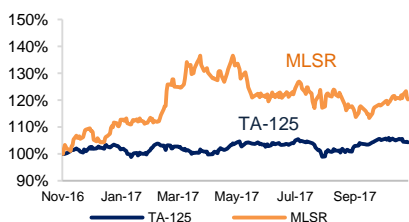


החולשה בתחום הקניונים נמשכת, מורידים המלצה לתשואת שוק ומ"י ל-195 ₪

מליסרון - נתונים

TASE	MLSR
Bloomberg	MLSR.IT
Reuters	MLSR.TA
Price (ILS)	178
Target Price (ILS)	195
Market Cap (m ILS)	7,976
12 Mo. Range (ILS)	151-206
12 Mo. Average Volume (m ILS)	8.5
תשואת FFO מתואמת	10.3%

מליסרון לעומת ת"א 125, 12 חודשים אחרונים



■ תוצאות חלשות, מורידים המלצה לת.שוק

מליסרון הציגה תוצאות חלשות המעידות על חולשה גוברת בקניונים: צמיחה בהתאם לצפי של כ-5% ב-NOI לכ-286 מיל' ₪, עם גידול של כ-1% בלבד ב-NOI מנכסים זהים (לעומת צפי ל-2.5% צמיחה) ותוספת של 12 מיל' ₪ מרכישות ונכסים שהתחילו להניב. עוד פרמטר המעיד על החולשה בקניונים היה ירידה של 1.4% בפדיונות שוכרים ברבעון ונצפה בכמעט בכל הקניונים (למעט פורמט ה-outlet) כתוצאה מתחרות גוברת בתחום (בעיקר ברמת אביב, פתח תקוה ורחובות). ה-FFO צמח בשיעור של כ-6% לכ-156 מיל' ₪ לעומת 3Q16, למרות עליה בהוצאות מימון, כתוצאה מקיטון בהוצאות מטה. סביבת הריבית ממשיכה לתמוך בפרופיל המינוף של מליסרון: הוצ' מימון ריאליות עלו לכ-88 מיל' ₪ ברבעון עקב גיוס חוב של כ-1.9 מיליארד ₪ מתחילת השנה אבל צפויות ברבעונים הקרובים לרדת עם מיחזור חוב בשנה הקרובה. לאור חלושה בתחום הקמעונאות, אנו מורידים את תחזית הצמיחה של ה-NOI לכ-3% וצמיחת FFO לכ-5% בשנת 2018e ומכפיל ה-FFO מ-12x ל-11x. בהתאם לכך, אנו מורידים את המלצתנו מקניה לתשואת שוק ואת מחיר היעד מ-220 לכ-195 ₪.

■ החולשה בקניונים צפויה להמשיך להעיב

השחיקה ב-NOI מנכסים זהים נובעת מעליה גבוהה יותר בהוצאות תפעול המושפעת מגידול בשכר מינימום (למליסרון יש כ-1300 עובדי שמירה וניקיון), מגמה שצפויה להימשך עם עוד פעימה של 6% בדצמבר השנה. הנתון המאכזב ממשך להיות החולשה בפדיונות שוכרים ברבעון (כ-1.4% ירידה ברבעון לעומת יציבות בתשעה חודשים ועליה של כ-5% בשנת 2016), וזאת למרות חוזקה באינדיקטורים השונים של הצריכה הפרטית ב-3Q: 3.8% קצב גידול שנתי ברשתות שיווק וכ-6.7% גידול בכרטיסי אשראי. תחרות גוברת מהשקת קניון עזריאלי ראשונים ומקניון גינדי TLV ראשונים נתנו את אותותיהם בקניון רחובות ורמת אביב. בנוסף, קניות מוגברות בחופשות חו"ל ויותר דגש על קפה-מסעדות פוגעת בתמהיל שוכרים המוטה פאשן (כ-60%) של החברה. נתון מעניין זה המשך צמיחה בפורמט ה-outlet של 5-6% (חוצות מפרץ ובילו סנטר) ברבעון המעיד על צרכן שיותר רגיש למחיר בסל הקניות. אנו חוזים המשך מגמת החולשה בפדיונות שוכרים ומורידים את תחזית הצמיחה של ה-NOI מ-4% לכ-3% עם צמיחה של כ-1% בנכסים זהים ותכנית ייזום צנועה יחסית שצפויה לתרום לכ-2% צמיחה בשנת 2018.

■ אנו מעריכים שסביבת הריבית תמשיך לתמוך בפרופיל המינוף של מליסרון

הוצאות המימון הריאליות עלו לכ-88 מיל' ₪ לעומת הרבעון הקודם (84 מיל' ₪) כתוצאה מהקדמת גיוס אג"ח של כ-940 מיל' ₪ ביוני השנה. מליסרון ניצלה שווקים נוחים לגיוס כ-1.9 מיליארד ₪ מתחילת השנה ושיחלוף כ-370 מיל' ₪ סידרה 5 להאריך את המח"מ ולהוריד הוצ' מימון. הוצאות המימון צפויות לרדת במהלך הרבעונים הקרובים לרמה של כ-75 מיל' ₪ לרבעון כתוצאה מפירעון אג"ח בהיקף של כ-330 מיל' ₪ ב-4Q וכ-800 מיליון ₪ בשנת 2018 בריבית ממוצעת של כ-4.2% במרווח של יותר מכ-200 נ.ב. לחוב החדש. להערכתנו החברה תחסוך כ-18 מיל' ₪ בהוצאות מימון ממיחזור החובות בשנה הקרובה.

■ לסיכום, ממליצים להחזיק לפי משקל שוק במ"י של 195 ₪

מליסרון ממשיכה להוביל את תחום הקניונים בישראל. אבל לאור חלושה בתחום הקמעונאות והחשיפה היחסית גבוהה של מליסרון לתחום זה, אנו מורידים את תחזית הצמיחה של ה-NOI ו-FFO לשנת 2018e ומכפיל ה-FFO מ-12x ל-11x. בהתאם לכך, אנו מורידים את המלצתנו מקניה לתשואת שוק ואת מחיר היעד מ-220 לכ-195 ₪.

* 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

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

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

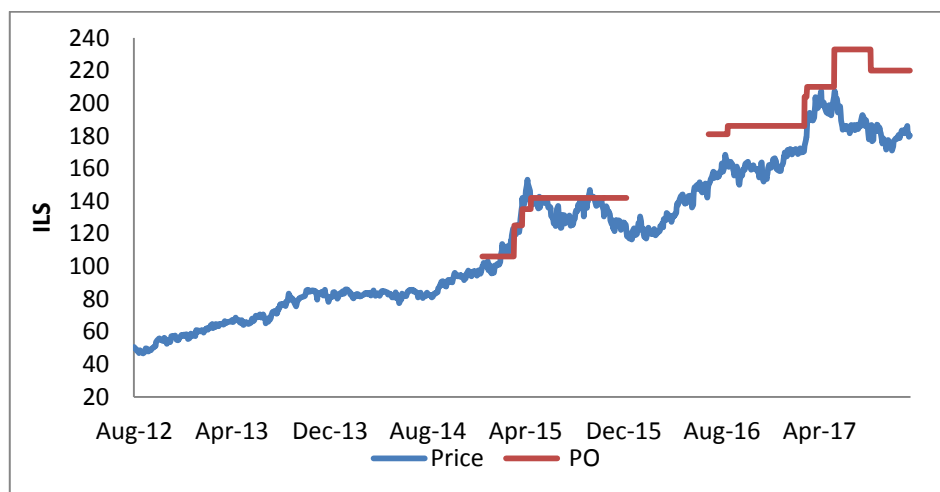
הערכנו את שווי החברות בדוח באמצעות מודלים שונים, כולל הערכת שווי בשיטת ה-NAV, והשוואת מכפילים FFO, תזרים מהוון של NOI צפוי. שווי הפרויקטים בייזום הוערך לפי היוון של תזרימי ההכנסות העתידיים ואבני דרך בהתקדמות הפרויקטים.

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
195	תשואת שוק	14/11/2017

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 בירור 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.