

נורסטאר החזקות אינק.

מעקב | נובמבר 2022

אנשי קשר:

אורית תשובה

ראשת צוות בכירה, מעריכת דירוג ראשית
orit.tesuva@midroog.co.il

תמיר שרמן

אנליסט, מעריך דירוג משני
Tamir.s@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

נורסטאר החזקות אינק.

דירוג סדרות	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
-------------	-------	-------------------------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות יא' ו-יב') שהנפיקה נורסטאר החזקות אינק. (להלן: "נורסטאר" או "החברה") מ-A2.il ל-A3.il ומוותרת את הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
יא'	7230352	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	31.03.2024
יב'	7230402	A3.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	31.03.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג הינה לאור הירידה החדה בשווי השוק של מניית ג'י סיטי המהווה את הנכס העיקרי של החברה עליו נשענת החברה לצורך מחזור חוב פיננסי וקבלת דיבידנדים. להערכת מידרוג, הירידה החדה בשווי השוק של אחזקות החברה בג'י סיטי (כ-50% מאז תחילת שנת 2022 וכ-38% ב-3 החודשים האחרונים) מצמצמת את גמישותה הפיננסית של החברה בשל השפעתה על גישות החברה למקורות מימון ועל שווי המניות הלא משועבדות שבידה.
- החברה הינה בעלת השליטה בחברת ג'י סיטי בע"מ (כ-51.54%, נכון בסמוך למועד הדוח). ג'י סיטי (A1.il) בבחינת דירוג עם השלכות שליליות) הינה האחזקה העיקרית של החברה, ומהווה כ-97% מתיק האחזקות של החברה. להערכת מידרוג, היעדר פיזור עסקי בתיק האחזקות של נורסטאר משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה באופן אשר חושף את החברה למאפייני הסביבה העסקית של החברה המוחזקת וכן להישענות גבוהה על דיבידנדים מהחברה המוחזקת.
- דירוג החברה מושפע לחיוב מאחזקתה בג'י סיטי המדורגת A1.il (בבחינה עם השלכות שליליות), בהיותה נכס הבסיס של החברה ומקור השווי והתזרים העיקרי לחברה. בחודש נובמבר 2022 מידרוג הכניסה לבחינה עם שליליות את דירוג אגרות החוב שהנפיקה ג'י סיטי, בעקבות מינוף גבוה של ג'י סיטי אשר נכון ל-30.06.2022 הינו כ-73% חוב נטו ל-CAP נטו (בהתאם לדוח סולו מורחב) כאשר ג'י סיטי תלויה במימוש נכסים לצורך עמידה בתחזית מידרוג לירידה במינוף מתחת ל-70% בטווח הקצר¹. בהתאם לדיווח ג'י סיטי מיום 25.10.2022, היא מצויה במו"מ מתקדם למימוש שישה נכסים בהיקף של כ-1.8 מיליארד \$ בהתאם לשוויים בספרים, כחלק מאסטרטגיה למימוש נכסים אשר אינם בליבת הפעילות, בהיקף של כ-3.6 מיליארד \$. תרחיש הבסיס האחרון של מידרוג נשען גם הוא על הנחת מימוש נכסים בהיקפים משמעותיים לצורך הורדת מינוף בחברה בטווח הקצר.
- מידרוג מעריכה כי ג'י סיטי נדרשת להתמודד עם אתגרים גבוהים יותר מבעבר על מנת להוציא לפועל את תוכניתה למימוש הנכסים, בשל העלייה בשיעורי הריבית באירופה והשלכות אפשריות על היקף המימושים ועל הגישות למימון נכסים ובכך להאריך את לוחות הזמנים לביצוע המימושים. זאת לצד פגיעה בנגישותה לשוק האג"ח הלא מובטח בישראל אשר עלול להוביל בעתיד לפגיעה בגמישות בשל גיוס חוב מובטח. נציין כי, לג'י סיטי ביחד עם החברות הבנות (סולו מורחב - ללא נזילות CTY), מקורות נוספים ליצירת נזילות כמו נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי בעיקר ברמת החברה הבת G city Europe Limited (לשעבר Atrium), טרם השלמת עסקאות המימוש עליהן דיווחה החברה בהיקף של כ-1.8 מיליארד \$ בטווח הקצר. דירוגה של ג'י סיטי מוסיף להיתמך באחזקותיה, במישרין ובעקיפין, בנכסי נדל"ן מניב איכותיים, בעיקר בתחום המסחר והמגורים, במיקומים מרכזיים בערים ראשיות, כשהיא בעלת היקף פעילות משמעותי ופיזור גיאוגרפי רחב במדינות יציבות בעלות דירוג אשראי גבוה.

¹ יובהר כי נורסטאר ו-ג'י סיטי טרם פרסמו את הדוחות הכספיים לרבעון 3 2022 ומידרוג טרם בחנה דוחות אלה.

- להערכת מידרוג, פגיעה אפשרית בנזילות ג' סיטי לאורך זמן עלולה גם להוביל לפגיעה ביכולת חלוקת הדיבידנדים של ג' סיטי באופן שישיע על תזרימי המזומנים בנורסטאר. יצוין כי תרחיש הבסיס של מידרוג מוסיף להניח בשלב זה המשך חלוקת דיבידנדים מג' סיטי.
 - להערכת מידרוג, רמת המינוף של החברה כפי שנמדדת על ידי מידרוג, כיחס שבין החוב הפיננסי של החברה בניכוי יתרות נזילות ל-30.06.2022 לבין שווי אחזקותיה בג' סיטי עומדת על כ-66% על בסיס שווי השוק הממוצע של מניות ג' סיטי ב-30 ימי המסחר שבסמוך לדוח זה ועל כ-75% על בסיס שווי השוק של המניות בסמוך למועד דוח זה, ויש בה להשפיע לשלילה על הגמישות הפיננסית של חברה, מצד נגישותה למקורות מימון. לחברה מסגרות אשראי חתומות מבנקים לטווח של מעל שנה הנשענות על מניות ג' סיטי שהחברה משעבדת לטובתן. בשל הירידה החדה בשווי השוק של המניות המשוועבדות חלה שחיקה במרווח בין יחס המינוף של המניות המשוועבדות לטובת הבנקים לבין יחס המינוף המירבי הנדרש, אולם יחס מינוף הבטוחות עודנו מצוי במרווח נאות למול היחס הנדרש, כך שמידרוג מביאה בחשבון את המשך קיומן של מסגרות אשראי אלו כמקור נוסף לנזילות לחברה.
 - הערכת מידרוג לנזילות החברה נשענת על תחזית מקורות ושימושים עד לסוף שנת 2023, כדלקמן: סך מקורות של כ-400 מ' שם הכוללים יתרות נזילות (לרבות תיק נ"ע סחיר ומסגרות אשראי חתומות) בסך כ-286 מ' שם וקבלת דיבידנדים מג' סיטי בניכוי הוצאות מימון ומטה בסך נטו של כ-114 מ' שם. למול זאת לחברה פירעונות קרן אג"ח בסך של כ-226 מ' שם במהלך שנת 2023. יחס המקורות לשימושים מצביע על נזילות סבירה בטווח הקצר, אולם זו צפויה להישחק ככל שהחברה לא תמחזר את התחייבויותיה וכן החברה נדרשת לשמר ולחדש את מסגרות האשראי הקיימות הנשענות על שעבוד מניות ג' סיטי. כמו כן, להערכת מידרוג לחברה מניות ג' סיטי חופשיות משעבוד בשווי משמעותי גם לאחר הירידה בשווי השוק של המניות אם כי במידה נמוכה משמעותית מהשווי שלפני מספר חודשים.
- עפ"י תרחיש הבסיס, יחס מקורות שוטפים בתוספת יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות לשירות החוב על בסיס סולו (CASH+DSCR) צפוי לעמוד בממוצע על כ-1.4 בממוצע בשנים 2023-2024 באופן אשר בולט לשלילה לרמת הדירוג. יחס כיסוי ריבית ICR, צפוי לעמוד על ממוצע של כ-4.4 באופן אשר בולט לחיוב ביחס 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 7.5-8.0 באופן אשר הולם לרמת הדירוג.

אופק הדירוג

דירוג החברה נותר תחת בחינה לצורך המשך בחינת יחס המינוף והנזילות של החברה וכן בחינת הדירוג של החברה הבת ג' סיטי. מידרוג עלולה לנקוט בפעולת דירוג שלילית נוספת ככל שלא נעריך כי חל שיפור בגמישות הפיננסית של החברה, ככל שנעריך פגיעה בדיבידנדים מ-ג' סיטי או ככל שייפגע הדירוג של ג' סיטי.

גורמים שיכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מתמשך ומשמעותי לאורך זמן ביחס המינוף תוך הורדת החוב הפיננסי
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה

גורמים שיכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הורדת הדירוג של ג' סיטי
- אי שיפור מתמשך ביחס המינוף של החברה
- הרעה בנזילות החברה

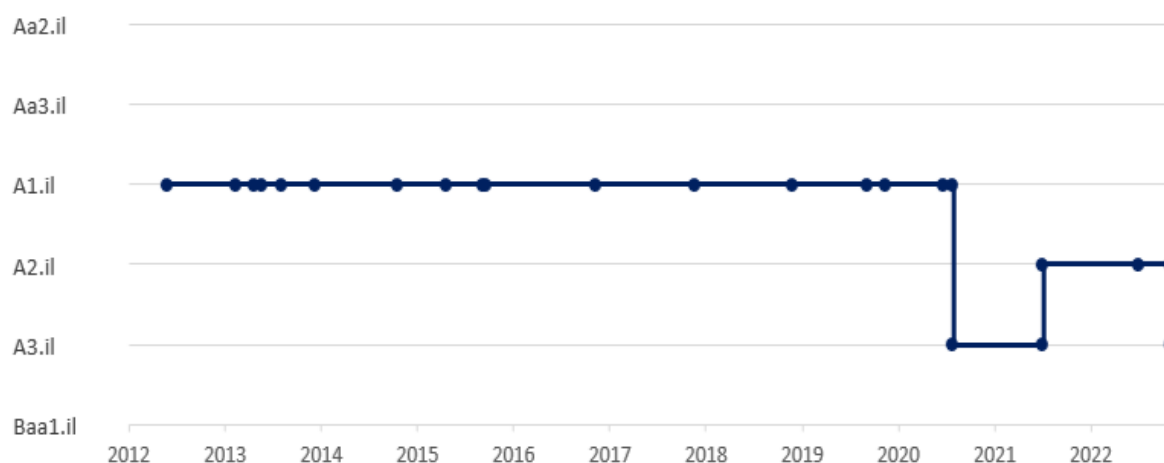
מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.06.2022			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
A.il	-	A.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק האחזקות
A.il	-	A.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים	
Ba.il	-	Ba.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Baa.il	75%-65%	A.il	32%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
A.il	4.0-4.5	A.il	3.4	ICR	
Baa.il-A.il	7.5-8.0	Baa.il	11	חוב פיננסי ל-FFO LTM	
A.il	-	A.il	-	גמישות פיננסית	
A.il-Aa.il	1.6-2.5	Aa.il	2.3	LTM DSCR+CASH	
A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

אודות החברה

נורסטאר הינה חברת החזקות פנמית, ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההחזקה העיקרית של החברה הינה כ-51.54% מהון המניות של חברת ג'י סיטי בע"מ והיא בעלת השליטה בג'י סיטי. בעל המניות העיקרי של החברה הינם מר חיים כצמן (כ-28%). ג'י סיטי הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה בתל אביב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[נורסטאר החזקות אינק. דוחות קשורים](#)

[ג'י סיטי בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשרא - פברואר 2022](#)

[השפעה של עליית הריבית ושיעור האינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - יוני 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

08.11.2022	תאריך דוח הדירוג:
18.07.2022	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 יותר 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 וליסיוני 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 נגרם 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>