

נורסטאר החזקות אינק.

מעקב | נובמבר 2018

אנשי קשר:

אורית תשובה, אנליסטית בכירה - מעריכת דירוג ראשית

orit.teshuva@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

נורסטאר החזקות אינק.

יצ"ב	A1.il	דירוג סדרות
------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב (ח'-יא') שהנפיקה נורסטאר החזקות אינק (להלן: "החברה" או "נורסטאר"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.06.2019	יצ"ב	A1.il	7230295	ח'
30.06.2020	יצ"ב	A1.il	7230303	ט'
31.03.2022	יצ"ב	A1.il	7230345	י'
31.03.2024	יצ"ב	A1.il	7230352	יא'

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נסמך, בין היתר, מהחזקת כ-52.2% ממניות גזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית", "קבוצת גזית") והיות החברה בעלת השליטה בגזית, המדורגת Aa3.il באופק יציב על ידי מידרוג. לקבוצת גזית פיזור נכסים משמעותי, פעילות החברה מפורזת על פני מספר מדינות, כאשר מרבית הפעילות מתבצעת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה; פעילות הליבה של גזית בנוסף לנזילות ולגמישות הפיננסית הגבוהה שלה לאורך זמן, תורמים לוודאות הגבוהה לקבלת דיבידנדים מגזית, באופן התומך ביכולת שירות החוב של החברה; בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח שחיקה אפשרית בשווי ההחזקות של החברה, יחס מינוף (LTV) אינו הולם ביחס לרמת הדירוג וצפוי לנוע בטווח של 55%-66%; גמישות פיננסית ונזילות בולטות לחיוב בין היתר, בשל נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-350 מ' ש, בסמוך למועד הדוח. זאת, ביחס ללוח סילוקין הפרוס בצורה נוחה ברמת הסולו המורחב. כמו כן, החברה מציגה יחס כיסוי DSCR לשירות חוב הבולט לחיוב לרמת הדירוג ועומד על כ-2.5 בשנת 2019 ו-2.4 בשנת 2020; הניסיון הרב והיציבות המופגנת באסטרטגיה לפיתוח העסקי בקבוצה; יחס כיסוי הריבית של החברה הולם לרמת הדירוג ועומד על כשנתיים בשנים 2019 ו-2020; היסטוריה מוכחת ויציבה של נראות הדיבידנדים מחברת הבת; דירוג החברה מושפע לשלילה מריכוזיות תיק האחזקות של החברה. קבוצת גזית הנה האחזקה העיקרית של החברה, ומהווה כ-98% מתיק האחזקות של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על רמות נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף מספק לצורך פירעון האג"ח; יציבות בקבלת הדיבידנדים מחברת גזית ושמירה על תזרים שוטף יציב לאורך זמן; קבלת דיבידנדים מגזית בהיקף של כ-152 מ' ש בשנה; בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח שחיקה אפשרית בשווי ההחזקות של החברה, שיעור LTV (הנמדד כיחס בין שווי האחזקות של החברה ובין להיקף החוב של החברה), צפוי לנוע בטווח של 55%-66%, לאחר תרחישי רגישות. בנוסף, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח יחס כיסוי ריבית של כשנתיים, ויחס כיסוי DSCR של 2.4 בממוצע, בשנתיים הקרובות, האם הולם לדירוג.

נורסטאר החזקות אינק - נתונים עיקריים, דוח סולו מורחב

31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017	31/12/2017	30/06/2018	מטבע: מיליוני ₪
4,211,802	4,395,809	4,910,808	5,355,892	5,233,650	CAP
2,292,409	2,733,290	3,241,618	3,740,696	3,426,286	הון עצמי
1,919,393	1,662,519	1,669,190	1,615,196	1,807,364	חוב פיננסי ברוטו
33,446	37,296	26,269	27,258	222,953	יתרות מזומנים ופיקדונות
1,885,947	1,625,223	1,642,921	1,587,938	1,584,411	חוב פיננסי נטו
3,618,781	3,467,830	3,556,579	3,907,703	3,547,456	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה
4,161,203	4,341,930	4,778,833	5,332,365	4,982,098	שווי מאזני של סך ההשקעות
4,311,529	4,476,859	4,961,044	5,442,768	5,273,995	סך מאזן חשבונאי
יחסי איתנות					
53%	61%	65%	69%	65%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
45%	37%	34%	30%	32%	חוב נטו לסך מאזן
46%	38%	35%	30%	35%	חוב ברוטו לסך מאזן
52%	47%	46%	41%	45%	חוב נטו לשווי תיק
53%	47%	47%	41%	48%	חוב ברוטו לשווי תיק

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

איכות המוחזקת, חברת גזית גלוב בע"מ, המדורגת Aa3.il לצד העדר פיזור תיק האחזקות

החברה הינה בעלת השליטה בחברת גזית גלוב בע"מ (כ- 52.2%) (להלן: "גזית"), המדורגת בדירוג Aa3.il, באופק יציב¹ דירוג קבוצת גזית נתמך בין היתר, בפיזור משמעותי באזורי הפעילות ובהיקף פעילות נרחב, כאשר מרבית הפעילות מתקיימת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה כגון ארה"ב, קנדה, נורבגיה, פינלנד, שוודיה וישראל. כמו כן, מרבית נכסי הבסיס של גזית מאופיינים כמרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים לקהל היעד ומציגים שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. האמור, מסייע להקטנה מסוימת, בטווח הקצר-בינוני, של החשיפה התזרימית להאטה בכלכלות בהן פועלת החברה. בנוסף, דירוג גזית נתמך באיכות המוחזקות ובמיצובן הפיננסי. חברת גזית הינה בעלת השליטה בחברת Citycon המדורגת Baa2 באופק שלילי (47.6%), ע"י MOODY'S וחברת אטריום המדורגת Baa3 באופק חיובי (60.1%). בנוסף החברה מחזיקה ב-First Capital Realty המדורגת Baa2 באופק יציב (31.3%), ע"י MOODY'S. גזית מציגה שיפור ביחסי האיתנות בדוחות הסולו המורחב, נכון ליום ה- 30.06.2018, יחס החוב נטו ל-CAP נטו עומד על כ- 54% וזאת לעומת יחס של כ- 61% בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור האמור חל בעקבות מימוש אחזקות גזית בחברות בנות, אשר תמורתם שימשה בעיקר לפירעון חוב. יחד עם זאת, מידרוג מציינת כי יחסים אלה אינם בולטים לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי האיתנות של גזית צפויים להישאר יציבים בטווח הזמן הקצר ואף להשתפר בטווח הבינוני, עקב אסטרטגיית גזית במימוש נכסים ופירעון חוב. על אף איכות המוחזקת, מידרוג מציינת לשלילה את ריכוזיות תיק האחזקות של החברה. קבוצת גזית הנה האחזקה העיקרית של החברה, ומהווה כ- 98% (לרבות החזקה

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג www.midroog.co.il

באגחים של גזית) מתיק האחזקות של החברה. יחד עם זאת, כאמור, הפיזור הנכסי הגבוה של גזית ממתן במידה מסוימת את פרופיל הסיכון של החברה.

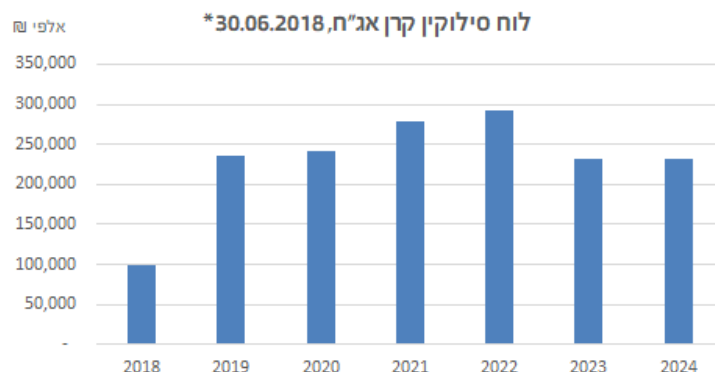
מינוף פיננסי גבוה ביחס לרמת הדירוג, בפרט לאור תרחיש של שחיקה בשווי ההחזקה

בסמוך למועד הדוח יחס המינוף של החברה (שיעור ה-LTV), אשר נמדד כיחס בין שווי האחזקות של החברה ובין היקף החוב של החברה, הינו כ-48%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח תרחישי רגישות ביחס לשווי המוחזקת ושווי תיק ההשקעות, יחס ה-LTV צפוי לנוע בטווח של 55%-66%, יחס אשר בולט לשלילה ביחס לרמת הדירוג. בסמוך למועד הדוח שווי המוחזקת בהתאם לשיעור האחזקה של החברה, עומד על כ-3.3 מיליארד ₪. כמו כן, נכון ליום ה-30.06.2018 לחברה היקף חוב של כ-1.6 (נטו מיתרות נזילות) מיליארד.

נזילות וגמישות הבולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג ונראות גבוהה של דיבידנדים מהחברה המוחזקת

החברה מציגה יחס כיסוי DSCR לשירות חוב הבולט לחיוב לרמת הדירוג ועומד על כ-2.4 בשנת 2019 ובשנת 2020. בנוסף, יחס כיסוי הריבית של החברה הולם לרמת הדירוג ועומד על כשנתיים בשנים 2019 ו-2020. נכון ליום ה-30.09.2018 לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-500 מ' ש"ח. היקף הדיבידנדים שמתקבלים מגזית בהתאם לתחזיות החברה צפוי לעמוד על כ-152 מ' ₪ בכל אחת מהשנים 2019 ו-2020. בנוסף, קיימת היסטוריה מוכחת ויציבה של נראות הדיבידנדים מחברת הבת. פירעון הקרן ברמת הסולו עומד בשנת 2019 ו-2020 על כ-240 מ' ₪. לאור יתרות הנזילות יחד עם מסגרות האשראי המשמעותיות ביחס ללוח הסילוקין הפרוס בצורה נוחה, מידרוג מעריכה כי נזילות וגמישות החברה טובה ביחס לרמת הדירוג.

להלן לוח הסילוקין של החברה, נכון ליום ה-30.06.2018*:



*לוח סילוקין כולל פירעון בהיקף של כ-100 מיליון ₪ אשר התקיים ביום 01/07/2018

אופק הדירוג**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

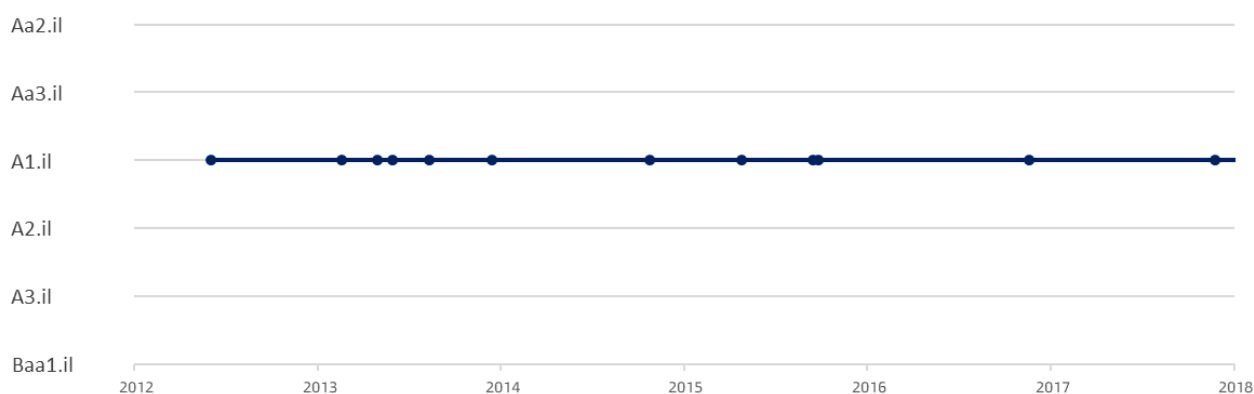
- ירידה משמעותית בסיכון האשראי של גזית, כפי שישתקף בדירוג האג"ח שלה
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות, תוך ירידת התלות בהחזקת מניות גזית כמקור תזרימי והיותו נכס עיקרי
- שיפור ביחסי המינוף והנזילות (סולו מורחב)

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- היחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של גזית, באופן שיפגע ביכולתה לחלק דיבידנד לבעלי המניות ובאופן שיפגע בגמישות הפיננסית של החברה
- שחיקה ברמות המינוף, בין היתר, בשל ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה ו/או שחיקה משמעותית במחירי מניית גזית
- חלוקת דיבידנד מהותית שתחליש את נזילות החברה ואיתנותה הפיננסית

אודות החברה

נורסטאר הינה חברת החזקות פנמית, ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההחזקה העיקרית של החברה הינה כ-52.2% מהון המניות של חברת גזית גלובל בע"מ (החזקה זו מהווה מעל 98% מסך תיק ההשקעות של החברה) והיא בעלת השליטה בגזית מעל 20 שנה. בעל המניות העיקרי של החברה הינם מר חיים כצמן. גזית הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה בתל אביב וב-NYSE ואשר אג"ח שלה מדורגות Aa3.il באופק יציב על ידי מידרוג. בנוסף, החברה מחזיקה באחזקות לא מהותיות בני"ע נוספים.

היסטוריית דירוג

דוחות קשורים[נרסטאר החזקות אינק](#)[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)[דירוג חברות אחזקה - נובמבר 2017](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

25/11/2018	תאריך דוח הדירוג:
14/01/2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28/05/2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
נרסטאר החזקות אינק	שם יוזם הדירוג:
נרסטאר החזקות אינק	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>