

אאורה השקעות בע"מ

מעקב | מאי 2022

אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח
אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
Shiranfh@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

אאורה השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג מעלה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות החוב (סדרות יב, יד, טו ו- טז) שהנפיקה אאורה השקעות בע"מ (להלן: "אאורה" או "החברה") מ-A3.il ל-Baa1.il ומותירה את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על-ידי מידרוג*:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.07.2023	יציב	A3.il	3730454	סדרה יב'
31.12.2022	יציב	A3.il	3730488	סדרה יד'
31.12.2024	יציב	A3.il	3730504	סדרה טו'
30.09.2027	יציב	A3.il	3730579	סדרה טז'

*אגרות חוב סדרות יב, יד ו-טו מובטחות בשעבודים בהתאם לתנאים בשטרי הנאמנות.

שיקולים עיקריים לדירוג

- העלאת הדירוג הינה לאור שיפור הפרופיל העסקי, גידול בהיקפי הפעילות וצמיחת שיעור הרווחיות, אשר צפויים להימשך להערכת מידרוג בשנים 2022-2023 וברקע ירידה ברמת המינוף של החברה.
- ענף הייזום למגורים בישראל נשען על ביקושים קשיחים יחסית בעיקר בשל הצמיחה במשקי הבית בישראל. בד בבד, היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. לצד זאת, מחזור הפעילות הארוך בענף הייזום, הנובע מפער הזמן הממושך בין עיתוי ההשקעה בקרקעות לבין עיתוי מכירת הדירות מעלה את החשיפה של תזרימי המזומנים לתנודתיות בביקושים, לנוכח המחזוריות הכלכלית והשפעות אקסוגניות כגון השתנות שיעורי הריבית. לכך יש להוסיף כי העלייה במחירי הקרקעות בתקופה האחרונה מעלה את הסיכון לרווחיות מפרויקטים עתידיים. לאור האמור, הסיכון בענף הייזום למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, ובמידה המשליכה לשלילה על סיכון האשראי של החברה. יחד עם זאת, עיקר פעילות החברה הינו ייזום ובנייה למגורים בתחום ההתחדשות העירונית בישראל. תחום זה חשוף במידה פחותה לעלייה במחירי הקרקעות ומפערי עיתוי ממושכים בין ההשקעה ולבין תקבולים ממכירות. מאידך, מיזמי התחדשות עירונית נמשכים בדרך כלל פרקי זמן ארוכים למדי בשל מורכבות ההליך. התכנון הסטטוטורי הוא נדבך מרכזי בקידום פרויקטים של התחדשות עירונית, ומכאן שמשך התכנון משפיע ישירות על משך הפרויקט, נוסף על פרק הזמן הנדרש להוצאת היתרי בנייה ועל פרק הזמן הנדרש לחתימה על הסכמים בין בעלי הדירות לייזום.
- סך הכנסות מפעילות ייזום בולט לחיוב ביחס לדירוג, הצפוי להסתכם בשנים 2022-2023 ב-1.1-1.5 מיליארד ש"ח לשנה בהתאם להכרה בהכנסה מפרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון שצפויים להיות זמינים לבניה בטווח הזמן הקצר. סך ההכנסות מפעילות הייזום מציג צמיחה ביחס לשנים הקודמות לאור גידול במספר הפרויקטים ששלבי תכנונם החל בשנים הקודמות ובהיקף פרויקטים אלו. בנוסף, הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מוונתק וניסיון ההנהלה בעיקר בפרויקטים בתחום הפינני-בינוי, משיעורי מכירה גבוהים מול שיעורי ביצוע ומפיזור פרויקטים על פני מספר ערים ברחבי הארץ כאשר רובם ממוקמים באזורי ביקוש מרכזיים, אשר תומכים בפרופיל העסקי של החברה.
- החברה פועלת על מנת לייצר צבר קרקעות עתידי משמעותי אשר עיקרו בתחום ההתחדשות העירונית, התלוי בהסכמות דיירים והליכי תכנון העשויים להיות מורכבים. לאור זאת, חשיפת החברה לצבר בתחום ההתחדשות העירונית, עלולה להשפיע לשלילה על פעילות החברה. יחד עם זאת, יצוין כי לחברה קיים פיזור ומגוון משמעותי של פרויקטים בתכנון עתידי בתחום ההתחדשות העירונית, אשר צפוי למתן את הסיכון שחלק מהפרויקטים לא יצאו אל הפועל או שביצועם יתעכב.

- להערכת מידרוג, שיעור הרווחיות הגולמית הנובע לחברה מפרויקטי ייזום צפוי להסתכם ב- 16%-21% בטווח הזמן הבינוני-ארוך. שיעור רווחיות זה הינו גבוה משיעור הרווחיות השנתי בשנים הקודמות (ממוצע 13%) וזאת לאור עליות במחירי המכירה מאז שלבי תכנון הפרויקטים.
 - שיעור המינוף של החברה, חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, מושפע לחיוב מאימוץ מדיניות החברה המאפשרת מינוף מקסימלי של 65%. ליום 31.12.2021 שיעור המינוף עמד על כ- 59% וזאת ביחס לכ- 72% ביום 31.12.2020. הורדת המינוף בוצעה באמצעות גיוסי הון ופעילות שוטפת שחיזקה את הון החברה יחד עם קיטון החוב הפיננסי עם התקדמות פרויקטים. יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון צפוי להשתפר אף הוא בעקבות גידול בהיקפי הפעילות ולהסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך ב- 3-5 שנים.
 - בחודש נובמבר 2021, אישר דירקטוריון החברה אימוץ מדיניות פיננסית התומכת בפרופיל הפיננסי לפיה, בין היתר, מדיניות חלוקת דיבידנד מתונה והאפשרות להיכנס לעסקאות רכישה ממונפות מוגבלת. כמו כן הוחלט על מדיניות לשמירת יתרות נזילות בגובה מחצית סכום פרעונות האגח השנתי והחברה פועלת להשגת מסגרות אשראי חתומות.
- תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל, בין היתר, פירעון חוב אג"ח בהיקף של כ- 140 מיליון ש"ח בהתאם ללוח הסילוקין, עליה לשליטה בפרויקט קמא בלוד שבוצע ברבעון 1 2022, נטילת הלוואות לצורך ליווי פרויקטים ורכישת קרקעות, השקעות הון עצמי בפרויקטים, פירעון הלוואות ושחרור עודפים, גיוס אג"ח, חלוקת דיבידנד, וכן רווח מפעילות שוטפת. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי גישות שונים באשר לקצב ביצוע הפרויקטים לתקופת המכירות ולעלויות הפרויקטים.

שיקולים מבניים

אגרות החוב (סדרות יב', יד'-ו') מובטחות בעודפים מפרויקטים. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר 2019¹, מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ולא מצאה מקום למתן עדיפות דירוגית לסדרות אלו, לאור אפיון הבטוחה כבעלת איכות "נמוכה" בשל היותה תנודתית בשוויה, בעלת זכויותיה מתכלות ואינה מייצרת תזרים שוטף.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי בטווח התחזית החברה תמשיך בשיפור העקבי של הפרופיל העסקי והפיננסי תוך שמירה על שיעור מינוף מתון.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג

- שיפור מתמשך ברמת המינוף ביחסי הכיסוי
- שיפור מהותי בנזילות החברה לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- עלייה מתמשכת ברמת המינוף וביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- היעדר צבר פרויקטים מספק ושחיקה בהיקפי הפעילות

¹ המתודולוגיה מפורסמת באתר מידרוג: www.midroog.co.il

אאורה השקעות בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	
סך הכנסות מפעילות ייזום	510	1,102	891	
חוב נטו	859	951	761	
חוב נטו ל- CAP נטו	75%	72%	59%	
רווחיות גולמית	12%	13%	16%	
EBIT להוצאות מימון	0.6	2.2	3.5	

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות מושפעת לשלילה מחשיפת החברה לתנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל

ענף ייזום הנדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים קשיחים יחסית מצד משקי בית בישראל המבוססים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש מצד משקיעים כאפיק חסכון והשקעה הנשען על הביקוש להשכרת דירות. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה של המכירות ושל הרווחיות לתנודתיות בביקושים, כתלות במחזוריות הכלכלית ובשיעורי הריבית ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית. העלייה במחירי הקרקעות בתקופה האחרונה מקשה על קבלנים להשתתף במכרזים, בפרט הקטנים שבהם, ובאופן כללי מעלה סיכון לרווחיות העתידית מפרויקטים.

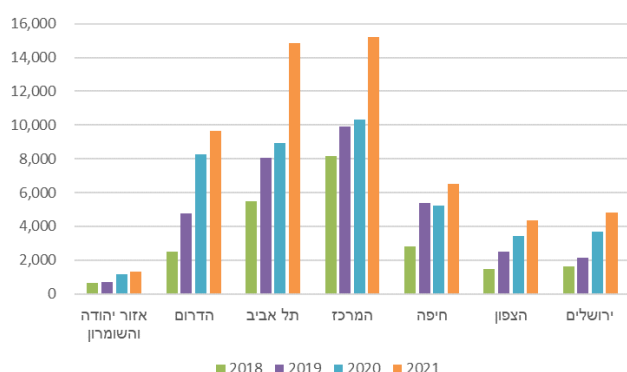
על פי סקירת ענף הנדל"ן למגורים בישראל של הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מדצמבר 2021², הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ- 56.7 א' דירות חדשות בשנת 2021, עליה של 41% בהשוואה לשנת 2020 ורמת שיא היסטורי במכירות אלו. יודגש, כי להיקף העסקאות הגבוה מהממוצע השנה תרמה העלאת מס הרכישה בחודש נובמבר לרוכשי דירה שניה מ-5% ל-8%. על פי נתוני הלמ"ס³ מבחינת ההיצע, לצד הגידול במספר העסקאות, חל גידול גם בהתחלות הבנייה לרמה של 63 א' יח"ד (שיא מאז 1995), ומתן 76 א' היתרי בניה. כמו כן, חלה עליה של 15.2% במחירי דירות חדשות בין פברואר 2021 לפברואר 2022. מסקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2022⁴ עולה כי בחודש זה נרשמה ירידה של עסקאות בשוק הנדל"ן לדירות חדשות - סה"כ 4,700 יח"ד, קיטון של 11% בהשוואה למרץ 2021 וקיטון של 35% בהשוואה לחודש הקודם. עיקר השינוי נבע מירידה חדה במכירות מחיר למשתכן. בניכוי עסקאות מחיר למשתכן נרשם קיטון של 4% בהשוואה למרץ 2021 וגידול של 24% בהשוואה לחודש הקודם. על פי נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר, בארבעת החודשים דצמבר 2021 - מרץ 2022, מאז הועלה מס הרכישה על משקיעים, נרשמה ירידה של 7% במספר דירות החדשות שנמכרו בשוק החופשי (קרי בניטרול מכירות מחיר למשתכן). בהשוואה לתקופה המקבילה שנה קודמת (דצמבר 2020 - מרץ 2021). הירידה באזורי הביקוש במרכז הארץ בתקופה זו (9%) הייתה גבוהה מאשר באזורי הפריפריה (4%).

² סקירת ענף נדל"ן למגורים דצמבר 2021, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר

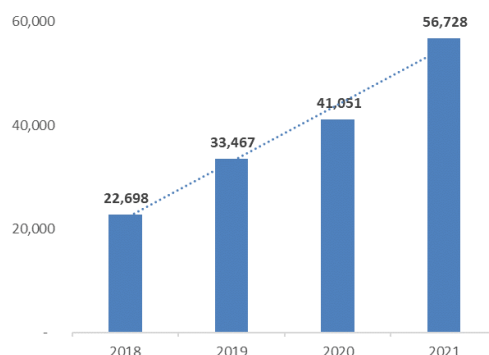
³ הלמ"ס "התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2021". הודעה לתקשורת 20.03.2022

⁴ סקירת ענף נדל"ן למגורים פברואר 2022, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר

תרשים 2: דירות חדשות שנמכרו לפי מחוז

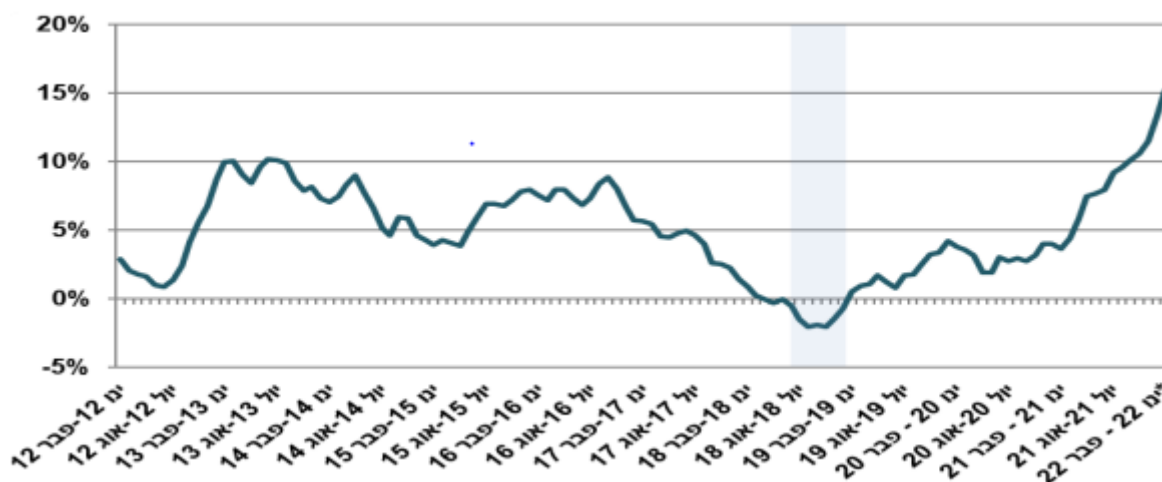


תרשים 1: עסקאות רכישה של דירות חדשות



מקור: הלמ"ס עיבוד: מידרוג

תרשים 3: אחוז שינוי שנתי במחירי דירות חדשות



מקור: הלמ"ס

עיקר פעילות החברה הינו ייזום ובנייה למגורים, והחברה הינה מובילה בתחום ההתחדשות העירונית בישראל תוך מיקוד בפרויקטי פינוי בינוי הכוללים 200 יחידות דיור ומעלה. פרויקטים של התחדשות עירונית מסוג פינוי ובינוי, הינם פרויקטים שמטרתם הריסת מבנים קיימים ובניית מבנים חדשים ותשתיות חדשות תוך הגדלה של זכויות הבניה.

על פי דוח התחדשות עירונית של הרשות הממשלתית להתחדשות עירונית לשנת 2021⁵, סך הדירות שנמכרו במסגרת התחדשות עירונית עמד על 11 א' דירות והיווה כ-19% מסך העסקאות הכולל. על רקע הגידול הדמוגרפי וצמצום משאבי הקרקע והשטחים הפתוחים, נדרשו הגורמים הרלוונטיים בישראל למצוא פתרונות של הוספת יחידות דיור בד בבד עם הוספת תשתיות תומכות והקצאת שטחים לצורכי ציבור ולתעסוקה, וכל זאת במרקמים הבנויים. בהחלטת ממשלה במסגרת זו, הוגדר בין היתר יעד לבנייה של 1.5 מיליון יחידות דיור עד שנת 2040 כדי לספק את צורכי האוכלוסייה. על פי החלטת הממשלה, נקבע יעד שלפיו עד שנת 2030 יתווספו כ-35% מסך יחידות הדיור בתהליכי התחדשות עירונית. כלומר, לתהליכי פיתוח והתחדשות עירונית ברקמה הקיימת תהיה חשיבות בטווח הנראה לעין. על פי הדוח לעיל, נוסף על הצורך בהתחדשות עירונית, הנובע מהגידול הדמוגרפי ומהביקוש הגדל לדירות, ההתחדשות העירונית משמשת תהליך החייאה פיזי הכולל שדרוג בניינים ותשתיות, פיתוח המרחב הציבורי ובניית מבנים חדשים תחת מבנים ישנים תוך ניצול מירבי של משאב הקרקע וכן שיפור ברמה החברתית של רקמה עירונית ותיקה ופיתוח עירוני בגבולות

⁵ [דוח התחדשות עירונית לשנת 2021, הרשות הממשלתית להתחדשות עירונית](#)

השטח הבנוי. עוד יצוין כי ביום 18 בנובמבר 2021, אושרה רפורמה⁶ בתחום ההתחדשות העירונית במטרה להגדיל את היצע הדירוג בישראל ובמסגרתה הופחת הרוב הדרוש לשם הגשת תביעה נגד דייר סרבן לחתום על הסכם פינוי בינוי ל-2/3 מבעלי הדירות (בהתייחס גם לחלקם של בעלי דירות אלו בדירות בבית המשותף) זאת חלף 4/5 מבעלי הדירות. תכנית זו מטרתה לעודד ולקדם מתחמי התחדשות עירונית ובכך משליכה לחיוב על קידום פרויקטים בתחום זה.

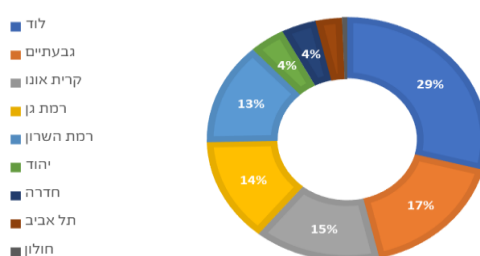
מיזמי התחדשות עירונית נמשכים בדרך כלל פרקי זמן ארוכים למדי בשל מורכבות ההליך. התכנון הסטטוטורי הוא נדבך מרכזי בקידום פרויקטים של התחדשות עירונית, ומכאן שמשך התכנון משפיע ישירות על משך הפרויקט, נוסף על פרק הזמן הנדרש להוצאת היתרי בנייה ועל פרק הזמן הנדרש לחתימה על הסכמים בין בעלי הדירות ליזם.

בשנת 2021 נרשמה עלייה משמעותית של כ-300% בהיתרי בנייה בפינוי-בינוי. עלייה זו היא תוצאה של הבשלת תהליכי מימוש תכניות מאושרות. כמו כן ניכרת עלייה של כ-25% בהיתרי תמ"א 38.

צפי לגידול בהיקף ההכנסות על בסיס צבר נרחב ומגוון של פרויקטים בביצוע ובתכנון, בדגש על אזורי הביקוש

היקף הכנסות החברה מפעילות הייזום בשנת 2021 הסתכם ב- 891 מיליון ש"ח. היקף זה, בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ותורם לחיזוק הפרופיל העסקי של החברה. על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה מפעילות הייזום צפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך בכ-1.1-1.5 מיליארד ש"ח לשנה, בהתאם להכרה בהכנסה מפרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון שצפויים להיות זמינים לבניה בטווח הזמן הקצר, ביניהם שלב ב' ברמת השרון, מ.ע.ר. 3 לוד, פרויקט ONLY גבעתיים, פרויקט אאורה האורן קרית אונו, פרויקט אאורה רמת חן, פרויקט מתחם ט' בגבעתיים ומתחם ש.ה.ל בלוד. פרויקטי החברה המצויים בביצוע מאופיינים בשיעורי מכירה גבוהים אל מול שיעורי ביצוע. כך, נכון ליום 31.12.2021 שיעור הביצוע המצרפי מסתכם לכ-32% אל מול שיעור מכירה מצרפי של כ-65%. שיעורי המכירה של הפרויקטים הושפעו לחיוב מעסקת "מבנה" שכללה מכירה של כ-290 יח"ד על פני חמישה פרויקטים מרכזיים של החברה. פרויקטי החברה אשר נמצאים בשלבי תכנון מתקדמים ובביצוע, פזורים על-פני 10 ערים בישראל, בעיקר באזורי ביקוש במרכז הארץ ביניהם לוד (בן שמן), גבעתיים, קרית אונו, רמת גן, ורמת השרון ואלו מהווים כ-88% מסך הרווח הגולמי החזוי (ללא עלויות מימון) כפי שניתן לראות בתרשים 4 להלן.

תרשים 4: פיזור ג"ג של פרויקטי החברה (בביצוע ובתכנון מתקדם) בהתאם לרווח הגולמי החזוי



הפרופיל העסקי של החברה נתמך בוותק וניסיון הנהלת החברה בתחום הייזום למגורים ובפרט בתחום ההתחדשות העירונית. יצוין כי החברה פועלת על מנת לייצר צבר קרקעות עתידי משמעותי אשר עיקרו בתחום ההתחדשות העירונית התלוי בהסכמות דיירים והליכי תכנון העשויים להיות מורכבים ולהמשך זמן רב, ולא מן הנמנע שחלקו לא יצא לפועל. לאור זאת, חשיפת החברה לצבר בתחום ההתחדשות העירונית, עשוי להשפיע לשלילה על פעילות החברה. יחד עם זאת, לחברה קיים פיזור ומגוון משמעותי של פרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית בתכנון עתידי, אשר צפוי למתן את הסיכון שחלק מהפרויקטים לא יצאו אל הפועל או שביצועם יתעכב. נכון ליום 31.12.2021, לחברה קיים צבר של כ-860 יח"ד למכירה בפרויקטים בביצוע וכן כ-2,200 יח"ד למכירה בפרויקטים בתכנון מתקדם. מעבר לכך, לחברה צבר פרויקטים בתכנון של כ-20,000 יח"ד (מתוכם חלק החברה לשיווק כ-15,000) אשר מתוכם מעל 1,000 עם תב"ע בתוקף ושיעור רוב נדרש לצורך החתמת דיירים. צבר פרויקטים זה הינו בולט לחיוב.

⁶ [חוק התכנית הכלכלית \(תיקוני חקיקה ליישום המדיניות הכלכלית לשנות התקציב 2021 ו-2022\) התשפ"ב - 2021](#)

שיפור ביחסי המינוף והכיסוי תומכים בפרופיל הפיננסי, לצד רווחיות גולמית הולמת ביחס לדירוג

שיעור הרווחיות הגולמית של החברה מפעילות הייזום למגורים הסתכם ב- 16% בשנת 2021, זאת ביחס לשיעור רווחיות ממוצע של 13% בשנים 2019-2020. השיפור בשיעור הרווחיות נובע, בין היתר, מעלויות במחירי הדירות וכן מייעול תהליכים של החברה בביצוע פרויקטים, בעוד ההתחייבות לדיירים הקיימים בפרויקטי פיני-בינוי בביצוע הינה בהתאם לחוזים שנחתמו לפני מספר שנים טרום הבשלתם. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר תרחישי רגישות ביחס לעלויות הביצוע, שיעור הרווחיות הגולמית (ללא עלויות מימון) צפוי מעט להשתפר ולהסתכם בטווח הבינוני-ארוך ב- 16%-21% כאשר עלויות מחירי הדירות כבר משפיעות לחיוב בפרויקטים בתכנון שתחילתם צפויה בטווח הבינוני-ארוך מאחר ותכנון פרויקטים אלו בוצע בעבר בהתאם למחירי השוק ששררו אז.

שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו הינו 59% נכון ליום 31.12.2021 בהשוואה ל- 72% ביום 31.12.2020. פעולות החברה במהלך השנים האחרונות לחיזוק ההון העצמי באמצעות הנפקות הון וגידול הרווח הנקי לשנת 2021 תרמו להורדת המינוף. להערכת מידרוג, מינוף החברה צפוי להיוותר ברמות דומות בטווח הזמן הבינוני, כמו כן, מידרוג לוקחת בחשבון אפשרות בה החברה תגיע לשיעור מינוף מקסימלי של 65% בהתאם למדיניותה הפיננסית.

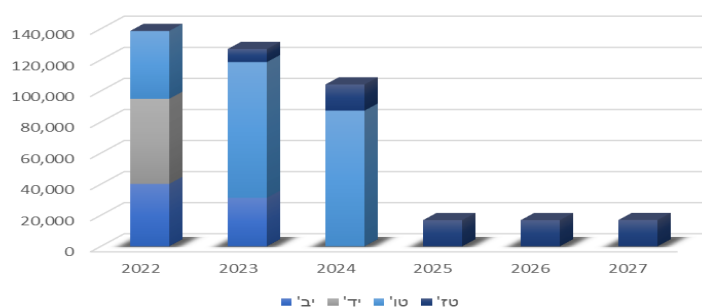
יחס כיסוי הריבית של החברה, EBIT להוצאות ריבית הסתכם בכ- 3.5 שנים בשנת 2021. יחס זה מושפע לחיוב משיפור הרווחיות וקיטון בחוב הליווי בשנת 2021 ביחס לשנת 2020. בהתאם להערכת מידרוג לגידול בהיקפי פעילות החברה ושיפור יחס הרווחיות, יחס כיסוי הריבית צפוי להסתכם בשנים 2022-2023 בטווח של 3-5 שנים.

אימוץ מדיניות פיננסית מוגדרת ומוצהרת תומכת בפרופיל הפיננסי, אולם הנזילות נותרה חלשה ומכבידה על הדירוג

בחודש נובמבר 2021 אישר דירקטוריון החברה אימוץ מדיניות פיננסית תומכת בפרופיל הפיננסי לפיה, בין היתר, מדיניות חלוקת הדיבידנד מתונה והאפשרות להיכנס לעסקאות רכישה ממונפות מוגבלת. בנוסף לכך, המדיניות שאומצה כוללת כניסה לעסקאות חדשות בהתאם לסף רווחיות 15% לפחות (מהעלויות). מידרוג תבחן את עמידת החברה במדיניות זו לאורך זמן ומעריכה שאימוץ ועמידה במדיניות זו תורמת לפרופיל הפיננסי של החברה ולהורדת סיכון האשראי שלה.

מדיניות החברה בנוגע לנזילות מתייחסת לשמירת נזילות מינימלית בגובה של כ- 50% מתשלומי אגרות החוב האמורות להיפרע ב- 12 החודשים הקרובים. להערכת מידרוג, שמירת נזילות מינימלית זו הינה מעט צרה ומעיבה על פרמטר זה.

תרשים 5: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב של החברה במיליוני ש"ח, נכון ליום 31.12.2021



שיקולים נוספים לדירוג

ניהול הנזילות של החברה אינו הולם את רמת הדירוג. יתרת הפתיחה של נזילות החברה ליום 31.12.2021 הינה 67 מ' ש"ח ובהתאם לנתוני החברה היא צפויה לקבל במהלך שנת 2022 כ-210 מ' ש"ח שחרור עודפים מפרויקטים. למול זאת, עיקר השימושים בשנת 2022 הינם פירעון אגרות חוב, ריבית והלוואות בהיקף של כ-195 מ' ש"ח וכן השקעות הון עצמי בפרויקטים בהיקף של כ-210 מ' ש"ח, זאת בהתאם להחלטת החברה ומדיניותה. עודף השימושים על המקורות מסתכם לכ-195 מ' ש"ח. יצוין כי מרבית ההשקעות הצפויות בשנה זו הינם בגין פרויקטים אותם מקדמת החברה ומתחילה בשיווקם וביצועם בטווח הזמן הקצר-בינוני (אאורה רמת חן, אאורה רמת השרון שלב ב', ONLY גבעתיים ואאורה האורן קרית אונו). החברה בוחנת מקורות שונים למימון השקעות הון העצמי בפרויקטים,

לרבות גיוס חוב אג"ח בשוק ההון, הכנסת שותפים לפרויקטים במנגנוני "Preferred Equity" ומקורות מימון נוספים וזאת גם בזכות שיעורי המכירה הגבוהים יחסית בפרויקטים. כמו כן, על-פי מידע מהחברה, מנהלת החברה מו"מ עם מספר גורמים פיננסיים להעמדת מסגרות אשראי לחברה ב"סולו" בהיקף של 50-70 מ' ש"ח, העמדת מסגרות אשראי לחברה עשויות למתן במידה מסוימת סיכון זה.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. האסטרטגיה הפיננסית וניהול הסיכונים בחברה המתבטא בשיעורי מינוף, רווחיות ונזילות מוערך על-ידי מידרוג כמתון ותומך בחיזוק הממשל התאגידי. יחד עם זאת, קיימת חשיפה לאיש מפתח - מר יעקב אטרקצ'י, בעל השליטה בחברה, המכהן כמנכ"ל, לאור מעורבותו הרבה בקידום פרויקטים הן מול גורמים רגולטורים והן מול דיירים ולקוחות. לחשיפה זו לא ניתן משקל לאור התמתנות הסיכון עם דירקטוריון המונה ארבעה דירקטורים ביניהם שלושה בלתי תלויים, צוות הנהלה הכולל אנשי מפתח עם כישורים רלוונטיים לתפקידים וצבר פרויקטים רחב בשלבי תכנון ורישוי שונים הפרוס על-פני שנות הפעילות הבאות.

מטריצת הדירוג

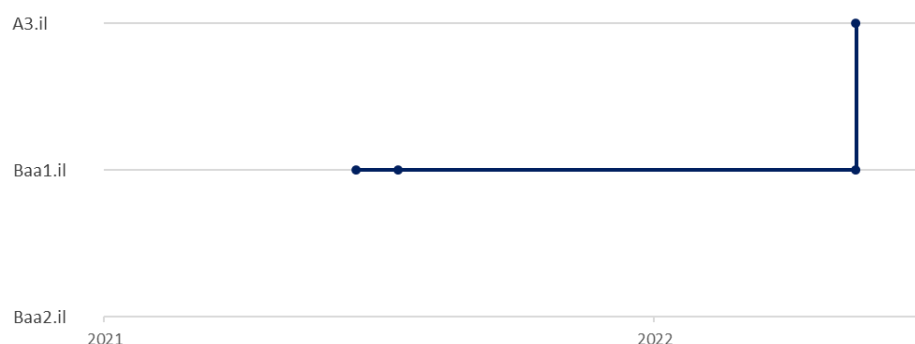
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	1.1-1.5	Aa.il	0.9	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il - Baa.il	21%-16%	Baa.il	16%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	65%-58%	A.il	59%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
A.il	3-5	A.il	3.5	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

* נכון ל-12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021
 [1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל בשנת 1992 כחברה ציבורית ובחודש ינואר 1993 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. במסגרת הסדר נושים של החברה, רכש מר יעקב אטרקצ'י את השליטה בחברה והחל מתאריך 23.05.2012 הינו בעל השליטה ומנכ"ל החברה. מר יעקב אטרקצ'י מחזיק כיום כ- 51% ממניות החברה. החברה עוסקת בייזום, תכנון והקמה של פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים בישראל ובכלל זה בתחום ההתחדשות העירונית. בנוסף, לחברה השקעה בחברה כלולה המחזיקה בנכסי נדל"ן להשקעה בבוקרשט, רומניה (בהיקף שאינו מהותי).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אאורה השקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

15.05.2022	תאריך דוח הדירוג:
08.07.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.06.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אאורה השקעות בע"מ	שם יזום הדירוג:
אאורה השקעות בע"מ	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 וכאלה 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 ביעוץ 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 מכוון 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>