

נורסטאר החזקות אינק.

מעקב ופעולת דירוג | יולי 2021

אנשי קשר:

יניב סולומון

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
yaniv@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

נורסטאר החזקות אינק.

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות י-יב') שהנפיקה נורסטאר החזקות אינק (להלן: "החברה") מ-A3.il לדירוג A2.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

בנוסף, מידרוג קובעת דירוג זה באופק יציב להנפקת אגרות חוב באמצעות הרחבת סדרה יב' בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב, כאשר כפי שנמסר למידרוג ההנפקה הינה לצורכי מחזור חוב ופעילות שוטפת.

העלאת הדירוג נובעת בעיקר משיפור משמעותי ביחס המינוף LTV (חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם), מעבר להערכות קודמות של מידרוג אשתקד, כך שיחס המינוף, לאחר תרחיש רגישות, צפוי לנוע בטווח של כ-65%-55%, לעומת כפי שנחזה אשתקד כי ינוע סביב 79%-85%. השיפור האמור נובע כתוצאה מהתאוששות ועליית שווי שוק החברה המוחזקת - חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "החברה המוחזקת" ו/או "גזית") אשר להערכת מידרוג מיוחסת, בין היתר, ליציאה ההדרגתית מהמשבר במהלך השנה הנוכחית במקביל לעלייה בקצב ההתחנסות בארץ ובח"ל, כאשר בישראל הוסרו כבר רוב המגבלות, לרבות מגבלות תנועה והתקהלות ונכון למועד הדוח, עפ"י דיווחי החברה, ניכרת תנועה ערה של מבקרים במתחמי המסחר של גזית, בדומה לתקופות שקדמו למגיפה. בחו"ל, כבר הוסרו סגרים בחלק מהמדינות בהן גזית פועלת. לצורך העניין, בארה"ב ובמדינות הנורדיות, למעט אסטוניה, מתחמי המסחר של גזית אף היו פתוחים לאורך כל הרבעון הראשון ולאחריו.

יצוין, כי לאחרונה MOODY'S אישרו את דירוג חברות הבנות של גזית Citycon Oyj ("להלן: "CTY") ו-Atrium European Real Estate Limited ("להלן: "ATR") המדורגת Baa3 ושינו את אופק הדירוג של שתיהן משלילי ליציב, זאת בהנחה כי פעילותה של CTY במדינות הנורדיות נפגעה פחות מהמשבר בהשוואה למדינות אחרות באירופה וכי צפויה להפגין שיפור בביצועיה התפעוליים ובהנחה כי ATR שומרת על פרופיל פיננסי בריא ויתרות נזילות חזקות כך שהאחרונה צפויה לשמור על יחסים פיננסיים אשר הולמים לרמת הדירוג שלה גם בתקופה מאתגרת זו.

בנוסף, יצוין כי השיפור כאמור בשווי מניית גזית מביא לשיפור במרחק מאמות מידה פיננסיות בהסכמי מסגרות אשראי של החברה בקשר עם שווי שוק הבטוחה, כאשר המסגרות האמורות מגובות במניות החברה המוחזקת, באופן אשר תומך בגמישות הפיננסית של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
י'	7230345	A2.il	יציב	31.03.2022
יא'	7230352	A2.il	יציב	31.03.2024
יב'	7230402	A2.il	יציב	31.03.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה הינה בעלת השליטה בחברת גזית גלוב בע"מ (כ-55.4%). גזית הנה האחזקה העיקרית של החברה, ומהווה כ-97% מתיק האחזקות של החברה. להערכת מידרוג היעדר פיזור עסקי בתיק האחזקות של נורסטאר משליך לשלילה על פרופיל תיק האחזקות של החברה באופן אשר חושף את החברה למאפייני הסביבה העסקית של החברה המוחזקת וכן להישענות גבוהה על דיבידנדים מהחברה המוחזקת. יחד עם זאת, דירוגה של גזית Aa3.il באופק שלילי, הנתמך בין היתר, ע"י היקפי פעילות ויתרות נזילות משמעותיים וכן פיזור נכסי וגיאוגרפי נרחב, כאשר פעילותה של גזית בחו"ל מרוכזת ברובה במדינות יציבות בעלות דירוג אשראי גבוה, תורם לחיוב לפרמטר פרופיל תיק האחזקות לאורך זמן, כמו גם נראות דיבידנדים אשר מידרוג מעריכה כגבוהה מאוד, בפרט לאור היותה של החברה כמחזיקה העיקרית בגזית וכן בהתחשב בכך שלגזית מדיניות חלוקה מוצהרת בה היא עומדת בעקביות לאורך שנים.
- שיפור משמעותי בשיעור המינוף (שיעור LTV) אשר נמדד כיחס בין סך החוב נטו של החברה לשווי שוק של החברה המוחזקת. נכון ליום 31.03.2021 יחס החוב נאמד בכ-46%, זאת לעומת יחסים גבוהים יותר אשתקד, כאשר לשם השוואה נכון ליום 30.06.2020, בעיצומו של משבר הקורונה, יחס החוב נאמד בכ-81%. כאמור, עפ"י הערכותיה הקודמות של מידרוג, יחס המינוף נצפה להיוותר חלש מאוד ותנודתי ביחס לדירוג בטווח של 79%-85% עם תנודתיות מסוימת מעבר לטווח האמור. כעת, בהתאם לתרחיש הבסיס הנוכחי של מידרוג, הכולל, בין היתר, תרחיש רגישות של שחיקה בשווי האחזקות של כ-30% ביחס לשווי המניה ב-30 ימי המסחר האחרונים, יחס המינוף צפוי לנוע בשיעור נמוך יותר של כ-55%-65%. יובהר כי מידרוג לקחה בחשבון מקדמי רגישות בהתחשב בתנודתיות בשווי המניה בתקופה האחרונה ובפרט בהתחשב בכך שעננת הקורונה עדיין לא הוסרה וכי שווי השוק של החברה המוחזקת עלול להמשיך להיות תנודתי בהתאם לקצב התפשטות הנגיף, העלייה בתחלואה והטלת מגבלות נוספות ככל שיהיו.
- גמישות פיננסית בולטת לחיוב ונתמכת, בין היתר, ע"י שליטה בגזית, כאשר אחזקותיה של האחרונה רשומות למסחר, וכן ע"י נגישות טובה לשוק ההון ולבנקים (טרק רקורד חיובי של גיוסי הון לאורך ההיסטוריה וכן מימון בערוצים שונים לרבות קווי אשראי בהיקפים משמעותיים ממספר בנקים). לחברה מספר תהניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב כאשר להערכת מידרוג המרווח מאמות המידה פיננסיות הינו גבוה באופן אשר תורם לפרמטר הגמישות. יש לציין כי קווי האשראי של החברה מגובים בשעבוד על מניות החברה המוחזקת כך שלשחיקה אפשרית בשווי הבטוחה עלולה להיווצר רגישות מסוימת. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך לשמור על מרווח גבוה ביחס לאמות המידה.
- המדיניות הפיננסית של החברה הולמת לרמת הדירוג כאשר להערכת מידרוג ניהול סיכונים השוק והנזילות של החברה הינם שמרניים במידה רבה כפי שמתבטא ביתרות נזילות משמעותיות לאורך שנים ביחס לשירות החוב. נכון ליום 31.03.2021 לחברה יתרות מזומן סולו, ניירות ערך סחירים ומסגרות אשראי חתומות בסך של כ-176 מיליון ₪. זאת אל מול תשלום חלויות חוב שנתי בסך של כ-142 מיליון ₪. כמו כן, מידרוג מעריכה כי מדיניות החלוקה של החברה הינה מתונה ואינה באה על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית. בהתחשב ביתרות הנזילות, כאמור, יחס המקורות והנזילות על בסיס סולו (CASH+DSCR) צפוי לנוע בממוצע לשנים 2021-2022 של כ-2.2 באופן אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.
- יחס כיסוי ריבית ICR הולם לרמת הדירוג כאשר עפ"י תרחיש הבסיס צפוי לנוע בטווח של 3.5-3. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO, הבוחן את רמת החוב סולו של חברת האחזקות אל מול תזרימי המזומנים השוטפים של החברה, אינו הולם לרמת הדירוג כאשר עפ"י תרחיש הבסיס צפוי לנוע בטווח של 11.4-12.5.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון, בין היתר, שמירה על רמות נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף מספק לצורך פירעון האג"ח, תקבולי דיבידנדים מגזית בהיקף שנתי של כ-100 מיליון ₪ בשנה, בהינתן מקדמי רגישות להיקפי החלוקה, פירעונות אג"ח שוטפים, גיוס אג"ח (הרחבת סדרה יב) בהיקף של 150 מיליון ₪, בהתאם להנפקה הצפויה, וכן חלוקת דיבידנדים אפשרית.

בנוסף, תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון, כאמור לעיל, שחיקה אפשרית בשווי האחזקות של החברה המוחזקת כך ששיעור ה- LTV (הנמדד כיחס בין שווי האחזקות של החברה ובין להיקף החוב של החברה), צפוי להערכת מידרוג לנוע בטווח של 55%-65%. עפ"י תרחיש הבסיס, יחס מקורות שוטפים בתוספת יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות לשירות החוב על בסיס סולו (CASH+DSCR) צפוי לנוע בממוצע לשנים 2021-2022 של כ-2.2 באופן אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. יחס כיסוי ריבית ICR, צפוי לנוע בטווח של 3-3.5 באופן אשר הולם לרמת הדירוג. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO, הבוחן את רמת החוב סולו של חברת האחזקות אל מול תזרימי המזומנים השוטפים של החברה, צפוי לנוע בטווח של 11.4-12.5 באופן אשר אינו הולם לרמת הדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי שווי מניות גזית עשוי להתאושש ולהתייצב לאורך זמן, בהשוואה לרמותיו בעיצומו של משבר הקורונה, וכן משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על יתרות מזומן חזקות אל מול פירעונות אגרות החוב. כמו כן, שינוי אופק הדירוג לאחרונה של חברות הבנות של גזית ATR-CTY משלילי ליציב ע"י MOODY'S.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית במינוף
- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית במינוף וביחסי הכיסוי, בין היתר, על רקע תנודתיות או שחיקה בשווי מניית גזית
- פגיעה בנראות הדיבידנדים ונזילות החברה
- ירידת דירוג מעבר לנוטש אחד של החברה המוחזקת - גזית גלוב

נורסטאר החזקות אינק. - נתונים עיקריים, אלפי ₪, דוח סולו מורחב

31.12.2019	31.12.2020	31.3.2020	31.3.2021	₪ אלפי
4,565,198	3,259,166	3,829,053	3,332,530	CAP
3,144,829	2,235,184	2,116,236	2,322,006	הון עצמי
1,420,369	1,023,982	1,712,817	1,010,524	חוב פיננסי ברוטו
124,831	150,809	298,647	121,220	יתרות מזומנים ופיקדונות
1,295,538	873,173	1,414,170	889,304	חוב פיננסי נטו
3,831,239	1,758,300	2,728,589	1,946,183	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה
4,434,238	3,089,891	3,509,299	3,214,110	שווי מאזני של סך ההשקעות
4,645,451	3,283,509	3,882,602	3,369,840	סך מאזן חשבונאי
יחסי איתנות				
68%	68%	55%	69%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
29%	28%	40%	28%	חוב נטו לסך מאזן
31%	32%	45%	30%	חוב ברוטו לסך מאזן
34%	50%	52%	46%	חוב נטו לשווי תיק
36%	54%	57%	49%	חוב ברוטו לשווי תיק

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

העדר פיזור בתיק האחזקות של החברה משליך לשלילה על פרופיל תיק האחזקות; יחד עם זאת, דירוגה של גזית וכן נראות גבוהה מאוד של דיבידנדים שוטפים הנובעת מאחזקתה תורמים באופן חיובי לפרופיל תיק האחזקות

החברה הינה בעלת השליטה בחברת גזית גלובל בע"מ (כ-55.4%). גזית הנה האחזקה העיקרית של החברה, ומהווה כ-97% מתיק האחזקות של החברה. להערכת מידרוג היעדר פיזור עסקי בתיק האחזקות של נורסטאר משליך לשלילה על פרופיל תיק האחזקות של החברה באופן אשר חושף את החברה למאפייני הסביבה העסקית של החברה המוחזקת וכן להישענות גבוהה על דיבידנדים מגזית. יחד עם זאת, דירוגה של גזית Aa3.il באופק שלילי, הנתמך בין היתר, ע"י היקפי פעילות ויתרות נזילות משמעותיים וכן פיזור נכסי וגיאוגרפי נרחב, תורם לחיוב לפרמטר פרופיל סיכון החברה המוחזקת וכפועל יוצא לפרופיל תיק האחזקות של החברה, כמו גם נראות דיבידנדים אשר מידרוג מעריכה כגבוהה מאוד, בפרט לאור היותה של החברה כמחזיקה העיקרית בגזית וכן בהתחשב בכך שלגזית מדיניות חלוקה מוצהרת בה היא עומדת בעקביות לאורך שנים. גזית מאופיינת כאמור בהיקפי פעילות משמעותיים וכן בפיזור נכסי וגיאוגרפי נרחב כאשר מרבית הפעילות מתקיימת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה כגון ארה"ב, נורבגיה, קנדה, פינלנד, שוודיה וישראל. פעילות גזית בתחום מרכזי הקניות חשופה לשינויים בענף, ובפרט למגמות השונות בתחום הרכישה המקוונת. סיכון זה מתמתן לאור התמקדות גזית בנכסים אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים המשרתים צרכים יומיים בסיסיים של קהל היעד ומציגים שיעורי תפוסות גבוהים לאורך זמן.

לגזית אסטרטגיית השקעה בנכסים מניבים או המיועדים להנבה בשימושים מעורבים לרבות מסחר, משרדים ומגורים תוך התמקדות באזורים אורבניים צפופי אוכלוסין בערים מרכזיות אשר בטווח הארוך עשויה למתן את החשיפה לתחום המסחר. דירוג גזית נתמך באיכות המוחזקות ובמיצוב הפיננסי - חברת גזית הינה בעלת השליטה בחברת Citycon Oyj (להלן: "CTY"), המדורגת Baa3 באופק יציב (49.2%), ע"י MOODY'S וחברת Atrium European Real Estate Limited ("להלן: "ATR") המדורגת Baa3 באופק יציב (72.5%). בהקשר זה יצוין, כי לאחרונה MOODY'S אישרה את דירוג חברות הבנות של גזית וכן שינתה את אופק הדירוג של שתיהן משלילי ליציב, זאת בהנחה כי פעילותה של CTY במדינות הנורדיות נפגעה פחות מהמשבר בהשוואה למדינות אחרות באירופה וכי צפויה להפגין שיפור בביצועיה התפעוליים ובהנחה כי ATR שומרת על פרופיל פיננסי בריא ויתרות נזילות חזקות כך שהאחרונה צפויה לשמור על יחסים פיננסיים אשר הולמים לרמת הדירוג שלה גם בתקופה מאתגרת זו.

הצבת אופק דירוג שלילי של חברת גזית, בהליך מעקב שנעשה ביולי 2020, בוצע על רקע שחיקה בפרופיל הפיננסי שלה כתוצאה מהשלכות התפרצות נגיף הקורונה וחשש לפגיעה בפעילות התפעולית בנכסי גזית ושומים. דירוג גזית הניח, כי היא תפעל להורדת מינוף באמצעות מימוש נכסים שאינם בליבת פעילותה, אולם, לא הייתה ודאות להתקיימות מימושים אלה.

בהקשר זה יצוין כי עפ"י דיווחי החברה ברבעון ראשון, עולה כי גזית וחברות בנות שלה כבר התקשרו בהסכמים מחייבים למכירת נכסים, אשר הושלמו נכון למועד הדוח, בהיקף של כ-650 מיליון ₪, בכללן מכירת קרקע במקדוניה תמורת כ-72 מיליון ₪, מכירת נכס במינכן, גרמניה תמורת כ-362 מיליון ₪ ומכירת חלק גזית בקרקע ברמת אביב בתמורה לכ-216 מיליון ₪ (בגינם, התקבלה כבר מלוא התמורה) כאשר המכירה הינה חלק מתוכנית אסטרטגית למימוש נכסים שאינם נכסי ליבה או שגזית מיצתה את השבחתם, בהיקף של עד כ-1 מיליארד ₪, עליה הודיעה החברה מוקדם יותר השנה, במטרה לחזק את מבנה ההון של גזית.

בנוסף, גזית החלה את תהליך מכירת פעילותה בשוק הנדל"ן המניב בברזיל כאשר בפברואר 2021 גזית הגישה טיוטת תשקיף לרשות לני"ע של ברזיל לרישום ראשוני למסחר של יחידות השתתפות בקרן ההשקעות Gazit Malls, שהנה קרן להשקעות בנדל"ן בבעלותה ובשליטתה המלאה של גזית, בדרך של הצעת מכר של 25%-49% מאחזקתה של גזית בקרן.

עובר להצעת המכר, המנפיקה תהיה הבעלים של חמישה מרכזים מסחריים בסאו פאולו מתוך תיק הנכסים של גזית בברזיל. הצעת המכר כפופה, בין היתר, לקבלת אישורים רגולטוריים, לרבות היתר רשות ניירות ערך בברזיל ומצב השוק בברזיל באותה העת, וגזית מעריכה כי היא תושלם ברבעון השלישי של שנת 2021.

כמו כן, במאי האחרון, Gazit Malls גייסה כ-650 מיליון ריאל (כ-405 מיליון ₪) אג"ח בהנפקה פרטית. גזית צופה כי התמורה בגין

הצעת המכר וגיוס החוב, כאמור, תסתכם בסך של כ-1.18-1.69 מיליארד ריאל (כ-1,010-710 מיליון ש"ח), זאת בכפוף להיקף ההנפקה וכאמור בכפוף לתנאי השוק במועד ההשלמה. מידרוג מייחסת חשיבות לצעדי החברה המוחזקת, כפי שפורטו לעיל, להגדלת הנזילות וכן התקדמות גזית בכל הנוגע לתוכניתיה עליהן הודיעה בתחילת השנה.

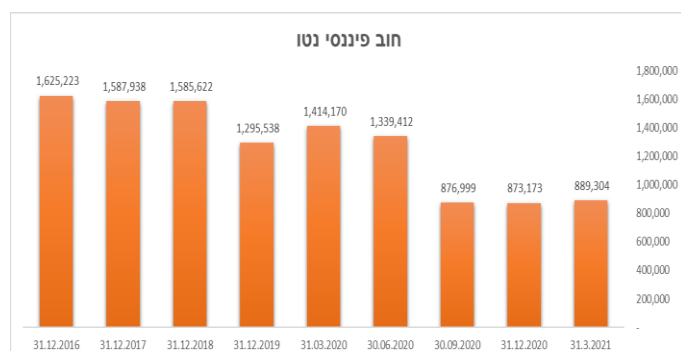
התאוששות בשווי מניות גזית הביאה לשיפור משמעותי ביחס המינוף של החברה (LTV). אולם, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג יחס המינוף עדיין צפוי להיות גבוה ביחס לרמת הדירוג, בהתחשב בתנודתיות בשווי המניה תחת עננת משבר הקורונה

עפ"י בדיקה שערכה מידרוג, במהלך המשבר שווי מניות גזית איבד מערכו ערך רב וכיום עדיין רחוק מרמותיו טרום המשבר. לשם השוואה, שווי שוק של ההשקעה בגזית נכון ל-30.06.2020, בתקופת עיצומו של המשבר, עמד על כ-1.6 מיליארד ₪ ונכון ל-31.12.2019, ערב המשבר, עמד על כ-3.8 מיליארד ₪. נכון ל-31.03.2021 שווי השוק, של ההשקעה בגזית, לאחר התאוששות מסוימת, עמד על כ-1.93 מיליארד ש"ח ואף הוסיף להתאושש כאשר נכון למועד הדוח השווי עומד על כ-2.1 מיליארד ש"ח. מידרוג מעריכה כי התנודתיות כאמור במניית גזית מעיבה על יחסי המינוף, כפי שנמדדים ע"י מידרוג כיחס בין סך החוב נטו של החברה לשווי שוק של החברה המוחזקת. כך, נכון ליום 31.03.2021 יחס החוב נאמד בכ-46%, זאת לעומת יחסים גבוהים יותר אשתקד, כאשר לשם השוואה נכון ליום 30.06.2020, בעיצומו של המשבר, כאמור, יחס החוב האמור נאמד בכ-81%.

מידרוג מעריכה, כי התאוששות מניית החברה המוחזקת נובעת, בין היתר, מיציאה הדרגתית מהמשבר במהלך השנה הנוכחית, זאת במקביל לקצב ההתחנסות ולהסרת רוב המגבלות בארץ, לרבות מגבלות תנועה והתקהלות, כך שנכון למועד הדוח, עפ"י דיווחי החברה, ניכרת תנועה ערה של מבקרים במתחמי המסחר של גזית בישראל, בדומה לתקופות שקדמו למגיפה. יציין, כי בפולין (מגזר המהווה כ-20% על פי שכר הדירה באיחוד יחסי), מתחמי הקבוצה נסגרו עד לתחילת מאי ומאז כבר נפתחו. במדינות הנורדיות, למעט אסטוניה, לא ניתנו ברבעון הראשון הנחיות לסגירת מתחמים למעט הגבלות על התקהלות. בברזיל הסגר הוסר בהדרגה כך שהחל ממאי מרכזי המסחר של גזית פתוחים במדינה. בארה"ב נכסי החברה היו פתוחים לאורך כל הרבעון הראשון ולאחריו. כך עפ"י דיווחי החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס הנוכחי של מידרוג, הכולל, בין היתר, תרחיש רגישות של שחיקה בשווי האחזקות, יחס המינוף צפוי לנוע בשיעור נמוך יותר, אם כי עדיין גבוה ביחס לרמת הדירוג, של כ-65%-55%. יובהר כי מידרוג לקחה בחשבון מקדמי רגישות בהתחשב בתנודתיות בשווי המניה בתקופה האחרונה ובפרט בהתחשב בכך שעננת הקורונה עדיין לא הוסרה וכי שווי השוק של החברה המוחזקת עלול להמשיך להיות תנודתי בהתאם לקצב התפשטות הנגיף בהמשך, ובהתאם לכך לעלייה בתחלואה והטלת מגבלות נוספות ככל שיהיו. כחלק מתרחיש הבסיס, מידרוג מניחה לפיכך פגיעה של 30% בשווי השוק של האחזקות הסחירות (בהתבסס על 30 ימי מסחר אחרונים).

לצד זאת, יש לציין לחיוב את הירידה בהיקף החוב נטו החל משנת 2016 כך שהחוב נטו נכון ל-31.03.2021 עומד על כ-889 מיליון ₪, זאת לעומת היקף חוב נטו של כ-1.6 מיליארד ₪ בשנת 2016. יציין כי במהלך שנת 2020 החברה השתתפה בהצעת רכש של גזית לרכישה עצמית של מניות - מהלך זה תרם כ-280 מיליון ש"ח לנזילות החברה.



גמישות בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג ונתמכת, בפרט, ע"י שליטה מבוצרת בגזית כאשר אחזקותיה של האחרונה רשומות למסחר; להערכת מידרוג לחברה נגישות גבוהה למקורות מימון

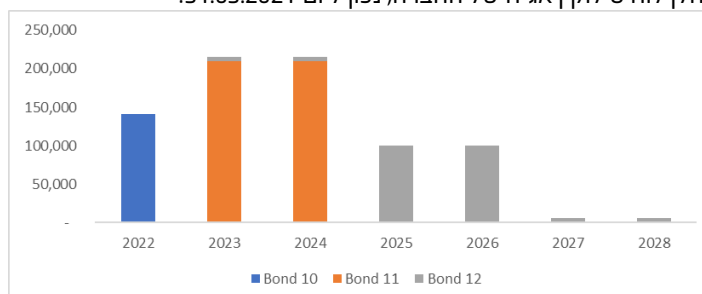
להערכת מידרוג, לחברה גמישות פיננסית טובה, הנובעת בעיקר משליטת החברה בהיקף משמעותי בחברה המוחזקת (כ-55.4%), כאשר אחזקותיה בגזית רשומות למסחר, דבר אשר מקנה יכולת הנזלה מהירה, לפחות של חלק מההחזקה. עם זאת, יצוין כי חלק ממניותיה של גזית משועבדות לטובת בנקים, באופן אשר מעיב על הגמישות. מידרוג מעריכה בנוסף את נגישות החברה לשוק ההון כגבוהה לאור גיוסי הון וחוב שבוצעו במהלך השנים האחרונות, אף בעתות משבר, כמו כן נגישות טובה לבנקים המתבטאת בהיקפים משמעותיים של קווי אשראי ממספר בנקים שונים. יצוין, כי לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב כאשר להערכת מידרוג המרווח מאמות המידה פיננסיות הינו גבוה באופן אשר תורם לפרמטר הגמישות. קווי האשראי של החברה מגובים בשעבוד על מניות החברה המוחזקות כך שלשחיקה אפשרית בשווי הבטוחה עלולה להיווצר רגישות מסוימת. אומנם, מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך לשמור על מרווח גבוה ביחס לאמות המידה.

מדיניות פיננסית הולמת לרמת הדירוג ונתמכת ע"י יתרות נזילות משמעותיות אל מול פירעונות חוב; יחס מקורות ונזילות (Cash+Dscr) בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג

לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקפים משמעותיים, כחלק ממדיניות לשמירת כריות נזילות גבוהות לאורך שנים, כאשר ליום 31.03.2021 יתרות הנזילות, ני"ע סחירים ומסגרות אשראי של החברה עומדות על סך של כ-176 מיליון ש"ח. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח תקבול דיבידנד ביתרת השנה בסך של כ-75 מיליון ש"ח וכן תקבולים שנתיים בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח בטווח הזמן הבינוני-ארוך, זאת בהינתן תרחיש רגישות להיקפי הדיבידנד. יודגש כי קיימת היסטוריה מוכחת ויציבה של חלוקת דיבידנדים מחברת הבת עם מדיניות חלוקה מוצהרת אשר עומדת בה בעקביות לאורך שנים. בצד השימושים, תרחיש הבסיס כולל חלות חוב שוטפת ביתרת השנה ובשנת 2022 בסך של כ-21 מיליון ש"ח ו-142 מיליון ש"ח בהתאמה, כאשר התשלום האחרון, כאמור, מייצג פירעון סופי של אגרות חוב (סדרה י'), וכן הוצאות הנה"כ והוצאות מימון נטו שנתיות בגובה של כ-35-30 מיליון ש"ח בטווח הבינוני-ארוך. בהתאם לכך, יחס המקורות והנזילות על בסיס סולו (CASH+DSCR) צפוי לנוע במוצע לשנים 2021-2022 של כ-2.2 באופן אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

כמו כן, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג יחס כיסוי ריבית ICR, צפוי לנוע בטווח של 3.5-3 באופן אשר הולם לרמת הדירוג. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO, הבוחן את רמת החוב סולו של חברת האחזקות אל מול תזרימי המזומנים השוטפים של החברה, צפוי לנוע בטווח של 12.5-11.4 באופן אשר אינו הולם לרמת הדירוג.

להלן לוח סילוקין אג"ח של החברה, נכון ליום 31.03.2021:



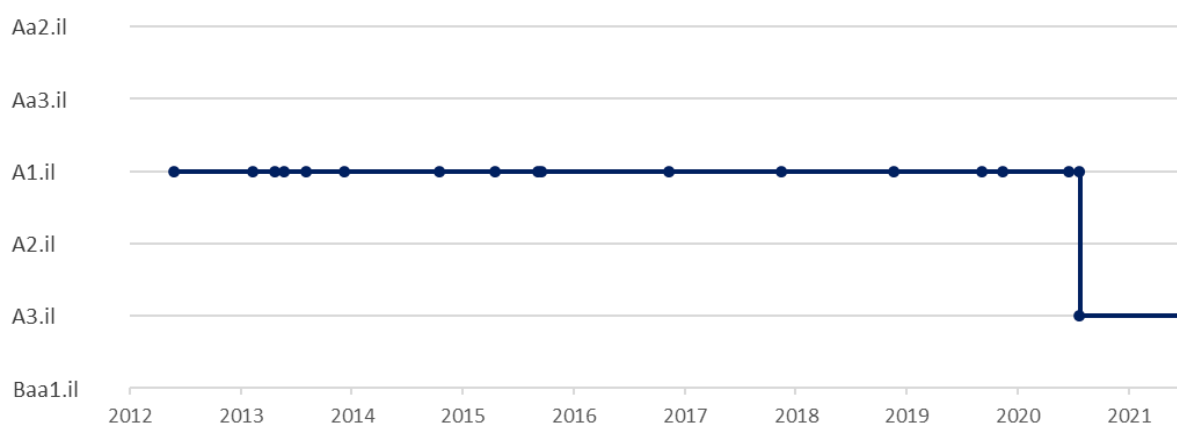
אודות החברה

נורסטאר הינה חברת החזקות פנמית, ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההחזקה העיקרית של החברה הינה כ-55.4% מהון המניות של חברת גזית גלוב בע"מ (החזקה זו מהווה כ-97% מסך תיק ההשקעות של החברה) והיא בעלת השליטה בגזית. בעל המניות העיקרי של החברה הינם מר חיים כצמן. גזית הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה בתל אביב ואשר אג"ח שלה מדורגת Aa3.il באופק שלילי על ידי מידרוג. בנוסף, החברה מחזיקה באחזקות לא מהותיות בני"ע נוספים.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק האחזקות
Aa.il	-	Aa.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים% הכנסות קמעונאיות	
Baa.il	-	Baail	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Baa.il	55%-65%	A.il	46%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
A.il	3-3.5	A.il	2.8	ICR	
Baa.il	11.4-12.5	Baa.il	13.9	חוב פיננסי ל-FFO	
Aa.il	-	Aa.il	-	גמישות פיננסית	
Aa.il	2.2	A.il	1.4	DSCR+CASH	
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	
A2.il				דירוג נגזר	
A2.il				דירוג בפועל	

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[נורסטאר החזקות אינק. דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

07.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
27.07.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.05.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
נורסטאר החזקות אינק.	שם יוזם הדירוג:
נורסטאר 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 גבוה 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>