ב' - שלב א'	73.4%	25,000	9/2017	152	152 - 146	20 - 21	שני בניינים + חניון לכל המתחם
פארק עופר פתח תקווה ב' - שלב ב'	73.4%	25,000	2020	26	168 - 162	20 - 21	שני בניינים נוספים
מגדל עופר הקניון הגדול פ"ת	100%	13,000	12/2016	125	-	9	הסכם חתום למלונאות + פאות
מגדל בית עופר רעננה	100%	7,000	1/2017	76	9	5	הסכם חתום למלונאות
פארק עופר יקנעם - בניין נוסף	100%	14,000	2019	26	120 - 114	10	בניין נוסף
עופר אדומים	100%	4,000	10/2017	9	35 - 33	3	תוספת קומה לבתי קולנוע
עופר דודג' סנטר	100%	2,000	10/2017	8	10 - 9	2	חלק ב' של ההרחבה
<b>סה"כ פרויקטים</b>		<b>204,000</b>		<b>719</b>	<b>1,454 - 1,333</b>	<b>214 - 226</b>	
<b>סה"כ חלק הקבוצה</b>		<b>122,000</b>		<b>719</b>	<b>888 - 821</b>	<b>122 - 128</b>	

מקור: מצגת חברה



מקור: מצגת חברה

שיעור הריבית הממוצע של מליסרון ליום 31.12.16 בגין חוב פיננסי של 9 מיליארד נה עמד על 3.71% כאשר אג"ח של החברה נסחרות בתשואות שבין 0.02% - 2.54% (צמוד) בלבד. בינואר החברה השלימה גיוס של כמיליארד נה באג"ח חדשות (ט"ז) והרחבה של שתי סדרות כאשר אלו אמורות להחליף חוב ישן. חסכון הריבית מוערך בשנה עומד על כ- 25 מ' נה. **כפי שניתן לראות מהגרף הפער בין עלות המימון לתשואת הנכסים ממשיך להיות גבוה כאשר הפער עומד כיום על 5.55%!!!**

**חוב החברה:**

- ✓ החוב הפיננסי נטו של החברה עומד על כ- 9 מיליארד ש"ח ומהווה כ- 52% מהמאזן.
- ✓ היקף חוב ברוטו של החברה הינו כ- 10 מיליארד נה והיקף המזמנים עומד על כ- 736 מ' נה.
- ✓ חלק המיעוט בחוב נטו כ- 302 מיליון נה.
- ✓ יחס חוב פיננסי נטו ל- CAP עומד על 64% והחוב נטו לסך נכסים (LTV) עומד על 56%. נציין כי מכיוון שלחברה יחס מיסים נדחים להון עצמי של כ- 37%, שהינו כפול מהממוצע של חברות הענף שעומד על כ- 20%, אזי מדידת החוב פיננסי נטו ל- Cap מעוותת את התוצאה לרעת החברה, ולכן יש להסתכל גם על החוב נטו לסך נכסים.
- ✓ ה- NOI של החברה עומד על כ- 1167 מיליון נה בקצב שנתי ה- FFO עומד על קצב של כ- 700 מיליון נה (מנוטרל מיעוט).
- ✓ לחברה היקף נכסים לא משועבדים בהיקף של 5 מיליארד נה.

**סדרות האג"ח של מליסרון:**

למליסרון 14 סדרות אג"ח בשוק בהיקף של כ- 9 מיליארד נה (ערך פארי).

LTV	שוי הבטוחה	שעבוד	דרג מעלות הצמדה	פארי	ערך מתואם כולל	יתרת ע"נ במחזור	מח"מ	תשואה ברוטו	קוד בורסה	אחרון
		אין	A-1 שקלי	100.2	153,101,034	152,743,000	0.57	0.51%	100.29	3230257
		אין	AA- מדד	115.2	164,764,387	142,975,864	0.50	0.02%	117.92	3230083
35%	2,251,000,000	מתחם הקרין	AA- מדד	110.4	790,811,296	716,341,655	3.02	0.80%	125.45	3230091
		מניות בריטיש ישראל	AA- מדד	103.6	964,300,289	931,018,590	3.35	1.37%	116.1	3230125
71%	1,355,000,000	שעבוד שני על קניון פ"ת	AA- מדד	101.9	348,545,053	341,904,585	3.31	1.09%	109.95	3230141
61%	1,487,000,000	שעבוד ראשון על גרנד חיפה	AA- מדד	100.2	907,923,077	906,215,737	4.36	1.20%	106.19	3230166
56%	1,060,000,000	שעבוד ראשון על גרנד ב"ש	AA- מדד	99.0	592,258,359	598,436,920	3.04	0.90%	103.22	3230174
73%	2,251,000,000	שעבוד שני על הקרין	AA- מדד	100.4	859,675,963	855,845,627	7.13	2.31%	96.73	3230190
		שילי	AA- מדד	100.5	968,110,101	963,083,978	6.99	2.64%	98.33	3230208
		אין	AA- מדד	120.4	54,050,247	44,879,490	0.74	1.22%	124.24	3230216
		אין	AA- מדד	108.4	1,658,840,035	1,530,582,166	3.04	1.31%	123.69	3230224
		משכנתא מדרגה שלישית קניון פ"ת שתהפוך לראשונה	AA- מדד	101.1	545,336,023	539,154,990	7.53	2.38%	99.52	3230232
80%		שעבוד שני על קניון גרנד באר שבע	AA- מדד	100.1	256,195,481	255,965,000	8.09	2.55%	98.63	3230265
		שילי	AA- שקלי	100.6	651,328,461	647,551,080	6.22	3.54%	100.53	3230240
					8,915,239,807	8,626,698,682				

שעבודים:

- ✓ אג"ח 5 – קיים שיעבוד על הקריון, המוערך בכ- 2.251 מיליארד ₪.
- ✓ אג"ח 6 – קיים שיעבוד על מניות בריטיש ביחס LTV של כ- 70% ע"פ ההון העצמי של בריטיש.
- ✓ אג"ח 7 – שעבוד שני על קניון אבנת בפתח תקווה (שווי הנכס כ- 1.355 מיליארד ₪). קיים חוב בכיר של כ- 224 מיליון ₪, וניתן להגיע ל- LTV של 70%.
- ✓ אג"ח 8 – קיים שעבוד ראשון על גרנד קניון חיפה, המוערך ב- 1.48 מיליארד ₪.
- ✓ אג"ח 9 – שעבוד ראשון על גרנד ב"ש המוערך ב- 1.06 מיליארד ₪.
- ✓ אג"ח 10 – שעבוד שני על הקריון.
- ✓ אג"ח 14 – משכנתא מדרגה שלישית על קניון עופר פ"ת. המשכנתא תהפוך לראשונה בדרגה עם פירעון אג"ח של אבנת ומליסרון.
- ✓ אג"ח 16 – שיעבוד שני על קניון גרנד באר שבע.

המרווחים בהן נסחרות אג"ח החברה דומים מאוד לאלו של החברות המתחרות. אמנם לחברה עדיין מינוף גבוה מאשר מתחרותיה, אולם פיזור הנכסים ומיקומם, התזרים החזק מפעילות שוטפת, והעובדה שמדובר בעיקר בנכסי מסחר, שנחשב לדפנסיבי יותר מתחומי נדל"ן מניב אחרים, מחזקים את האיתנות הפיננסית שלה.

להלן לוח פירעונות החוב בשנים הקרובות:

טבלה 5 - פריסת פירעונות החוב על פני השנים

סך יתרת ע"ג צמודה	פריסת פירעונות על פני השנים (במיליוני ₪)										ריבית אמקטיבית משוקלת	מח"מ	מהות	מקור המימון
	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017				
717	-	-	-	-	-	-	646	24	24	24	4.2%	3.32	בנק לאומי	בנקאי
42	-	-	6	6	6	5	5	5	4	4	6.29%	3.58	אחר	
752	-	-	13	1	217	176	197	52	49	47	4.56%	3.66	מקבץ הלוואות	מוסדי
165	-	-	-	-	-	-	-	-	-	165	3.60%	0.65	סדרה ד' מליסרון	ציבורי
1,261	-	-	-	-	-	-	1,173	29	29	29	4.23%	3.17	סדרה ה' מליסרון	
948	-	-	-	135	135	135	135	135	135	135	3.81%	3.42	סדרה ו' מליסרון	
345	-	-	-	-	-	-	322	8	8	8	3.46%	3.46	סדרה ז' מליסרון	
916	-	-	-	-	819	19	19	19	19	19	1.97%	4.52	סדרה ח' מליסרון	
603	-	-	-	-	-	-	544	20	20	20	2.47%	3.20	סדרה ט' מליסרון	
317	-	265	6	6	6	6	6	6	6	6	1.90%	7.32	סדרה י' מליסרון	
552	-	461	11	11	11	11	11	11	11	11	2.62%	7.16	סדרה יא' מליסרון	
53	-	-	-	-	-	-	-	-	18	36	4.74%	0.90	סדרה יב' מליסרון	
1,638	-	-	-	128	252	252	252	252	252	252	5.18%	3.07	סדרה יג' מליסרון	
542	444	11	11	11	11	11	11	11	11	11	2.29%	7.70	סדרה יד' מליסרון	
374	-	-	246	83	8	8	8	8	8	8	3.68%	6.38	סדרה טו' מליסרון	
254	-	-	-	-	-	-	-	-	254	-	0.6%	1.8	סדרה 3	נע"מ
153	-	-	-	-	-	-	-	-	-	153	0.6%	0.75	סדרה 4	
378										378	1.70%		מנוצלות	מסגרות אשראי
10,011	444	738	294	382	1,465	625	3,330	580	849	1,307	3.70%	4.1		סך פירעונות
	-	-	-	-	1,035	258	2,849	-	-	-				מתוכו פירעון חוב מובטח בשעבוד
	-	-	-	-	2,244	200	7,106	-	-	-				שווי הנכס המשועבד
					46%	29%	40%							שיעור LTV הנכס המשועבד
4,575	-	472	294	382	430	567	481	580	595	776				קצב פירעונות קרן שוטפים שנתיים בנטרול שילוח חובות מובטחים בנדל"ן

\*מקור: דוחות כספיים

בשורה התחתונה, החברה אמנם מעט ממונפת, עם יחס חוב ל- CAP של כ- 64% (שירד משמעותית משיעור של 78% לאחר רכישת בריטיש), אולם מנגד קיימת מצבת נכסים מבוזרת ואיכותית, שמייצרת תזרים חזק מפעילות שוטפת, ואנו לא צופים בעיה לשירות החוב. החברה איתנה פיננסית, התזרים מפעילות שוטפת חזק, ולמרות שחלק מסוים מפירעונות החוב תלוי במימון מחדש של אג"חים ונכסים, היקף הנכסים הלא משועבדים ותת המינוף של נכסים אחרים מניחים את דעתנו כי לא תהיינה בעיות בשירות החוב.

לידר ושות' בית השקעות בע"מ  
רח' הארבעה 21, תל-אביב  
טל: 03-6845757

## גילוי מטעם התאגיד

1. מכין עבודת האנליזה היו עובד לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר").
2. דוח זה מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור וכן על הערכות, אומדנים ומידע אחר אשר לידר מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנותו. הדוח אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהו למהימנות ולנכונות המידע המפורט בו.
3. הדוח מיועד ללקוחות כשירים בלבד כחומר מסייע. אין לראות בדוח זה ובמידע והניתוח הכלולים בו הזמנה, הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך והנכסים הפיננסיים המתוארים בו (להלן יחדיו: "ניירות ערך") ו/או ניירות ערך אחרים כלשהם.
4. הדוח אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיעים ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות, הפרטים והנסיבות הקשורות בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. לפיכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.
5. המסתמך על דוח זה עושה כן על אחריותו בלבד ולידר, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם (להלן יחדיו: "קבוצת לידר") לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדוח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו ואינם ערבים או אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.
6. תאגידיים מקבוצת לידר עוסקים, בין היתר, בהפצת ניירות ערך, חיתום, שיווק השקעות, מסחר בניירות ערך, השקעה בניירות ערך לחשבון עצמם, ברוקרג' ותיווך בעסקאות ניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות ופעילויות אחרות בשוק ההון. ילין לפידות החזקות בע"מ, חברה בשליטה משותפת של קבוצת לידר, עוסקת באמצעות חברות בנות בניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל וקרנות השתלמות.
7. חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה מחזיקים ו/או עשויים להחזיק ו/או לבצע פעולות קניה ומכירה, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך הנסקרים בדוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו, וכן עשויים לבצע פעולות בניירות הערך הנ"ל על פי שיקול דעתם העצמאי שלא באופן התואם למסקנת הדוח. כמו כן חברות מקבוצת לידר וגופים קשורים לה עשויים לתת שירותי הפצה ו/או חיתום ו/או ברוקרג' ו/או בנקאות להשקעות ו/או שירותים אחרים בקשר לניירות הערך ולתאגידיים נשוא דוח זה ולקבל תמורה בגין שירותים אלה, וכן עשויים להיות קשורים בקשרים עסקיים עם התאגידיים המתוארים בדוח זה.
8. לידר או תאגידיים קשורים לה החזיקו במועד פרסום עבודת האנליזה ובמהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידיים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).
9. במהלך שנים עשר החודשים האחרונים נתנה לידר הנפקות (1993) בע"מ מקבוצת לידר שירותי גיוס הון והפצה בהנפקות של מליסרון ועשויה, כמו גם חברות אחרות מקבוצת לידר, לתת להן או לחברות קשורות להן שירותים בעתיד ולקבל תמורה בגין השירותים הנ"ל.

## סולם המלצות

קניה - תשואת של מעל 20% בשנה הקרובה  
ת. יתר - תשואת יתר של 20% - 10% בשנה הקרובה  
ת. שוק - תשואה של +/- 10% בשנה הקרובה  
ת. חסר - תשואת חסר של 20% - 10% בשנה הקרובה  
מכירה - תשואת חסר של מעל 20% בשנה הקרובה

## פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: ברורית פיין  
כתובת: רח' הארבעה 21, תל-אביב  
e-mail: brurit@leader.co.il  
השכלה: M.B.A מנהל עסקים: מימון – המכללה למנהל.  
A.B כלכלה וניהול – המכללה למנהל  
ניסיון מקצועי: לידר שוקי הון – אנליסטית (מאי 2014 ואילך)  
כלל פיננסיים בטוחה – אנליסטית בכירה (2012-2014).  
דש ברוקראז' – אנליסטית בכירה (2011-2012)  
פעילים ניהול השקעות- מנהלת השקעות ואנליסטית (2005-2011)

## מתודולוגיה וגורמי סיכון

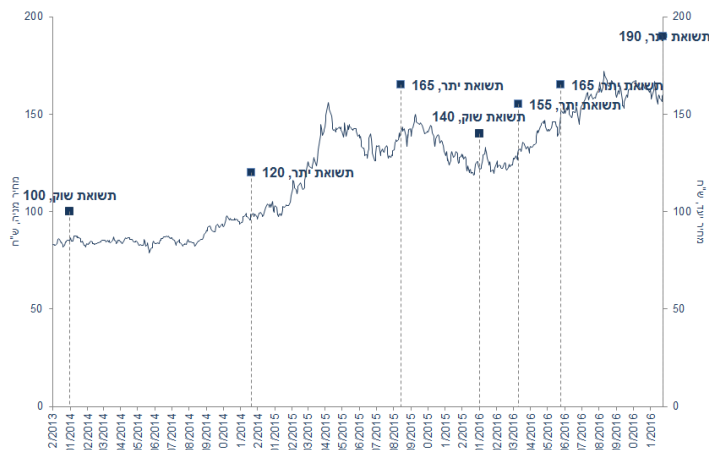
מתודולוגיה: הערכנו את שווייה של החברה על פי מודל NAV  
גורמי סיכון:

- הרעה במצב הכלכלי בארץ עלולה לגרום להרעה בפעילות החברה.

- ירידה במחירי הנדל"ן המניב בארץ ישפיעו על תוצאות החברה ושווייה.
- העלאת הריבית בארץ ובעולם יכולה להשפיע לרעה על החברה
- מצוקת מימון בבנקים ובשוק ההון עלולה להעלות את הסיכון בחברה

**ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד:**

**מליסרון**



תאריך	המלצה	מחיר יעד	אנליסט
19.11.14	תשואת יתר	120 ₪	ברורית פיין
31.12.14	תשואת שוק	120 ₪	ברורית פיין
13.8.15	תשואת יתר	165 ₪	ברורית פיין
31.12.15	תשואת שוק	140 ₪	ברורית פיין
10.3.16	תשואת יתר	155 ₪	ברורית פיין
23.5.16	תשואת יתר	165 ₪	ברורית פיין
24.11.16	תשואת יתר	190 ₪	ברורית פיין
01.03.17	תשואת יתר	210 ₪	ברורית פיין

**גילוי והצהרת האנליסט**

אני, ברורית פיין, בעלת רישיון מס' 10595, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.  
ברורית פיין