



נורסטאר החזקות אינק.

דו"ח פעולת דירוג - דצמבר 2013

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

נורסטאר החזקות אינק.

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור, אותן הנפיקה חברת נורסטאר החזקות אינק. (להלן: "נורסטאר" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד כ-180 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למחזור חובות ולפעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09.12.13. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (נתוני סולו - אלפי ש"ח):

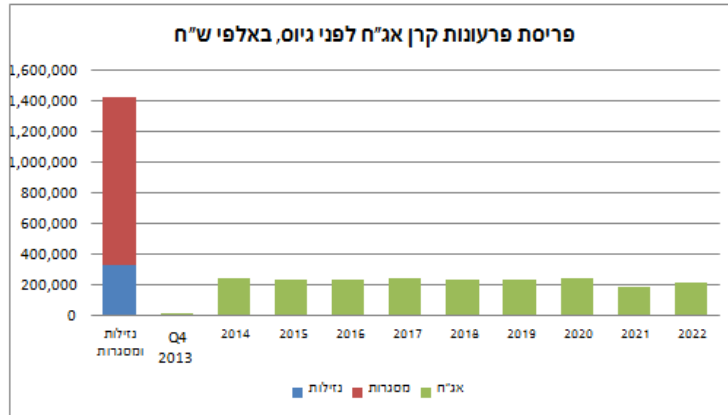
סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 30.09.13 אלפי ש"ח	יתרת שנות פרעון האג"ח
סדרה ה'	7230139	אוג-99	L-0.5%	דולר	11,364	2013-2015
סדרה ו'	7230279	מאי-05	4.95%	מדד	506,005	2014-2016
סדרה ח'	7230295	יול-07	T+0.75%	לא צמוד	402,390	2017-2019
סדרה ט'	7230303	אפר-10	4.70%	מדד	579,131	2014-2020
סדרה י'	7230345	מרץ-13	4.42%	מדד	542,247	2019-2022
סדרה פרטית 1	ל"ר פרטית	ינו-02	7.50%	דולר	3,800	2014-2016
סדרה פרטית 2	ל"ר פרטית	אוג-03	7.15%	דולר	4,537	2014-2017
סדרה פרטית 3	ל"ר פרטית	ספט-03	5.80%	מדד	22,569	2013-2014
סה"כ נורסטאר סולו					2,072,043	

מכיוון שלהערכת מידרוג, לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון מאז דוח פעולת הדירוג מחודש אוגוסט 2013, להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש אוגוסט 2013¹

31.12.2009	31.12.2010	31.12.11	30.9.12	31.12.12	30.9.13	יחסי איתנות סולו מורחב * אלפי ש"ח
4,237,868	4,210,784	4,448,976	5,070,057	4,869,713	4,771,931	CAP
1,578,171	1,752,570	2,227,821	2,832,441	2,687,782	2,699,478	הון עצמי
2,659,697	2,458,214	2,221,155	2,237,616	2,181,931	2,072,453	חוב פיננסי ברוטו
147,043	15,568	85,723	5,435	29,845	162,892	יתרות מזומנים ופיקדונות
2,512,654	2,442,646	2,135,432	2,232,181	2,152,086	1,909,561	חוב פיננסי נטו
3,977,875	557,802	3,610,604	4,227,401	4,804,854	4,427,977	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה
3,962,121	4,011,193	4,256,843	4,932,364	4,706,716	4,428,409	שווי מאזני של סך ההשקעות
4,272,356	4,247,869	4,498,228	5,087,212	4,871,113	4,789,169	סך מאזן חשבונאי
						יחסי איתנות
37%	41%	50%	56%	55%	56%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
37%	-97%	46%	53%	56%	56%	הון עצמי למאזן לפי שווי סחיר אחזקות *
63%	58%	50%	44%	45%	43%	חוב ל-CAP
61%	58%	49%	44%	44%	41%	חוב נטו ל-CAP נטו
63%	61%	50%	45%	46%	43%	חוב נטו לשווי תיק
65%	61%	51%	45%	46%	45%	חוב ברוטו לשווי תיק

* סולו מורחב, בדוח דירוג זה, מתייחס לחברה ולחברות פרטיות בבעלות מלאה של החברה

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midrog.co.il



יחסים פיננסיים עיקריים (מיליוני ש"ח) - כולל איחוד יחסי אטריום על בסיס פרופורמה שבוצעה

31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	30.09.12	31.12.12	30.09.13	נתונים פיננסיים עיקריים מיליוני ש"ח
4,169	4,680	5,287	6,496	5,556	7,450	5,547	סה"כ הכנסות
2,396	2,729	3,058	3,509	2,871	3,854	2,845	NOI
-66	42	69	58	68	84	106	רווח גולמי ממכירת בניינים והעבודות שבוצע
2,320	2,757	3,114	3,557	2,936	3,935	2,948	סה"כ רווח גולמי
1,749	2,106	2,412	2,718	2,406	3,368	2,636	EBITDA בנטרול שערורים
-5,317	-1,842	999	1,709	1,514	1,905	520	שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והשק' פיננסיות
-3,072	509	1,646	1,798	1,805	2,433	1,615	רווח נקי (לאחר מס)
32,699	37,171	35,756	43,134	45,042	44,952	43,720	חוב פיננסי
1,686	2,497	1,554	2,692	2,209	2,690	2,443	יתרות נזילות
31,013	34,674	34,202	40,442	42,833	42,262	41,277	חוב פיננסי נטו
43,461	50,284	51,159	63,494	69,664	68,925	68,344	Cap
41,775	47,787	49,605	60,802	67,455	66,235	65,901	Cap נטו
468	1,579	1,753	2,325	2,833	2,688	2,699	הון מניות (ללא זכויות מיעוט) *
9,332	11,550	13,473	17,943	21,703	20,956	21,626	הון עצמי זכויות מיעוט
45,379	52,360	53,238	66,827	73,344	72,622	71,518	סך מאזן בנטרול מקדמות
20.6%	22.1%	25.3%	26.8%	29.6%	28.9%	30.2%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן
75.2%	73.9%	69.9%	67.9%	64.7%	65.2%	64.0%	חוב ל-CAP
74.2%	72.6%	68.9%	66.5%	63.5%	63.8%	62.6%	חוב נטו ל-CAP
488	784	855	1,376	1,125	1,468	1,173	FFO
67.0	47.4	41.8	31.3	30.0	30.6	28.0	חוב ל- FFO
63.6	44.2	40.0	29.4	28.6	28.8	26.5	חוב נטו ל- FFO
17.7	16.5	14.2	14.9	13.4	12.5	11.8	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערורים

*לאחר תאריך מאזן מומשו אופציות למניות תמורת כ-56 מיליון ש"ח אשר צפויות לתרום להון העצמי המיוחס לבעלי המניות

אופק הדירוג

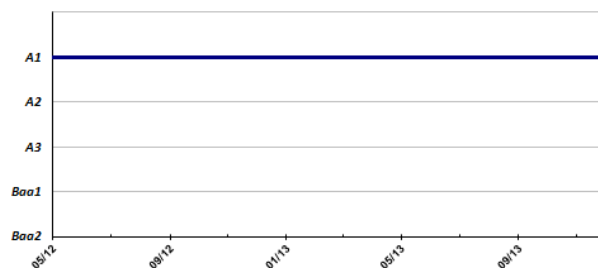
גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג או את אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי בסיכון האשראי של גזית גלוב, כפי שישתקף בדירוג האג"ח שלה
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות, תוך ירידת התלות בהחזקת מניות גזית גלוב כמקור תזרימי והיותו נכס עיקרי, תוך לפחות שמירה על רמת יחסי המינוף והנזילות (סולו מורחב) הנוכחית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- החלשות מיצובה העסקי והפיננסי של גזית גלוב, באופן שיפגע ביכולתה להעלות 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
- חלוקת דיבידנד שתחליש את נזילות החברה ואיתנותה הפיננסית

היסטוריית הדירוג



פרופיל החברה

נורסטאר הינה חברת החזקות פנמית, ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההחזקה העיקרית של החברה הינה כ-50.6% מהון המניות של חברת גזית גלוב בע"מ (החזקה זו אחראית על מעל 90% מסך תיק ההשקעות של החברה) והיא בעלת השליטה בה מעל 20 שנה. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם מר חיים כצמן ומר דורי סגל. גזית גלוב הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה בתל אביב, ב-NYSE ובבורסת טורונטו ואשר אג"ח שלה מדורגת Aa3 באופק יציב על ידי מידרוג. בנוסף, החברה מחזיקה בכ-7.7% ממניות אורמת תעשיות בע"מ - חברה ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב וכן אחזקות לא מהותיות בני"ע נוספים.



מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה- דוח מיוחד](#), דצמבר 2011

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: דוח פעולת דירוג אוגוסט 2013

תאריך דוח: 9 בדצמבר 2013

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.



דו"ח מספר: CRNS101213180M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.