

# אאורה השקעות בע"מ

דירוג ראשוני | יוני 2021

## אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח  
אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית  
[Shiranfh@midroog.co.il](mailto:Shiranfh@midroog.co.il)

אופיר זלינגר, רו"ח  
ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[Ophir.zelinger@midroog.co.il](mailto:Ophir.zelinger@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## אאורה השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק ודירוג סדרות
------------------	---------	--------------------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa1.il באופק יציב לאאורה השקעות בע"מ (להלן: "אאורה" או "החברה") וכן, דירוג זה לאגרות חוב סדרות י', יב', יד' ו-טו' שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על-ידי מידרוג\*:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2021	יציב	Baa1.il	3730413	סדרה י'
31.07.2023	יציב	Baa1.il	3730454	סדרה יב'
31.12.2022	יציב	Baa1.il	3730488	סדרה יד'
31.12.2024	יציב	Baa1.il	3730504	סדרה טו'

\* סדרות האג"ח המדורגות על-ידי מידרוג מובטחות בעודפים מהפרויקטים. להרחבה בעניין הנכם מופנים לפסקת שיקולים מבניים בהמשך הדוח

### אודות החברה

החברה התאגדה בישראל ב- 29.11.1992 כחברה ציבורית ובמהלך חודש ינואר 1993 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. במסגרת הסדר נושים של החברה, רכש מר יעקב אטרקצ' את השליטה בחברה והחל מתאריך 23.05.2012 הינו בעל השליטה ומנכ"ל החברה. מר יעקב אטרקצ' מחזיק כיום כ- 52% 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).

### שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, ובפרט חשיפתה לתנודתיות בענף בשנים האחרונות, משפיעה לשלילה על יציבות סביבת פעילותה. חשיפה זו מתבטאת, בין היתר, בתנודות בקצב המכירות בענף, אשר עלול להיות מושפע מגורמים אקסוגניים לרבות צעדי ממשלה שונים. יחד עם זאת נציין כי החודשים האחרונים מצביעים על עלייה במספר עסקאות הנדל"ן בשוק.
- סך הכנסות מפעילות ייזום בולט לחיוב ביחס לדירוג, הצפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך בכ- 1,050-850 מיליון ש"ח בהתאם להכרה בהכנסה מפרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון שצפויים להיות זמינים לבניה בטווח הזמן הקצר. בנוסף, הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מוותק וניסיון ההנהלה בעיקר בפרויקטים בתחום הפיני-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 העשיים להיות מורכבים. לאור זאת, חשיפת החברה לצבר בתחום ההתחדשות העירונית, עשוי להשפיע לשלילה על פעילות החברה. יחד עם זאת, יציין 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 רווחיות הגולמית הנובע לחברה מפרויקטי ייזום צפוי להסתכם בכ- 15%-16% בטווח הזמן הבינוני-ארוך. שיעור רווחיות זה אינו בולט ביחס לרמת הדירוג.
- נכון ליום 31.03.2021, שיעור מינוף החברה חוב נטו ל- CAP נטו הינו 72%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג שיעור המינוף צפוי להשתפר בטווח הבינוני בעיקר לאור צפי לקיטון בחוב הליווי עם סיום מספר פרויקטים לקראת סוף שנת 2021

והשלמת הגבייה מרוכשי הדירות. בהתאם לכך, שיעור המינוף בטווח התחזית צפוי לנוע בטווח 67%-70% ולהלום את רמת הדירוג. יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון מסתכם בכ- 2.7 במהלך 12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021, ולהערכת מידרוג צפוי להשתפר אף הוא בעקבות קיטון החוב ועלויות המימון בגינו ולהסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך בכ- 2.2-2.7. יחס ההולם את רמת הדירוג.

- מדיניות הפיננסית של החברה מושפעת לשלילה מהיעדר מדיניות פיננסית מוגדרת ומוצהרת שנבחנה לאורך שנים וממנגנון שיעבוד עודפי פרויקטים לטובת אגרות החוב, כאשר לוחות הזמנים בין מועד שחרור העודפים בפרויקטים לבין מועד פירעון החוב מעט שונים ומחייבים שימוש במקורות החברה לגישור על פערי הזמנים. יחד עם זאת, יציין כי לחברה קיימים מקורות נזילות מספקים ביחס לשירות החוב בטווח התחזית. מקורות אלו מושפעים, בין היתר, מעסקת מבנה ומשחרור עודפים צפוי.

- במהלך חודש מאי, חתמה החברה על עסקה (להלן: "עסקת מבנה") אשר במסגרתה רכשה מבנה נדל"ן בע"מ (להלן: "מבנה") מהחברה 290 יח"ד ב- 6 פרויקטים, כ- 4,000 מ"ר שטחי מסחר ואת מעונות הסטודנטים בקרית אונו תמורת כ- 750 מיליוני ש"ח. נוסף לכך, העניקה החברה למבנה אופציה לרכישת סך שלא יפחת מ- 20 יח"ד ולא יעלה על 50 יח"ד בכל אחד מהפרויקטים העתידיים של החברה מתוך יח"ד העומדות למכירה. כמו כן, לאאורה קיימת אופציה לרכישת עד 15% מניות בהנפקת קרן ריט של מבנה, ככל ותהיה, בהנחה של 7.5% ממחיר ההנפקה. להערכת מידרוג, עסקת מבנה תורמת לשיפור הנזילות בטווח הקצר, בין היתר, לאור תקבול של 57 מיליון ש"ח תמורת מעונות הסטודנטים וכן, תקבולים בגין יח"ד שנמכרו בהיקף של 135 מיליון ש"ח המקטינים את חשבונות הליווי. כמו כן, שיפור שיעורי המכירה בפרויקטים ובהתאם היקפי המכירות והרווח הגולמי, תורמים לחיזוק הפרופיל הפיננסי של החברה בטווח התחזית. נוסף לכך, בטווח הארוך עשויות להיות השלכות חיוביות עם מימוש האופציה לרכישת יח"ד נוספות, בין היתר בחיסכון עלויות שיווק ופרסום.

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל**, בין היתר, פירעון חוב אג"ח בהיקף של 137 מיליון ש"ח בהתאם ללוח הסילוקין (ראה תרשים 4), חלוקת דיבידנד, קבלת הלוואות לצורך השלמת רכישת הקרקע בבן שמן (מגרש 104), השקעות הון עצמי בפרויקטים, פירעון הלוואות ושחרור עודפים וכן, רווח מפעילות שוטפת אשר יושפע לחיוב מעסקת מבנה נוסף למכירת מעונות הסטודנטים במסגרת העסקה הצפויה לתרום לנזילות כ- 57 מיליון ש"ח ורווח הון בסך של כ- 20 מיליון ש"ח. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים באשר לשווי להיקפי מכירות וקצב ביצוע בפרויקטים וכדומה. בהתאם לכך, הפרופיל הפיננסי של החברה צפוי להשתפר כך ששיעור החוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח 67%-70% בתקופת התחזית ולהלום את רמת הדירוג. להערכת מידרוג, יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון צפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך בכ- 2.2-2.7. יחס ההולם את רמת הדירוג.

## שיקולים מבניים

אגרות החוב המדורגות של החברה (סדרות י', יב', יד' ו-טו') מובטחות בעודפים מפרויקטים, מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ולא מצאה מקום למתן עדיפות דירוגית לסדרות אלו, לאור אפיון הבטוחה כבטוחה חלשה בהתאם למתודולוגית שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי<sup>1</sup>.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות מפעילות הייזום, לצד המשך מגמת השיפור ברמת המינוף.

<sup>1</sup> המתודולוגיה מפורסמת באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג**

- שיפור משמעותי לאורך זמן ברמת המינוף וביחסי הכיסוי
- גיבוש מדיניות פיננסית שמרנית מוצהרת ועמידה בה

**גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג**

- שחיקה משמעותית ברמת המינוף וביחסי הכיסוי
- היעדר צבר פרויקטים מספק ושחיקה בהיקפי הפעילות
- שחיקה בקצב המכירות ובשיעורי הרווחיות

**אאורה השקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח**

31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021	
510	888	*874	סך הכנסות מפעילות ייזום
859	951	972	חוב נטו
75%	72%	72%	חוב נטו ל-CAP נטו
12%	13%	*14%	שיעור רווחיות גולמית מפעילות ייזום
0.6	2.2	*2.7	יחס כיסוי EBIT להוצאות מימון

\* נכון ל-12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג****סביבת הפעילות מושפעת לשלילה מחשיפת החברה לתנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל**

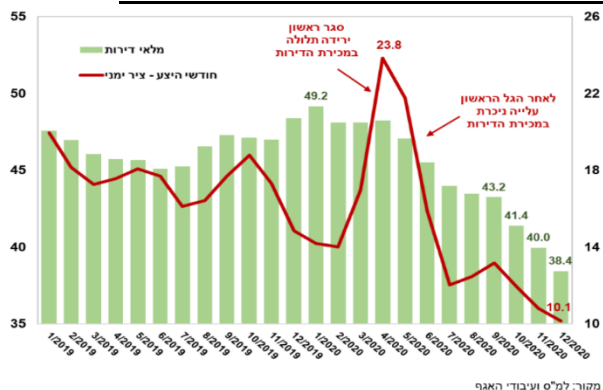
פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, ובפרט חשיפתה לתנודתיות בענף בשנים האחרונות, משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות שלה. חשיפה זו מתבטאת, בין היתר, בתנודתיות בקצב המכירות של החברה, אשר עלול להיות מושפע מגורמים אקסוגניים שונים בהתאם למדיניות הממשלה לרבות היקף הבניה הציבורית המיועדת למגורים, מדיניות שיווק קרקעות שבבעלות רשות מנהל מקרקעי ישראל, עידודים ותמריצים ממשלתיים לרוכשי דירות, הליכי תכנון ובניה, רישוי של פרויקטים וכד'. כמו כן, ענף הייזום חשוף למגוון פרמטרים כלכליים ובכללם שיעור הצמיחה במשק, הריבית, שכר העבודה, שיעורי האבטלה, התפשטות נגיף הקורונה אשר נתנה אותותיה וכיוצא"ב.

בהתאם לסקירת ענף הבנייה ושוק הדיור בישראל של משרד הבינוי והשיכון - פברואר 2021<sup>2</sup>, בשנת 2020 הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ- 41 אלף דירות חדשות, נתון גבוה ביחס לעשור האחרון, מרמה של 23 אלף דירות בסוף שנת 2012 לכ- 41 אלף דירות כאמור בסוף שנת 2020. יודגש, כי היקף העסקאות בשנה זו גבוה מהמוצע בעשור האחרון, זאת על אף הירידה החדה בעסקאות בחודשים אפריל-מאי 2020, בעיצומו של גל הקורונה הראשון. בצד ההיצע, תוצאות הגידול במספר העסקאות, לצד המשך ירידה בהתחלות הבנייה, הביא לירידה במלאי הדירות החדשות למכירה, כאשר עפ"י נתוני הלמ"ס מלאי הדירות החדשות העומד למכירה הלך והצטמצם במהלך השנה האחרונה בשיעור של 22%, מרמה של כ- 49,200 דירות בינואר, לכ- 38,400 בדצמבר האחרון. מסקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2021<sup>3</sup> עולה כי בחודש זה נרשמה אף אחת הרמות הגבוהות של עסקאות בשוק הנדל"ן עם גידול של 38% בהשוואה למרץ 2019 וגידול של 26% בהשוואה לחודש הקודם. בניכוי עסקאות מחיר למשתכן נרשם גידול חד של 42% בהשוואה למרץ 2019 וכן גידול של 18% בהשוואה לחודש הקודם. ניכר כי מי שהובילו את הגידול בעסקאות היו המשקיעים אשר

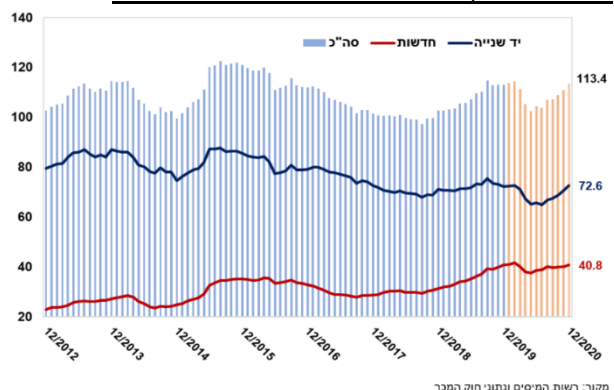
<sup>2</sup> [ענף הבניה ושוק הדיור בישראל - פברואר 2021, משרד הבינוי והשיכון](#)<sup>3</sup> [סקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2021, אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר](#)

משקלם עמד על כ-19% בהתפלגות סך העסקאות כאשר לשם השוואה, ביולי 2020 משקלם של רוכשי דירות להשקעה עמד על שיעור שפל של כ-13%.

**תרשים 2: מלאי דירות חדשות למכירה וחודשי היצע**



**תרשים 1: עסקאות רכישה של דירות חדשות - אלפים**



עיקר פעילות החברה כאמור 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.

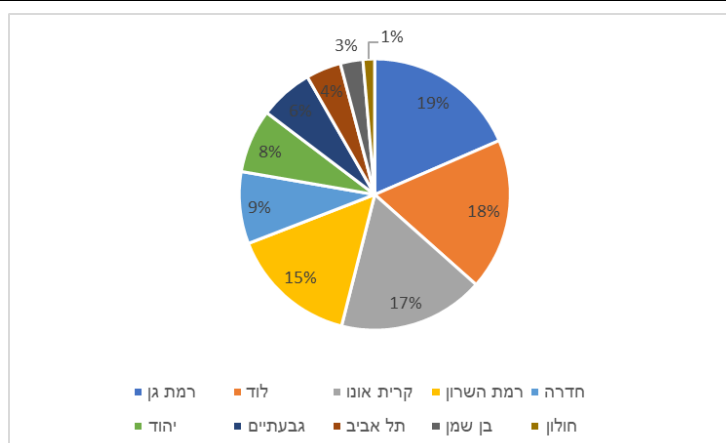
על רקע הגידול הדמוגרפי וצמצום משאבי הקרקע והשטחים הפתוחים, נדרשו הגורמים הרלוונטיים בישראל למצוא פתרונות של הוספת יחידות דיור בד בבד עם הוספת תשתיות תומכות והקצאת שטחים לצורכי ציבור ולתעסוקה, וכל זאת במרקמים הבנויים. בהחלטת ממשלה במסגרת זו, הוגדר בין היתר יעד לבנייה של 1.5 מיליון יחידות דיור עד שנת 2040 כדי לספק את צורכי האוכלוסייה. על פי החלטת הממשלה, בשנים 2017-2020 נקבע יעד שלפיו כ- 20% מסך יחידות הדיור יתווספו בתהליכי התחדשות עירונית ועד שנת 2030 יתווספו כ- 35% מסך יחידות הדיור במרקם הקיים. כלומר, לתהליכי פיתוח והתחדשות עירונית ברקמה הקיימת תהיה חשיבות בטווח הנראה לעין. 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 השטח הבנוי. 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.

**הפרופיל העסקי של החברה נתמך בסך הכנסות מפעילות ייזום הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג וכן, מפרויקטים הפזורים בעיקרם על פני ערים מרכזיות בישראל ומפרויקטים בעלי שיעור מכירות גבוה ביחס לביצוע**

היקף הכנסות החברה מפעילות הייזום הסתכם במהלך 12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021 ב- 874 מיליון ש"ח. היקף זה, בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ותורם לחיזוק הפרופיל הפיננסי של החברה. על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה מפעילות הייזום צפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני-ארוך בכ- 850-1,050 מיליון ש"ח לשנה בהתאם להכרה בהכנסה מפרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון שצפויים להיות זמינים לבניה בטווח הזמן הקצר, ביניהם בין היתר שלבים ב' ו-ג' ברמת השרון, פרויקט בן שמן, פרויקט אאורה רמת חן, פרויקט מתחם א' בגבעתיים ופרויקט מתחם רחבת האורן בקרית אונו. פרויקטי החברה הנמצאים בביצוע מאופיינים בשיעורי מכירה גבוהים אל מול שיעורי ביצוע. כך, נכון ליום 31.03.2021 שיעורי הביצוע מסתכמים לכ- 33% אל מול שיעורי מכירה המסתכמים לכ- 53%. הנ"ל לפני "עסקת מבנה" שבוצעה במהלך חודש מאי 2021 ומשפרת באופן משמעותי את שיעורי המכירה. כמו כן, פרויקטי החברה אשר נמצאים בשלבי תכנון מתקדמים וביצוע, פזורים על-פני 10 ערים בישראל בעיקר באזורי

ביקוש במרכז הארץ ביניהם רמת גן, לוד, קרית אונו ורמת השרון המהווים כ- 69% מסך הרווח הגולמי החזוי (ללא עלויות מימון) כפי שניתן לראות בתרשים 3 להלן. בנוסף, 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, יצוין כי 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.

**תרשים 3: פיזור פרויקטי החברה (בביצוע ובתכנון מתקדם) בהתאם לרווח הגולמי החזוי**



### **יחסי המינוף והכיסוי צפויים להלום את רמת הדירוג על רקע הקיטון הצפוי בהיקף חוב הליווי של החברה, לצד שיעור רווחיות גולמית שאינו בולט ביחס לדירוג.**

שיעור הרווחיות הגולמית של החברה מפעילות הייזום למגורים חלש ביחס לדירוג ומסתכם ב- 14% במהלך 12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר תרחישי רגישות ביחס לעלויות הפרויקטים, שיעור הרווחיות הגולמית (ללא עלויות מימון) צפוי מעט להשתפר ולהסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ- 15%-16%. שיעור שאינו בולט ביחס לדירוג.

שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל-CAP נטו הינו 72% נכון ליום 31.03.2021. במהלך השנים האחרונות החברה פעלה לחיזוק ההון העצמי והורדת המינוף, להערכת מידרוג, מגמה זו צפויה להמשיך כך ששיעור המינוף צפוי להשתפר בטווח הזמן הבינוני, בין היתר, לאור קיטון בהיקף חוב הליווי הצפוי לקראת סוף שנת 2021 עם סיום הפרויקטים אונו וואלי, יהוד שלב ד' ואחיסמך. בהתאם לכך, שיעור המינוף של החברה צפוי להסתכם בטווח הבינוני בכ- 67%-70%, שיעור ההולם את רמת הדירוג.

יחס כיסוי הריבית של החברה, EBIT להוצאות ריבית, מסתכם בכ- 2.7 במהלך 12 החודשים שהסתיימו בתאריך 31.03.2021. יחס זה חלש יחס לדירוג. יחד עם זאת, לאור השיפור הצפוי ברווחיות החברה ולאור קיטון בהוצאות המימון בהתאם לקיטון הצפוי בחוב הליווי, יחס כיסוי הריבית צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ- 2.2-2.7 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג ולהלום את רמת הדירוג.

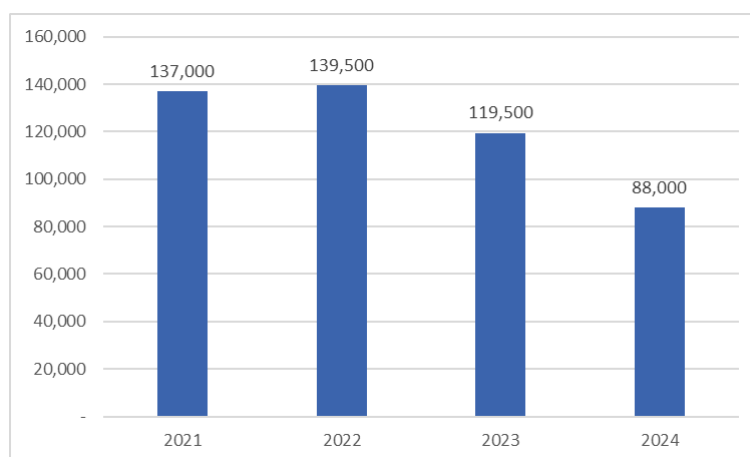
### **הדירוג מושפע לשלילה בשל היעדר מדיניות פיננסית מוגדרת ומוצהרת לצד ניהול נזילות המושפע ממנגנון שיעבוד עודפי פרויקטים לטובת אגרות החוב בו לוחות הזמנים מעט שונים בין מועד שחרור העודפים בפרויקטים לבין מועד פירעון החוב.**

לחברה צפויה נזילות מספקת לצורך פירעון אגרות החוב גם תחת תרחישי הרגישות שמידרוג ערכה וזאת בין היתר לאור עסקת מבנה שבוצעה במהלך חודש מאי 2021, הצפויה לתרום לשיפור הנזילות וכן משחרור צפוי של העודפים.

אסטרטגיית החברה הכוללת תחילת ביצוע של פרויקטים חדשים בהיקף של 600-700 יח"ד בכל שנה תורמת להערכת מידרוג ליציבות הפעילות ולחילוץ התוצאות במידה טובה. בנוסף, מידרוג רואה לחיוב את פעולות החברה בשנים האחרונות להורדת שיעור המינוף, בין היתר, על-ידי הנפקות הון, ומצפה כי החברה תשמור על שיעור מינוף בהתאם לתרחיש הבסיס.

לחברה מנגנון שיעבוד עודפי פרויקטים לטובת אגרות החוב בו לוחות הזמנים מעט שונים בסדרות אגרות החוב, בין מועד שחרור העודפים בפרויקטים לבין מועד פירעון החוב. כך, חלק מפירעון סדרות אג"ח יב' ו- יד' בהתאם ללוח הסילוקין אינו מקביל למועד הצפוי לשחרור העודפים המשועבדים לטובת אגרות החוב ובעקבות זאת, החברה צפויה לפרוע את חלק מהפירעונות ממקורותיה העצמיים. נוסף לכך, בסדרת אג"ח ' צפויים להשתחרר עודפי הפרויקטים המשועבדים לטובת אגרות החוב במועד מוקדם יותר ממועדי פירעון האג"ח בהתאם ללוח סילוקין, כך שיתכן מצב בו עודפי פרויקטים אלו לא ישתחררו לתזרים החופשי של החברה עד לאחר תשלום אגרות החוב ויגבילו את גמישותה הפיננסית של החברה. יצוין כי במקרים בהם פירעונות קודמים שולמו ממקורותיה העצמיים של החברה, שטר החוב מאפשר שחרור של חלק מנזילות זו, דבר המקטין במידה מסוימת סיכון זה. להערכת מידרוג, מדיניות הנזילות של החברה מושפעת לשלילה ממנגנון שיעבוד העודפים שתואר לעיל.

#### תרשים 4: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב של החברה באלפי ש"ח, נכון ליום 31.03.2021



#### **שיקולים נוספים לדירוג**

מנגנון שיעבוד עודפי פרויקטים לטובת אגרות החוב בו לוחות הזמנים מעט שונים בסדרות אגרות החוב, בין מועד שחרור העודפים בפרויקטים לבין מועד פירעון החוב, משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה, כך גם, פעילות החברה חשופה להצלחת קידום פרויקטים מורכבים של התחדשות עירונית המושפעים מהסכמות הדיירים ותהליכי תכנון.

## מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	850-1,050	Aa.il	*874	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il	16%-15%	Baa.il	*14%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Baa.il	70%-67%	Baa.il	72%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	2.2-2.7	Baa.il	*2.7	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>Baa1.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Baa1.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

\* 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.

## 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, ספטמבר 2019](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	17.06.2021
שם יוזם הדירוג:	אאורה השקעות בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	אאורה השקעות בע"מ

## 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 וכאולה 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 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>