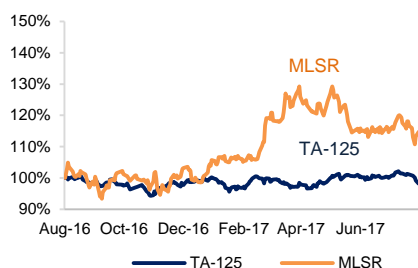


תוצאות מעורבות ברבעון השני, מורידים מ"י לכ-220 וחוזרים על המלצת קניה

מליסרון - נתונים

TASE	MLSR
Bloomberg	MLSR.IT
Reuters	MLSR.TA
Price (ILS)	181
Target Price (ILS)	220
Market Cap (m ILS)	8,203
12 Mo. Range (ILS)	150-207
12 Mo. Average Volume (m ILS)	8.3
תשואת FFO מתואמת	10.5%

מליסרון לעומת ת"א 125, 12 חודשים אחרונים



גידול נאה ב-NOI וב-FFO לצד התמתנות בגידול הפדיונות

מליסרון הציגה תוצאות מעורבות ברבעון: צמיחה חזקה של כ-10% ב-NOI לכ-289 מיל"ש, בהתאם לציפיות, הודות לגידול מרשים של כ-3.3% ב-NOI מנכסים זהים ותוספת של 28 מיל"ש מרכישות. אולם, החברה הציגה יציבות בפדיונות שוכרים ברבעון השני - המשך של מגמת ההתמתנות ברבעון הקודם (1.9% צמיחה בהשוואה ל-5% גידול בשנת 2016) ומעיד על המשך מגמת החולשה בתחום המסחרי. ה-FFO צמח בשיעור גבוה של כ-12% לכ-156 מיל"ש לעומת 2Q16 כתוצאה מקיטון בהוצאות תפעוליות. הוצ' מימון ריאליות עלו לכ-87 מיל"ש ברבעון עקב גיוס חוב שני של כ-940 מיל"ש ביוני השנה אבל צפויות לרדת עם מיחזור חוב בהמשך השנה. כתוצאה מהחולשה בתחום המסחרי אנו מורידים את המכפיל ה-FFO מ-13x ל-12x ומחיר יעד מ-233 ל-220 ש' וממשיכים להמליץ קניה.

גידול נאה של 3.3% בנכסים זהים אבל המגמה של התמתנות גידול פדיונות שוכרים נמשך

מליסרון הציגה גידול מרשים של כ-3.3% ב-NOI מנכסים זהים, אולם הנתון המאכזב היה יציבות בגידול בפדיונות שוכרים ברבעון (כ-0.7% גידול בחציון המנטרל עונתי) ומעיד על התחזקות מגמת האטה בתחום המסחרי-קמעונאי. לפי החברה, חולשה בפדיונות אצל רשתות בינלאומיות מוסברת על ידי קניות של ישראלים בחו"ל ומאוזן חלקית על ידי התחזקות מסוימת ברשתות מקומיות. השקת קניין עזריאלי ראשונים ותחרות גוברת באזור נתנו את אותותיהם בקניין רחובות. לעומת זאת, בלטה הצמיחה של בין 5-6% בתחום ה-outlet (חצות מפרץ ובילו סנטר) ברבעון.

אנו מעריכים שסביבת הריבית תמשיך לתמוך בפרופיל המינוף של מליסרון

הוצאות המימון הריאליות עלו לכ-87 מיל"ש לעומת הרבעון הקודם (84 מיל"ש) כתוצאה מהקדמת גיוס אג"ח של כ-940 מיל"ש ביוני השנה. מליסרון ניצלה שווקים נוחים לגיוס כ-1.9 מיליארד ש' מתחילת השנה להאריך את המח"מ ולהוריד הוצ' מימון. הוצאות המימון צפויות לרדת במהלך הרבעונים הקרובים לרמה של כ-75 מיל"ש לרבעון כתוצאה מפירעון אג"ח בהיקף של כ-720 מיליון ש' בהמשך 2017 בריבית ממוצעת של כ-4.2% במרווח של יותר מכ-200 נ.ב. לחוב החדש. להערכתנו החברה תחסוך כ-18 מיל"ש בהוצאות מימון ממיחזור החובות בשנה הקרובה.

אנו מאמינים שסביבת הריבית תמשיך לתמוך בפרופיל המינוף של מליסרון (LTV 56%). מתחילת השנה, תשואות האג"ח של החברה תיקנו ב-71 נ.ב., לרמה נמוכה של כ-1.9% (סידרה יא). לאור אינפלציה נמוכה, להערכתנו לא תחול העלאת ריבית משמעותית עד סוף 2018.

מחיר המניה מגלם את החולשה בתחום המסחרי, ממשיכים להמליץ בקניה

המשך ירידת התשואות לאחרונה מעיד על שוק אג"ח חזק הממשיך לתמוך בחברות ממונפות ומבטיחות צמיחה ב-FFO. לאור המשך סימנים של חולשה בתחום המסחרי אנו מורידים את מכפיל ה-FFO מ-13x ל-12x ומחיר היעד מ-233 ל-220 ש'. לדעתנו החולשה בתחום המסחרי מתומחרת היטב במחיר המניה הנסחרת בתשואת FFO מתואמת אטרקטיבית של כ-10.5%. אנו ממשיכים להמליץ קניה במחיר יעד של 220 ש', כ-21% מעל מחיר המניה בשוק.

* לפרטים נוספים וגילוי נאות ראו פירוט בסוף המסמך

** אין להפיץ, לפרסם או להעביר דו"ח זה או כל חלק ממנו לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מאקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ.

אקסלנס ברוקראז' – אנשי קשר

אלעד בנבג'י, מנכ"ל אקסלנס שירותי בורסה
03-7538530
Eladb@xnes.co.il

אלעד בורשטיין, מנהל חדר מסחר
03-7538596
054-3931010
Eladbu@xnes.co.il

מיכה גולדברג, מנהל מחלקת מחקר
03-7536555
054-5218019
Michag@xnes.co.il

נדב אופיר, מנהל דסק אג"ח ואסטרטג
שווקים בינלאומיים
03-5427313
050-8243051
Nadavo@xnes.co.il

אורן אוסד, מנהל דסק אג"ח
ישראל
03-7532075
054-5211369
Oreno@xnes.co.il

אלירן שטוקלמן, מנהל
דסק מניות ישראל
03-7532047
054-4852508
Elirans@xnes.co.il

רוני בירון, מנהל מחלקת מחקר
משותף
03-7532066
054-4400205
Roni.Biron@xnes.co.il

הדר לופסקו, סוחרת אג"ח חו"ל
03-7538507
052-3224321
Hadar.Lupesko@Xnes.co.il

טלי חורש, סוחרת אג"ח
ישראל
03-7532074
054-4989156
Talih@xnes.co.il

איציק מור, סוחר מניות
ישראל
03-7536628
054-6302364
itzikm@xnes.co.il

גלעד אלפר, אנליסט
03-7532997
054-3991155
Giladal@xnes.co.il

דניאל וסרמן, אנליסט אג"ח חו"ל
03-7536546
054-6004954
Daniel.Wasserman@xnes.co.il

קרן גלר, סוחרת אג"ח ישראל
03-7532074
052-3157717
Keren.Geler@xnes.co.il

גיא קורדובי, מנהל דסק
מניות ישראל לזרים
03-7532072
052-4711944
quyc@xnes.co.il

מיכל אלשיך, אנליסטית, רו"ח
03-5427329
054-4955716
MichalAI@xnes.co.il

צחי ליטבק, מנהל דסק מניות חו"ל
03-7537965
052-5983602
Tsachil@xnes.co.il

מאיה כתר, מידל אופיס
03-7537925
054-4428898
Maya.Ketter@xnes.co.il

דני פרחי, מכירות מניות
ישראל ללקוחות זרים
03-7532960
054-3443000
Danf@xnes.co.il

דוד גבאי, אנליסט
03-7532045
054-6380372
David.Gubbay@xnes.co.il

נצח ברמי, סוחר מניות חו"ל
03-5427317
050-8655439
Netzahb@xnes.co.il

עומר דביר, מידל אופיס
03-7532068
054-5834645
Omer.Dvir@xnes.co.il

אביתר בן דוד, אנליסט מאקרו
03-7538576
050-7313070
Evyatar.Ben-David@xnes.co.il

אבישג בניסטי, סוחרת מניות חו"ל
03-7537965
054-8154493
Avishagb@xnes.co.il

פרטים נוספים וגילוי נאות ביחס לעבודת האנליזה

דו"ח זה מיועד ללקוחות החברה אשר הינם לקוחות כשירים בלבד.

פרטי מכיני האנליזה

עורך האנליזה הינו אנליסט במחלקת המחקר של אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ, אשר פרטיה מפורטים להלן:

שם: דוד גבאי

סוג הרישיון: משווק השקעות

מספר רישיון: 12673

כתובת: אפעל 25, מגדל אמות פלטינום, פתח תקווה.

השכלה: CPA (Aus). University of New South Wales-מ Bcom Accounting

ניסיון: אנליסט באקסלנס נשואה מ-2016

אנליסט ב Gems Investment Research מ-2006 עד 2015

אנליסט באי.בי.אי. מ-1999 עד 2002

אנליסט ב Zannex Securities מ-1997 עד 1998

התאגיד המורשה מטעמו פועלים מכיני האנליזה

אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ.

כתובת: אפעל 25, מגדל אמות פלטינום, פתח-תקווה.

טלפון: 03-7532038

גילוי נאות מטעם מכיני האנליזה

נכון למועד דוח זה האנליסט איננו מודע לניגודי אינטרסים כלשהם הנוגעים לחברה המסוקרת בדוח זה או להחזקות בהן למעט היותו של האנליסט מועסק בחברה מקבוצת אקסלנס, אשר קשריה עם החברות המסוקרות הינם כדלקמן:

1. חברות מקבוצת אקסלנס, העניקו/מעניקות לחברות המסוקרות בעבודה זו לרבות לבעלי השליטה בה, במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום עבודה זו, שירותים שונים במהלך העסקים הרגיל, הכוללים, בין היתר, את השירותים הבאים (כולם או חלקם, לפי העניין): מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות, חיתום והפצה להנפקות, נאמנות לאופציות לעובדים, תיווך וברוקראז'.
2. תאגידים מקבוצת אקסלנס מחזיקים במועד פרסום האנליזה וכן החזיקו במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

מתודולוגיה

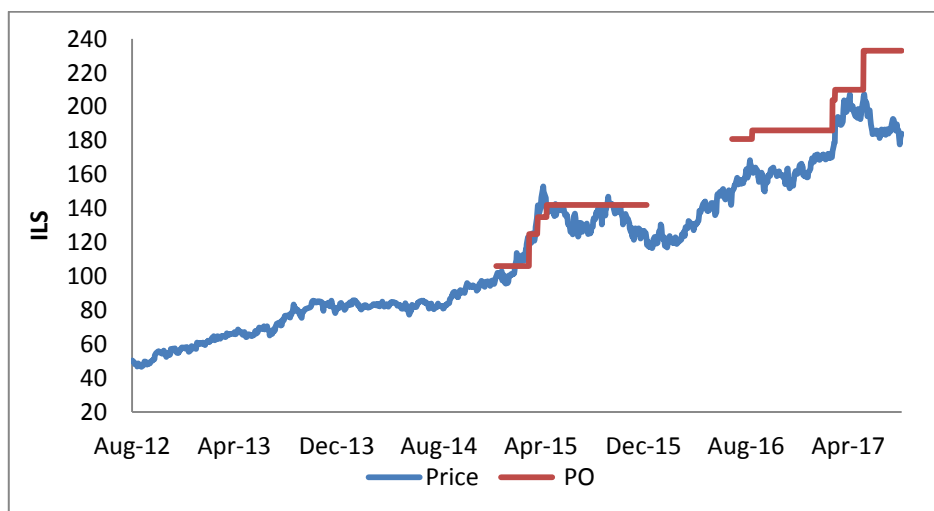
הערכנו את שווי החברות בדוח באמצעות מודלים שונים, כולל הערכת שווי בשיטת ה-NAV, והשוואת מכפילים FFO, תזרים מהוון של NOI צפוי. שווי הפרויקטים בייזום הוערך לפי היוון של תזרימי ההכנסות העתידיים ואבני דרך בהתקדמות הפרויקטים.

גורמי סיכון

גורמי הסיכון המפורטים להלן מתייחסים לענפים ותתי ענפים בהן פועלות החברות הנסקרות בעבודה זו. בנוסף, הובאו גורמי סיכון הייחודיים לחברות הנסקרות, וזאת בנוסף לגורמי הסיכון הרלוונטיים לענף אליו משתייכת החברה.

- האטה הפעילות הכלכלית בישראל ובצריכה הפרטית בארץ, והשפעה שלילית אפשרית על שוק מרכזי המסחר והמשרדים.
- ריבוי שחקנים בתחום מרכזי המסחר והמשרדים, יכולים לפגוע ברווחיות.
- רגולציה מחמירה והולכת בישראל המשפיעה על רמת הרווחיות והשקעות חדשות.
- עליית ריבית תשפיע לרעה על עלויות המימון ועל שיערוך הנכסים.

ביצועים היסטוריים של המניה ושינויים בהמלצות ובמחיר היעד



מחיר יעד בש"ח	המלצה	תאריך
106	תשואת שוק	15/12/2014
125	תשואת שוק	05/03/2015
135	תשואת שוק	24/03/2015
142	תשואת שוק	15/04/2015
סיקור מחדש		
181	קניה	29/06/2016
186	קניה	16/08/2016
204	קניה	23/02/2017
210	קניה	01/03/2017
233	קניה	8/5/2017
220	קניה	7/8/2017

סולם המלצות

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

הצהרת מכיני האנליזה

אני ודוד גבאי, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותינו האישית על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

גילוי נאות מטעם אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ ("החברה"):

נכון למועד דוח זה, החברה אינה מודעת לניגודי עניינים כלשהם הנוגעים לחברות המסוקרות בדו"ח זה או להחזקות בהן, למעט העובדה שהחברה הינה חברה בבעלות מלאה של קבוצת אקסלנס, אשר קשריה עם החברות המסוקרות הינם כדלקמן:

1. קבוצת אקסלנס הינה חלק מקבוצת דלק (בעלת השליטה, בעקיפין, באקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ).

2. חברות מקבוצת אקסלנס, העניקו/מעניקות לחברות המסוקרות בעבודה זו לרבות לבעלי השליטה בה, במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום עבודה זו, שירותים שונים במהלך העסקים הרגיל, הכוללים, בין היתר, את השירותים הבאים (כולם או חלקם, לפי העניין): מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה, בנקאות להשקעות, חיתום והפצה להנפקות, נאמנות לאופציות לעובדים, ניהול קופות גמל, תיווך וברוקראז'.
3. תאגידים מקבוצת אקסלנס מחזיקים במועד פרסום האנליזה וכן החזיקו במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום החזקה מהותית בניירות הערך של התאגידים הנסקרים בעבודה זו ("תאגיד קשור" ו"החזקה מהותית" – כהגדרתם בהוראות רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007).

החברה מעניקה אשראי בהיקף מהותי לנושאי משרה במליסרון, המובטח בניירות ערך אשר הונפקו על ידי התאגיד הנסקר.

הערות ואזהרות כלליות מטעם אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ ("החברה")

הניתוח הכלול בדו"ח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד ומובא כחומר רקע בלבד. אין לראות במסמך זה ובמידע ו/או הניתוח הכלולים בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בו או של ניירות ערך ו/או הנכסים פיננסיים אחרים כלשהם.

הניתוח במסמך זה נעשה בהתבסס על מידע אשר פורסם ו/או היה נגיש לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שנאסף ונערך על ידי החברה ומידע הנובע ממקורות אחרים, אשר החברה מניחה שהינו מידע מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם ביורר מהימנותו. דו"ח זה אינו מהווה אסמכתא ו/או אישור כלשהם למהימנות ולנכונות המידע האמור.

המידע המופיע בדו"ח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. מאחר שכך, דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

המסתמך על המידע הכלול בדו"ח זה עושה כן על אחריותו בלבד והחברה, חברות בשליטתה וכן בעלי מניותיהן, מנהליהן ועובדיהן, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

יצוין כי החברה נמנית על קבוצת אקסלנס אשר הינה חלק מקבוצת דלק. קבוצת אקסלנס עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובנקאות להשקעות. כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות החברה, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום ו/או בייעוץ השקעות, ניהול תיקים או שיווק השקעות, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

כל הזכויות בדו"ח זה שייכות לחברה. דו"ח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מהחברה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.

מובהר בזאת כי עבודה זו, לרבות הגילוי הנאות, אינה ממצה את כלל האנליזות על החברות הנסקרות, ויש לקרוא אותה כמכלול, ביחד עם הסקירות אשר הופצו ב מהלך השנה שקדמה לתאריך הפצת עבודה.