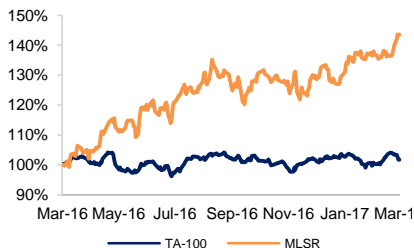


## רבעון רביעי חזק, ממשיכים להמליץ בקנייה ומעלים את מ"י ל-210

### מליסרון - נתונים

TASE	MLSR
Bloomberg	MLSR.IT
Reuters	MLSR.TA
Price (ILS)	181
Target Price (ILS)	210
Market Cap (m ILS)	8,057
12 Mo. Range (ILS)	125-181
12 Mo. Average Volume (m ILS)	7.3
תשואת FFO מתואמת	9.6%

### מליסרון לעומת ת"א 100, 12 חודשים אחרונים



### דוח חזק, עם גידול של 6% ב-NOI וכ-15% ב-FFO

מליסרון הציגה דוח טוב, עם כ-6% צמיחה ב-NOI לכ-274 מיל' ש, מעל הציפיות, הודות לגידול מרשים של כ-3.5% מנכסים זהים ותוספת של 17 מיל' ש מרכישת יתרת 50% מקניון גרנד עופר באר שבע. גידול של כ-5% בפדיון השוכרים בשנת 2016 מעיד על תנועה ערה בקניונים ופוטנציאל של עליית שכ"ד בעתיד. ה-FFO צמח בשיעור גבוה יותר של כ-15% לכ-156 מיל' ש לעומת 3Q15 כתוצאה מגידול מתון יותר בהוצאות תפעוליות והוצאות מימון. כתוצאה מגידול מעבר לצפי ב-NOI והקטנת הוצאות מימון העלנו את ה-FFO המייצג לכ-673 מיל' ש ומחיר היעד מ-204 לכ-210 ש.

### גידול מרשים של 3.5% בנכסים זהים מצביע על חוזקה

מליסרון הציגה גידול מרשים של כ-3.5% ב-NOI מנכסים זהים, מעבר לציפיות שלנו (כ-3.1%). אנו אופטימיים לגבי תחום הקניונים, כתוצאה מנתוני צריכה פרטית חזקים (+4.9% בחציון השני) כשאנחנו מעריכים שנתונים אלו ימשיכו להשתקף בצמיחה בפדיון שוכרים, כפי שראינו בשנת 2016 (+5%) ושתתמוך בעדכון כלפי מעלה של שכ"ד בעתיד. רכישת 24% נוספים בפארק עופר פ"ת נסגר בדצמבר 2016 ותוסיף כ-21 מיל' ש ל-NOI השנתי.

### אנו מעריכים שסביבת הריבית ימשיך לתמוך במינוף של מליסרון

הוצאות המימון הריאליות נשארו ללא שינוי לעומת הרבעון הקודם (79 מיל' ש"ח) למרות עליה בחוב נטו כתוצאה מחיסכון בהוצאות מימון ממחזור חוב בהיקף 1.2 מיליארד ש באפריל 2016 במרווח של כ-200 נ.ב. לעומת חוב ישן (ריבית של בין 4.2-4.5%). להערכתנו החברה תחסוך כ-15 מיל' ש בהוצאות מימון ממחזור החובות עד סוף 2017.

אנו צופים שסביבת הריבית תמשיך לתמוך במינוף של מליסרון (56% LTV) וצופים ירידה בהוצאות המימון במהלך 2017. מתחילת השנה תשואות האג"ח של החברה תיקנו ב-30 נ.ב., חזרה לרמה שלפני בחירת טראמפ (כ-2.4% סידרה יד). לאור אינפלציה נמוכה ושקל חזק, להערכתנו לא תחול העלאת ריבית משמעותית בטווח הבינוני ותחול עלייה מתונה, עד כ-25 נ.ב. ב-2017.

### רכישות וייזום צפויה לתרום לצמיחה של כ-9% ב-NOI בשנת 2017

אנו שבעי רצון משתי רכישות שביצעה החברה במהלך 2016 (50% מקניון עופר גרנד באר שבע במאי ורכישת 24% נוספת בפארק בפתח תקוה ביולי). בעקבות סגירת העסקה של פתח תקוה בדצמבר 2016, אנו צופים תוספת של כ-22 מיל' ש בשנה. כמו כן, אנו צופים תוספת NOI של כ-12 מיל' ש ברמה השנתית מפרויקטי ייזום שיסתיימו בשנת 2017. בסך הכל אנו צופים גידול של כ-9% ב-NOI לכ-1,168 מיל' ש בשנת 2017.

אופטימיים לגבי הצריכה הפרטית וקלטון בהוצ' מימון, ממשיכים להמליץ בקנייה האופטימיות שלנו נובעת מנתוני צריכה פרטית חזקים (+4.9% בחציון השני) כשלהערכתנו, נתונים אלו ימשיכו להשתקף בצמיחה בפדיון שוכרים (+5% צמיחה בשנת 2017) שתתמוך בעדכון כלפי מעלה של שכ"ד בעתיד. מעבר לכך, אנו מעריכים שסביבת הריבית ימשיך לתמוך במינוף של מליסרון. כתוצאה מגידול מעבר לצפי ב-NOI והקטנת הוצאות מימון העלנו את ה-FFO המייצג על כ-673 מיל' ש ומחיר היעד מ-204 לכ-210 ש. אנו סבורים שהמניה נסחרת בתשואת FFO מתואמת אטרקטיבית של כ-9.6%, וממשיכים להמליץ עליה בקנייה.

\* 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](mailto:Eladb@xnes.co.il)

אלעד בורשטיין, מנהל חדר מסחר

03-7538596

054-3931010

[Eladbu@xnes.co.il](mailto:Eladbu@xnes.co.il)

מיכה גולדברג, מנהל מחלקת

מחקר

03-7536555

054-5218019

[Michag@xnes.co.il](mailto:Michag@xnes.co.il)

שפע רבין, מנהל דסק אג"ח

בינלאומי

03-7532901

054-2450380

[Shefar@xnes.co.il](mailto:Shefar@xnes.co.il)

אורן אוסד, מנהל דסק אג"ח

03-7532075

054-5211369

[Oreno@xnes.co.il](mailto:Oreno@xnes.co.il)

אלירן שטוקלמן, מנהל

דסק מניות

03-7532047

054-4852508

[Elirans@xnes.co.il](mailto:Elirans@xnes.co.il)

גלעד אלפר, אנליסט

03-7532997

054-3991155

[Giladal@xnes.co.il](mailto:Giladal@xnes.co.il)

נדב אופיר, אסטרטג שווקים

בינלאומיים

03-7537313

054-2450380

[Nadavo@xnes.co.il](mailto:Nadavo@xnes.co.il)

טלי חורש, סוחרת אג"ח

03-7532074

054-4989156

[Talih@xnes.co.il](mailto:Talih@xnes.co.il)

גיא קורדובי, סוחר מניות

03-7532072

052-4711944

[guyc@xnes.co.il](mailto:guyc@xnes.co.il)

מיכל אלשיך, אנליסטית

03-5427329

054-4955716

[MichalAI@xnes.co.il](mailto:MichalAI@xnes.co.il)

הדר לופסקו, סוחרת אג"ח

בינלאומי

03-7538507

052-3224321

[Hadar.Lupesko@Xnes.co.il](mailto:Hadar.Lupesko@Xnes.co.il)

עופר צור, סוחר אג"ח

03-7536804

054-6575092

[Ofer.zur@Xnes.co.il](mailto:Ofer.zur@Xnes.co.il)

איציק מור, סוחר מניות

03-7536628

052-46302364

[itzikm@xnes.co.il](mailto:itzikm@xnes.co.il)

דוד גבאי, אנליסט\*

03-7532045

054-6380372

[David.Gubbay@xnes.co.il](mailto:David.Gubbay@xnes.co.il)

דניאל וסרמן, סוחר אג"ח

בינלאומי

03-7536546

054-6004954

[Daniel.Wasserman@xnes.co.il](mailto:Daniel.Wasserman@xnes.co.il)

צחי ליטבק, מנהל דסק מניות

חו"ל

03-7537965

052-5983602

[Tsachil@xnes.co.il](mailto:Tsachil@xnes.co.il)

דני פרחי, מכירות

03-7532960

054-344300

[Danf@xnes.co.il](mailto:Danf@xnes.co.il)

נצח ברמי, סוחר מניות חו"ל

03-5427317

050-8655439

[Netzahb@xnes.co.il](mailto:Netzahb@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: מתמחה למשווק 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.

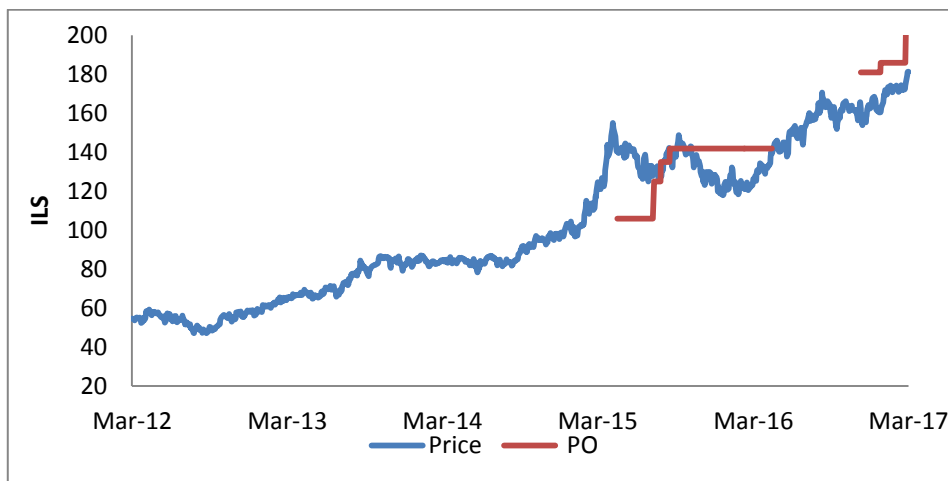
### גורמי סיכון

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.
- התחזקות השקל אל מול מטבעות זרים (במיוחד הדולר) פוגעת בתרגום לשקלים, בחברות הרלוונטיות, בעיקר ביג.
- הרעה בפעילות הצרכנית בארה"ב, בעיקר לביג

- 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

### 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

אנחנו, מיכה גולדברג ודוד גבאי, מצהירים בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותינו האישיות 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.