

מרווחים, דירוגים ומה שביניהם

סקירה | מרץ 2021

אנשי קשר:

רו"ח עמית פדרמן
אנליסט

amit.federman@midroog.co.il

אמיר כצלסון
ראש צוות

amir.katznelson@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

פברואר 2021 - המשך מגמת צמצום מרווחי הסיכון בשוק החוב ועלייה בציפיות האינפלציה לאור צפי בשיפור הפעילות הכלכלית הנובעת מקצב

ההתחסנות המהיר

בחינת המרווחים החציוניים¹ בשוק האג"ח הקונצרני (המדורג) בישראל מראה כי בחודשים ינואר-פברואר 2021 הצטמצמו המרווחים לאורך כל סולם הדירוג במגזר השקלי והצמוד לעומת חודש דצמבר 2020, וזאת בהמשך למגמת צמצום המרווחים שחלה בשנה האחרונה (לאחר פתיחת מרווחים משמעותית שחלה במרץ 2020, עקב סנטימנט שלילי לאורך כל סולם הדירוג על רקע פרוץ משבר הקורונה). כתוצאה מכך, המרווחים החציוניים בחודש פברואר 2021 התאפיינו במרווח דומה (ואף נמוך ברמות דירוג מעל A2.il) ביחס לחודש פברואר 2020 (טרם פרוץ משבר הקורונה), לאורך רוב סולם הדירוג הן במגזר השקלי והן במגזר הצמוד, כאשר עוצמת הפתיחה הייתה משמעותית יותר בדירוגים נמוכים יותר. כמו כן, מתחילת השנה המרווחים הצטמצמו בטווח מצטבר של עד 40 ו-65 נקודות בסיס במגזר השקלי והצמוד, בהתאמה [\(תרשים 13\)](#).

צמצום המרווחים בחודשים ינואר-פברואר 2021 וירידת עקומי הבסיס (חסר סיכון) בחלק של עד 3 שנים בעקום השקלי ובחלק של עד 7 שנים בעקום הצמוד, תמכו בירידת התשואות החציוניות הן במגזר השקלי והן במגזר הצמוד לאורך כל סולם הדירוג, ביחס לסוף שנת 2020. במגזר השקלי, התשואות ירדו בטווח של עד 35 נקודות בסיס ובמגזר הצמוד, התשואות ירדו בטווח שבין 42 ל-153 נקודות בסיס באותה התקופה. תשואת עקום הבסיס השקלי (חסר סיכון) שיקף ירידה של עד 4 נקודות בסיס בחלק של עד 3 שנים ועלייה בטווח של עד 19 נקודות בסיס בחלק שמעל 4 שנים, כאשר תשואת עקום הבסיס הצמוד (חסר סיכון) שיקף ירידה בטווח של עד 90 נקודות בסיס בחלק של עד 7 שנים ועלייה בטווח של עד 4 נקודות בסיס בחלק שמעל 10 שנים [\(תרשים 14\)](#). שני העקומים התאפיינו בעלייה בתלילות העקום בטווח שבין 22 ל-62 נקודות בסיס.

עקום התשואות חסר הסיכון בארה"ב התאפיין בחודשים ינואר-פברואר בירידה של עד 4 נקודות בסיס בחלק של עד שנתיים ובעלייה של עד 41 נקודות בסיס בטווח שמעל 3 שנים, ביחס לסוף שנת 2020, כאשר חלה עלייה בתלילות בכ-34 נקודות בסיס [\(תרשים 15\)](#). הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון לטווח של 12 חודשים עלו ביחס לסוף שנת 2020, ועומדים בתחתית טווח היעד של בנק ישראל², וברמה של 1.1%. טווח הזמן הבינוני-ארוך, התאפיין ביציבות יחסית, כאשר הציפיות מעוגנות במרכז טווח היעד של בנק ישראל [\(תרשים 12\)](#).

מרווחי החובות הנחותים (אג"ח Coco's) של הבנקים (לאומי, מזרחי טפחות, הבינלאומי, ירושלים)³ בחודשים ינואר-פברואר התאפיינו במגמה של צמצום מרווחים (בממוצע חודשי), מלבד בנק ירושלים בו חלה פתיחת מרווחים, ביחס לחודש דצמבר 2020, כאשר המרווחים של ני"ע אלו שיקפו פרמיית סיכון שנעה בטווח של 1.9% - 2.6% (ממוצע חודשי ינואר-פברואר 2021) לעומת טווח ממוצע של 2.1%-2.5% בחודש דצמבר 2020. הפער בינם לבין המרווח החציוני (בממוצע חודשי) של הדירוג שבו דורגו שיקף בחודשים ינואר-פברואר 2021 סיכון גבוה יותר ביחס לדירוג החציוני שבו דורגו, מלבד בבנק ירושלים [\(תרשים 16\)](#).

בבחינת ההתפלגות הגיאוגרפית של המרווחים הממוצעים לפי קבוצות דירוג בחודש פברואר 2021 למול סוף שנת 2020, נראה כי ברמות הדירוג הגבוהות, פער המרווחים בין החברות המקומיות (אג"ח קונצרני שקלי בלבד) לחברות בארה"ב ואירופה נותר מתון יחסית (כאשר הדירוג שלהן גלובאלי ביחס לדירוג המקומי) וככל שרמת הדירוג יורדת נפתח פער משמעותי במרווחים [\(תרשים 19\)](#). המרווחים הממוצעים לפי קבוצות הדירוג הציגו בחודשים ינואר-פברואר 2021 מגמה אחידה של צמצום מרווחים בישראל, ארה"ב ובאירופה ביחס לסוף שנת 2020.

בבחינת תנודתיות התשואות (פער הריביות) ב-12 החודשים האחרונים ניכר כי התנודות המשמעותיות ביותר נמצאו ברובן בחברות מענף הנדל"ן ובהן חברות אג"ח אמריקאיות, כאשר ברוב התצפיות התשואה עלתה משמעותית בהשוואה לשנה הקודמת [\(תרשימים 17 ו-18\)](#).

¹ ממוצע חודשי של המרווחים החציוניים היומיים

² טווח שנע בין 1% ל-3%

³ היסטורית ציטוטים של לפחות 12 חודשים עבור אג"ח נבחרות

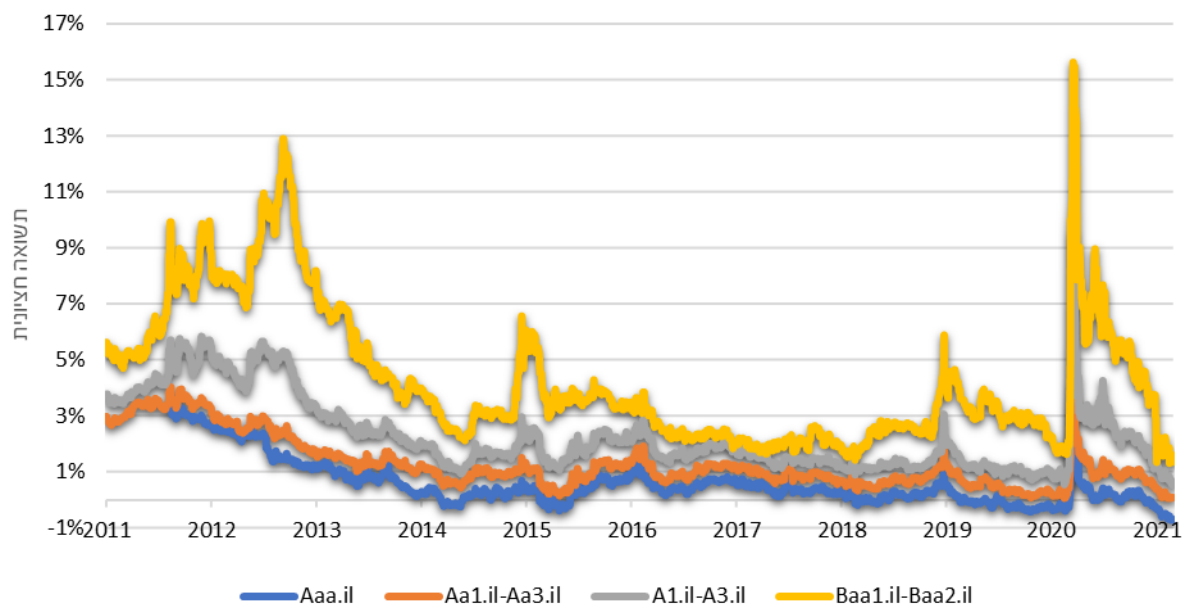
פרמיית ה-CDS, בחתך גלובאלי, עלתה לאורך רוב סולם הדירוג בחודש ינואר 2021 והתמתנה מעט בחודש פברואר 2021. נכון לסוף חודש פברואר 2021, הפרמיה עלתה לאורך רוב סולם הדירוג בטווח של עד 17 נקודות בסיס לעומת סוף שנת 2020 ([תרשים 20](#)).

להערכת מידרוג, המשך מגמת צמצום המרווחים בחודש פברואר 2021, לצד העלייה בציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון, ביחס לחודשים קודמים, מתבססת על צפי לשיפור בפעילות הכלכלית, הנובעת בעיקרה מקצב התחסנות מהיר. אנו סוברים כי, סביבת הריביות הנמוכה תימשך ככל שסביבת האינפלציה תיוותר בטווח של יעד האינפלציה של בנק ישראל, ותתמוך בהמשך גיוסי חוב של החברות במשק ובשיפור ביצועיהם העסקיים.

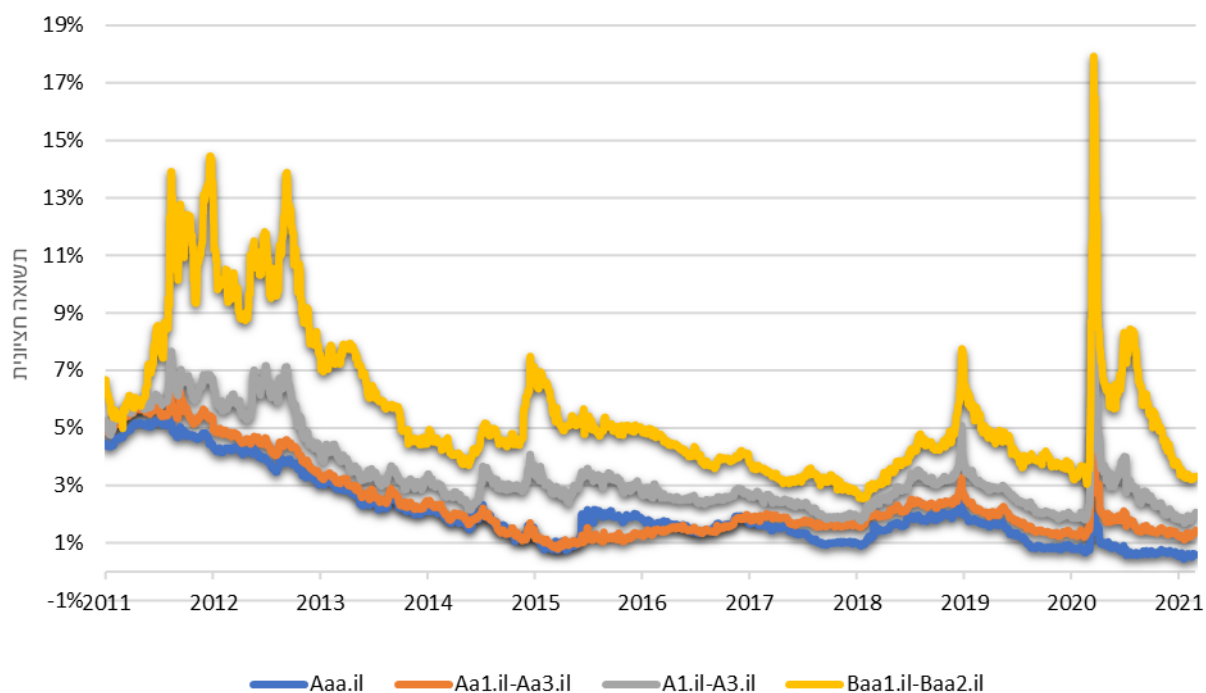
הערה: יש לשים לב שבחלק מהמדגמים ומתתי המדגמים יש מיעוט תצפיות בחלק מרמות הדירוג שעלולות להטות את התוצאות.

התפתחות נתוני שוק מרכזיים⁴

תרשים 1: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי קבוצת דירוג משנת 2011

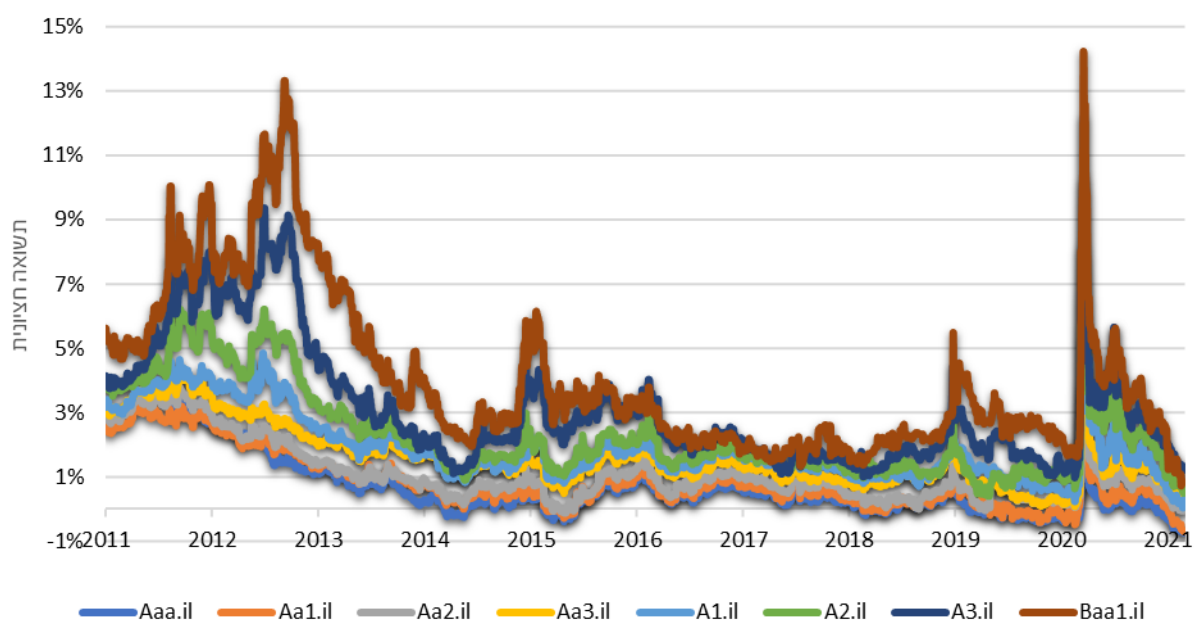


תרשים 2: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי קבוצת דירוג משנת 2011

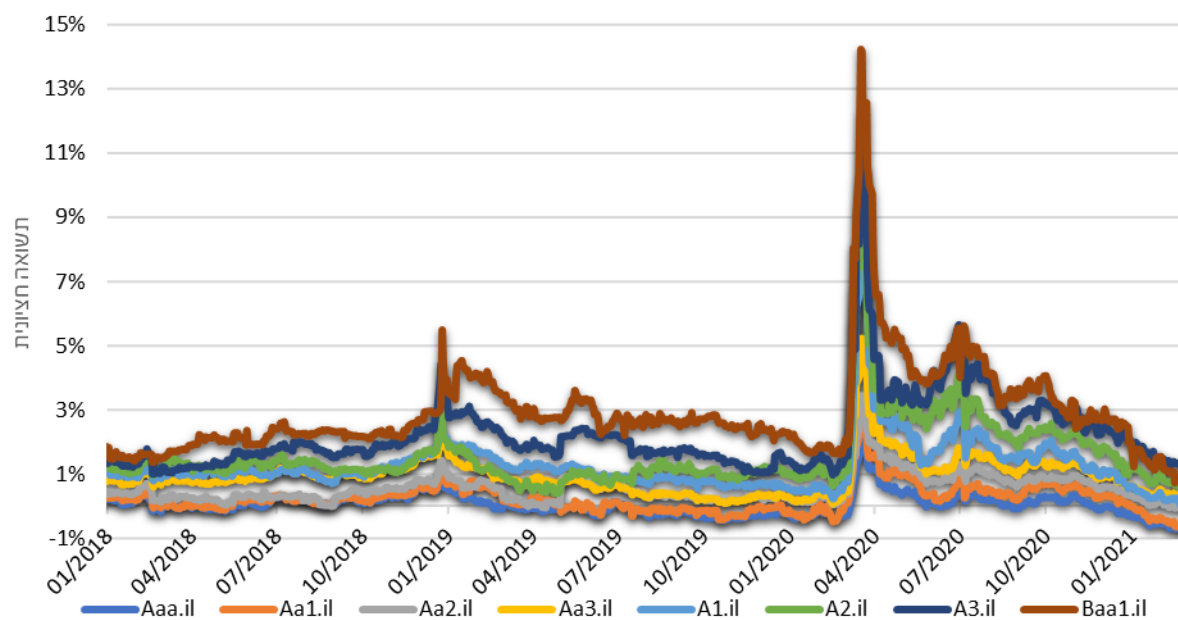


⁴ המדגם כולל את כלל האג"חים המדורגים בשוק (עד דרוג Baa2.il כולל) בבסיס ההצמדה השונים (כ- 189 תצפיות במגזר הצמוד וכ- 251 תצפיות במגזר השקלי), כאשר דירוגי S&P מעלות מומרים לדירוגי מידרוג. רמות דירוג בהן נותרו תצפיות בודדות בלבד ואג"חים בעלי סח"מ הנמוך מ-1 נוכו מהמדגם.

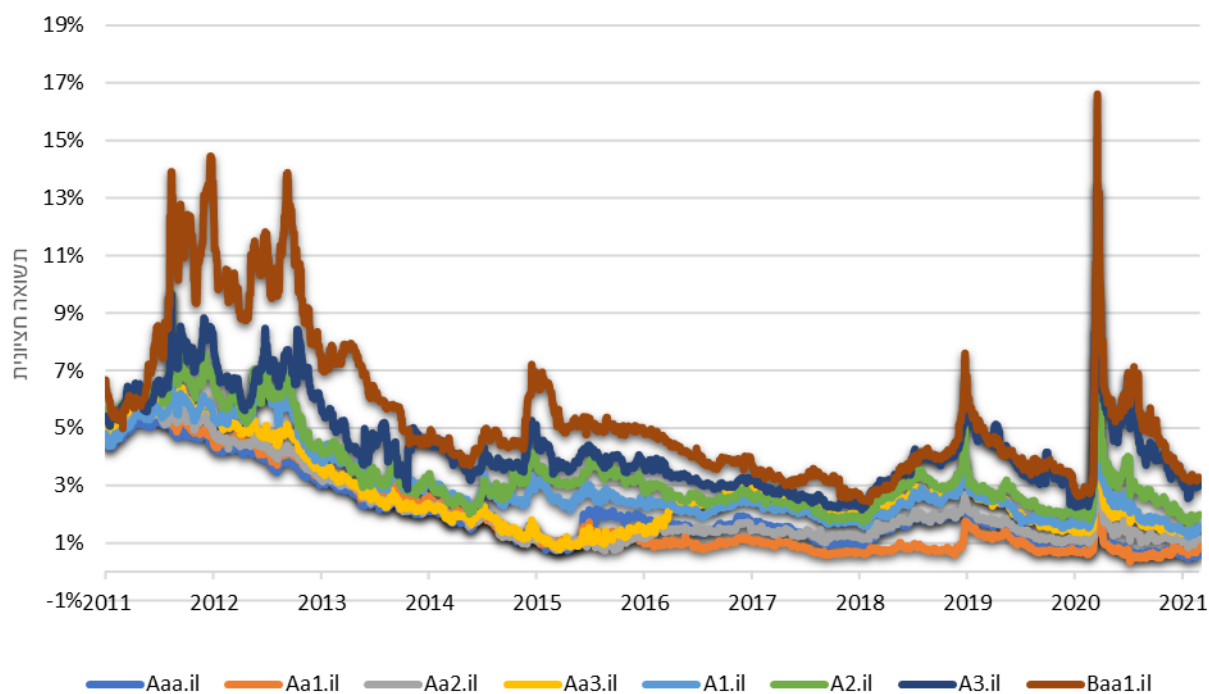
תרשים 3: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג, משנת 2011



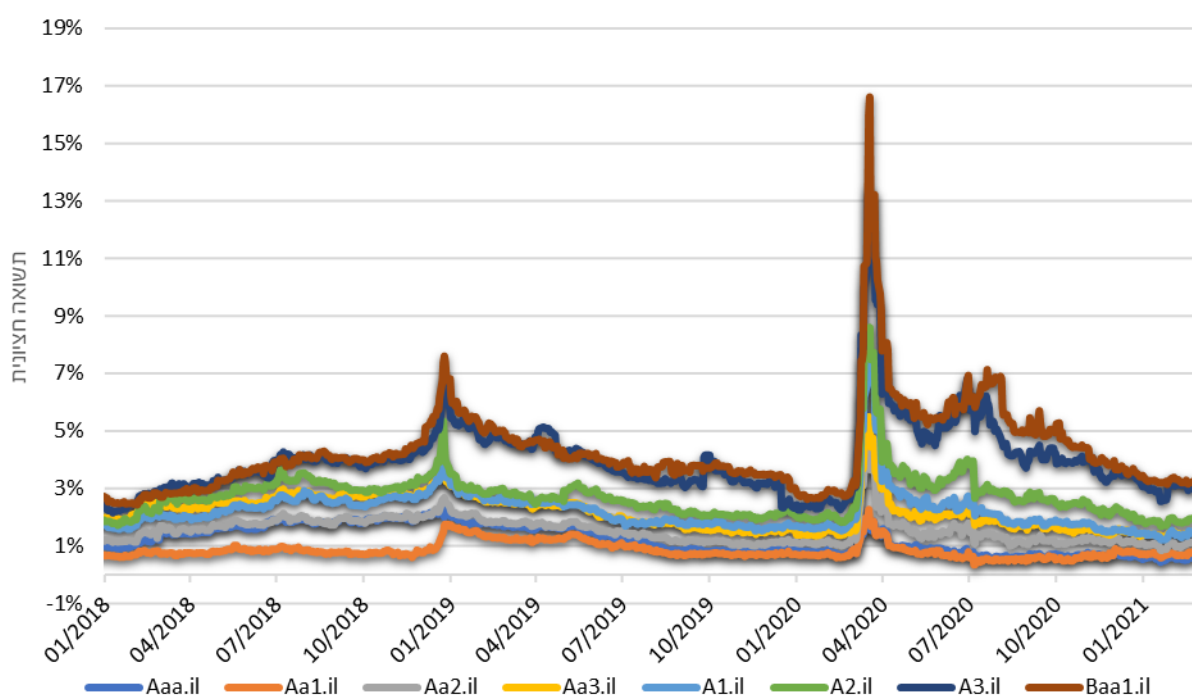
תרשים 4: התמקדות בהתפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג מתחילת שנת 2018



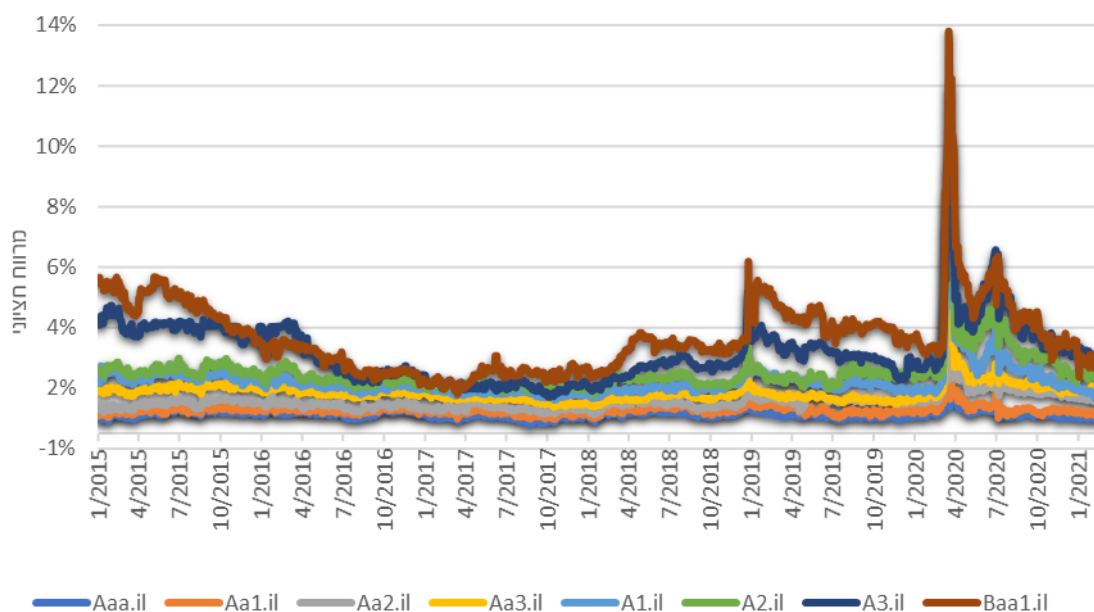
תרשים 5: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג, משנת 2011



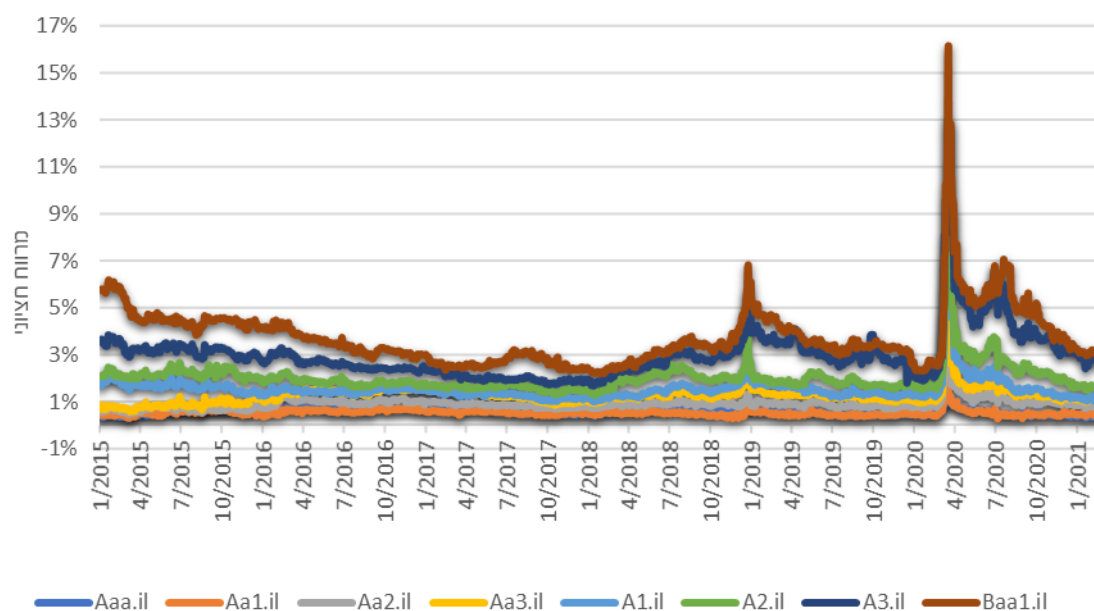
תרשים 6: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג מתחילת שנת 2018



תרשים 7: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג משנת 2015

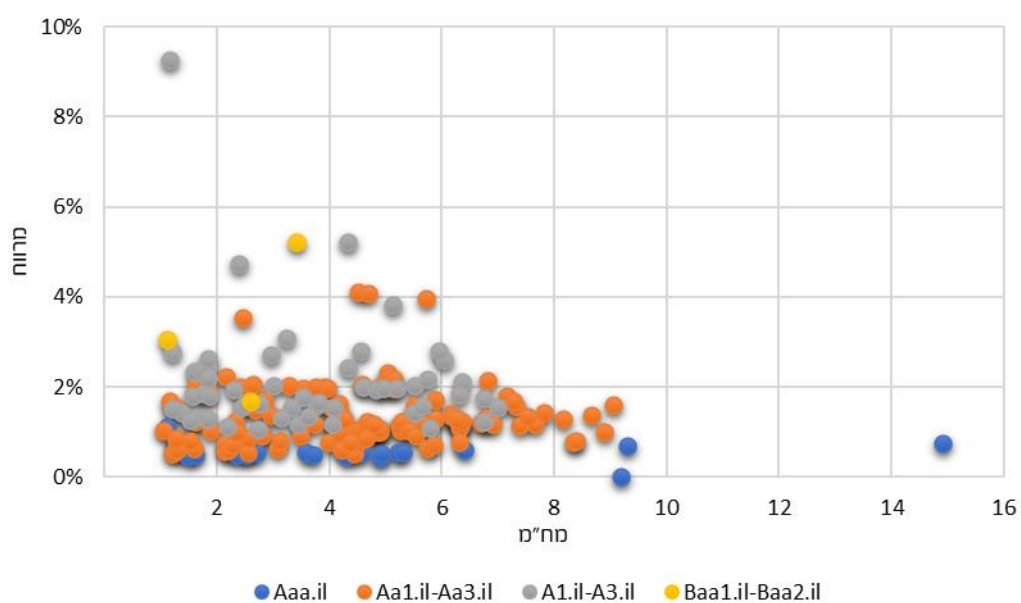


תרשים 8: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג משנת 2015

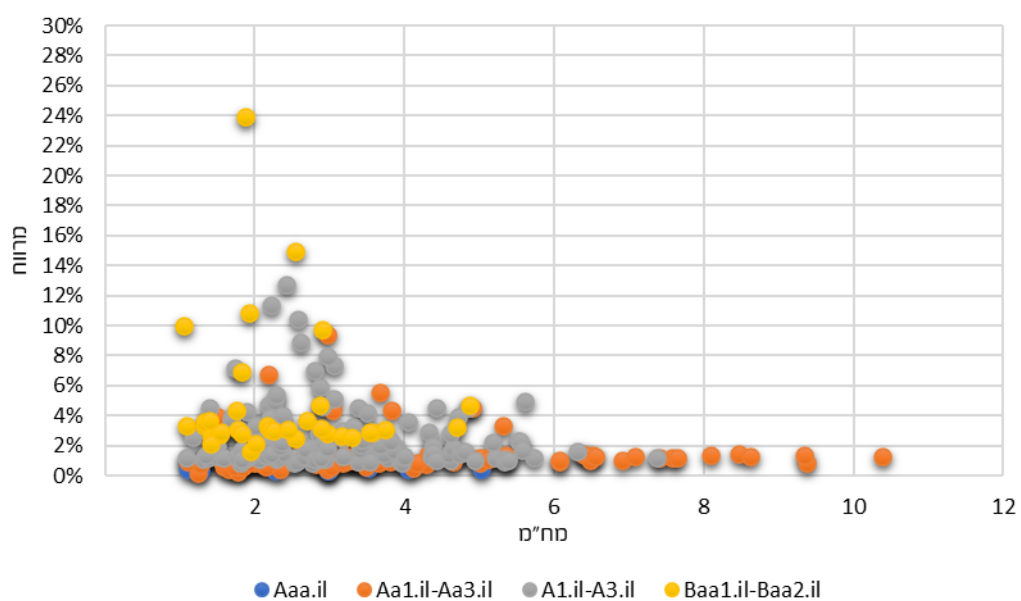


מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 9: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות צמוד מדד, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 28.02.2021



תרשים 10: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות שקליות, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 28.02.2021



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 11: מספר אג"חים, תשואה חציונית ומח"מ משוקלל

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			
מח"מ משוקלל	תשואה חציונית, ממוצע פברואר 2021	מספר אג"חים	מח"מ משוקלל ⁵	תשואה חציונית, ממוצע פברואר 2021	מספר אג"חים	
4.4	-0.63%	19	3.0	0.58%	8	Aaa.il
5.1	-0.55%	15	4.4	0.74%	6	Aa1.il
5.2	0.01%	41	3.9	1.07%	28	Aa2.il
4.7	0.39%	57	4.4	1.46%	48	Aa3.il
3.6	0.22%	11	3.4	1.44%	41	A1.il
3.4	0.73%	30	3.5	1.89%	48	A2.il
3.8	1.34%	13	2.9	3.09%	36	A3.il
2.2	1.03%	2	2.7	3.25%	23	Baa1.il

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 12: ציפיות האינפלציה (%) הנגזרות משוק ההון

1.1	הציפיות משוק ההון לשנה הראשונה
1.3	הציפיות משוק ההון לשנה השנייה (פורורד)
1.5	הציפיות משוק ההון לשנה השלישית (פורורד)
1.6	הציפיות משוק ההון ל 3-5 שנים (פורורד)

מקור: בנק ישראל

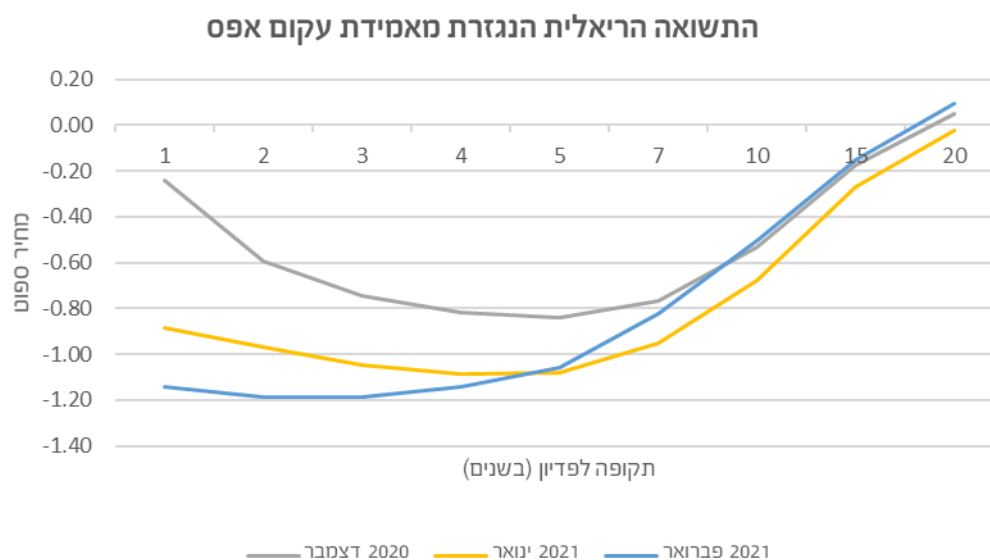
⁵ מח"מ משוקלל מחושב ע"י הכפלת המח"מ של כל סדרה בחלקה בסך העג. של הקבוצה.

תרשים 13: מרווח חציוני, השוואת ממוצע חודש פברואר 2021 מול ממוצע חודש ינואר 2021 ודצמבר 2020⁶

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			דרוג
מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש ינואר 2021	מרווח חציוני, ממוצע חודש פברואר 2021	מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2020	מרווח חציוני, ממוצע חודש ינואר 2021	מרווח חציוני, ממוצע חודש פברואר 2021	
0.56%	0.51%	0.52%	0.43%	0.39%	0.39%	Aaa.il
0.74%	0.68%	0.65%	0.50%	0.46%	0.46%	Aa1.il
1.23%	1.16%	1.08%	0.92%	0.83%	0.83%	Aa2.il
1.41%	1.42%	1.39%	1.15%	1.07%	1.11%	Aa3.il
1.60%	1.41%	1.26%	1.21%	1.13%	1.14%	A1.il
1.96%	1.96%	1.90%	1.80%	1.63%	1.62%	A2.il
2.88%	2.70%	2.60%	3.17%	2.79%	2.77%	A3.il
2.96%	2.38%	2.31%	3.43%	3.08%	3.11%	Baa1.il

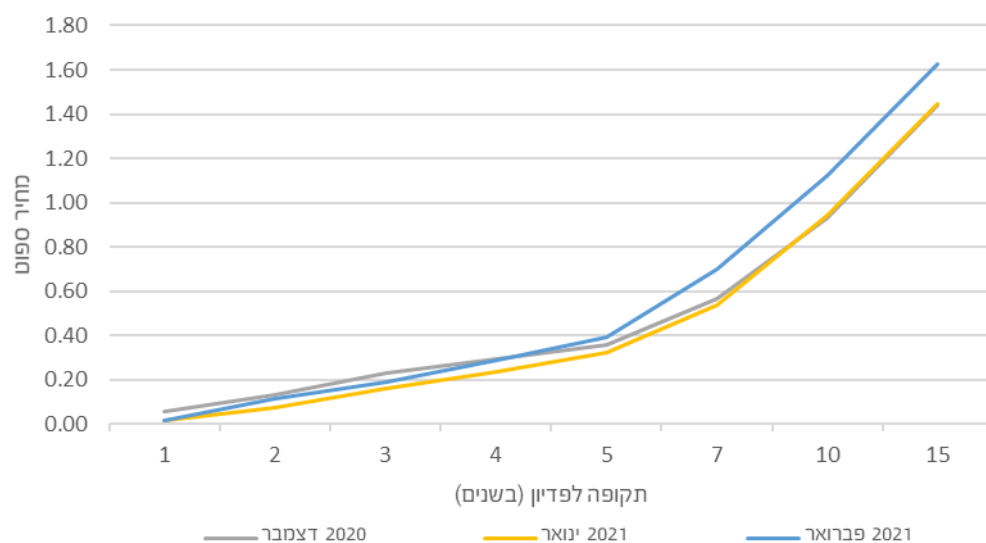
מקור: מערכת מנחה ועיבודי מידרוג

תרשים 14: התשואה הנגזרת מאמידת עקום אפס, ממוצע חודשי (%)



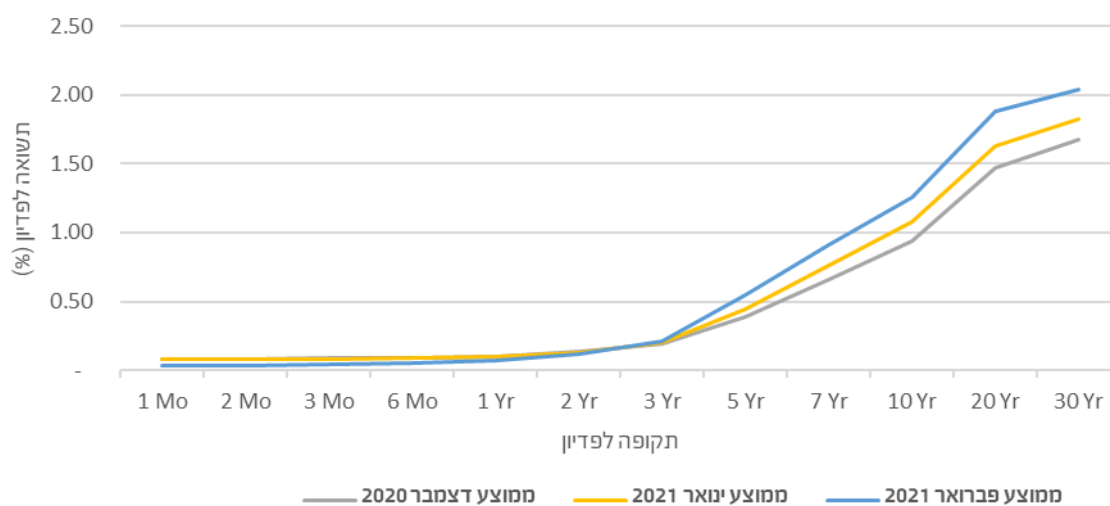
⁶ רמת ה- Baa2.il לא הוצגה עקב מיעוט תצפיות.

התשואה הנומינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס



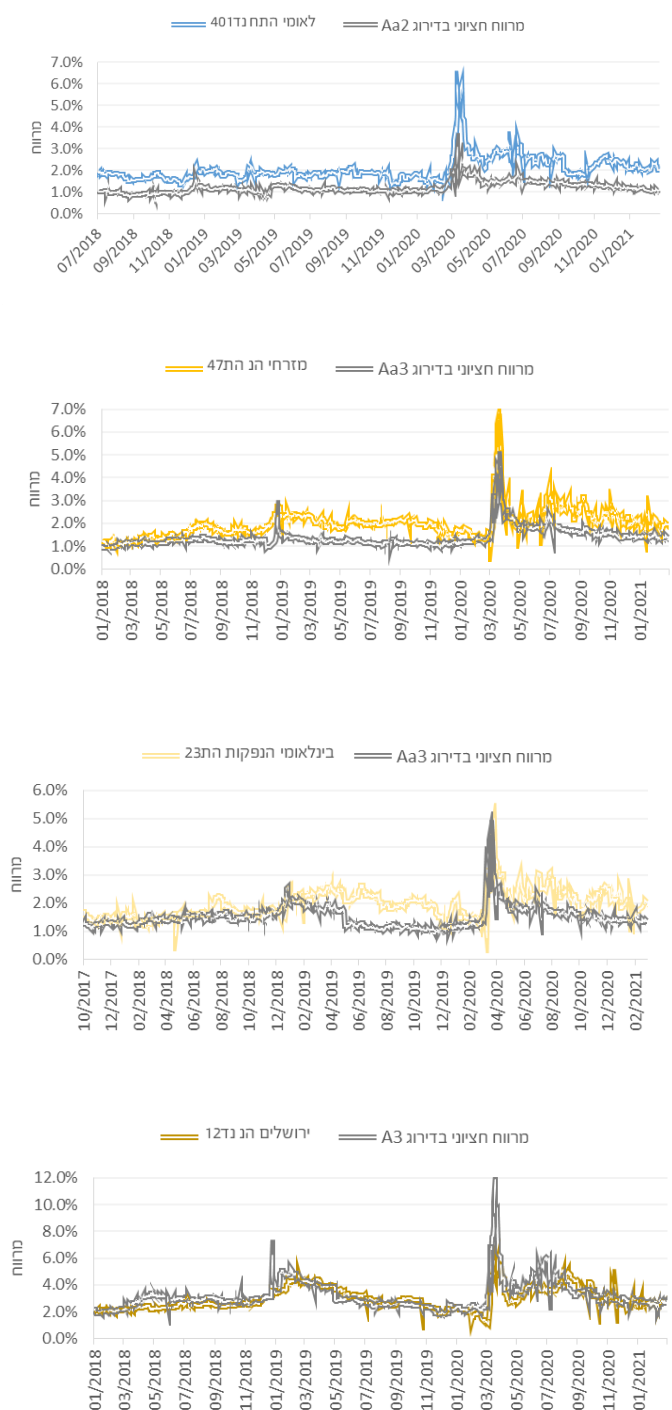
מקורות: בנק ישראל ועיבודי מידרוג

תרשים 15: עקום התשואות בארה"ב, ממוצע חודשי



מקורות: www.treasury.gov ועיבודי מידרוג

תרשים 16: מרווחי אג"ח Coco's מול מרווח חציוני של אותה רמת דרוג



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

התנודות הגבוהות ביותר בתשואות לפדיון בתיק המדורג (YOY)

תרשים 17: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות צמודות מדד (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 28/02/2021	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28/02/2021	תשואה ברוטו ליום 27/02/2020	פער התשואה (YOY)
גזית גלוב אג11	1260546	נדלן מניב	Aa3.il	2.41	1,077,936,993.	מדד	+2.18%	+0.36%	1.82%
גזית גלוב אג12	1260603	נדלן מניב	Aa3.il	4.46	2,939,706,681.	מדד	+2.94%	+1.23%	1.71%
סלקום אג10	1139245	תקשורת ומדיה	A2.il	2.96	103,267,000.	מדד	+0.72%	+2.98%	-2.26%
דה לסר אג1	1132059	נדלן מניב	A3.il	1.11	292,124,940.	מדד	+7.58%	+3.83%	3.75%
נורסטאר אג12	7230402	נדלן מניב	A3.il	4.29	238,019,666.	מדד	+4.03%	+2.28%	1.75%

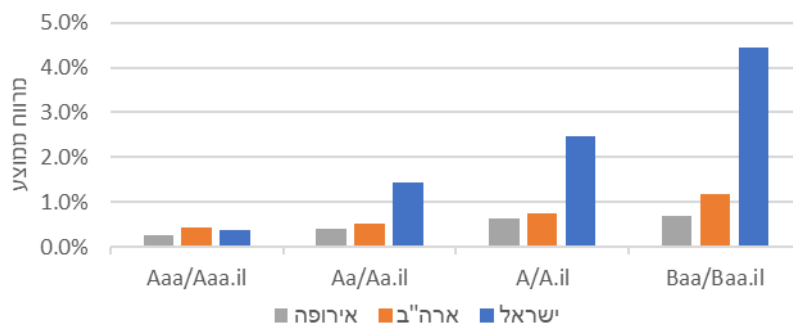
תרשים 18: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות שקליות (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 28/02/2021	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 28/02/2021	תשואה ברוטו ליום 27/02/2020	פער התשואה (YOY)
מויניאן אג2	1143015	נדלן מניב	A3.il	2.39	1,032,832,020.	שקלי	+12.98%	+4.88%	8.10%
וורסטון אג1	1140987	נדלן מניב	Baa1.il	1.84	321,004,000.	שקלי	+24.08%	+9.19%	14.89%
ג'י.אף.אי אג1	1134915	נדלן מניב	Baa2.il	1.02	68,208,400.	שקלי	+10.03%	+6.17%	3.86%
ג'י.אף.אי אג2	1140540	נדלן מניב	Baa2.il	1.89	149,498,775.	שקלי	+11.04%	+7.12%	3.92%
נובל אג1	1141860	נדלן מניב	Baa2.il	2.50	308,556,000.	שקלי	+15.15%	+9.40%	5.75%

מקור: מערכת מנחה ועיבודי מידרג

השוואה בינלאומית

תרשים 19: השוואת מרווחים ממוצעים לפי קבוצות דירוג בהתפלגות גיאוגרפית, פברואר 2021



הערה: בארה"ב ובאירופה המדגם כולל אג"חים במח"מ בינוני-ארוך, בעוד שב ישראל המדגם כולל את כל המח"מים לאור מיעוט תצפיות.

מקורות: מודי'ס, מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 20: פרמיית CDS חצינית (בנקודות בסיס) 5 שנתית לפי רמות דירוג - (חתך גלובאלי) לסוף פברואר 2021:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
פרמיית CDS	19	26	36	38	40	42	46	51	56	81
גודל המדגם	9	54			170			345		
פער מול סוף שנת 2020 בנקודות בסיס	7	11	17	13	7	-1	-1	0	1	2

מקור: מודי'ס ועיבודי מידרוג

© 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 ויהיה 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 בודדו 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>