

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוקטובר 2012

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

אופק הדירוג: חיובי	Baa1	דירוג סדרות (Issue)
--------------------	------	---------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 באופק דירוג חיובי לסדרות האג"ח 6,7 ו-8 שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אזורים להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ (להלן: "אזורים", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	אג"ח בספרים 30.06.12 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 6	סדרה פרטית	אוק-03	6.3%	מדד	106	2012-2013
סדרה 7	7150204	מרץ-05	4.8%	מדד	161	2013
סדרה 8 *	7150246	יוני-07	5.5%	מדד	403	2013-2017

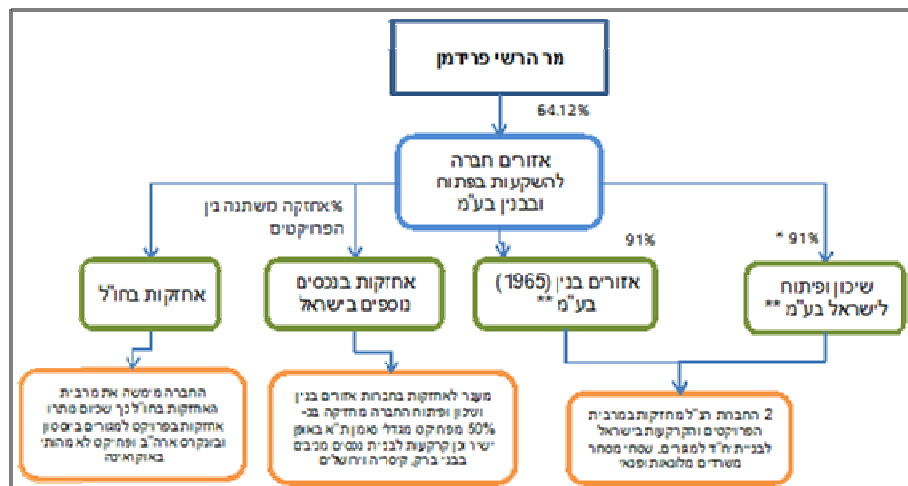
סה"כ

670

פרופיל החברה

בשנת 1964 הוקמה אזורים ונרשמה כחברה ציבורית בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בשנת 1998 השלימה החברה את רכישת שיוכו ופיתוח לישראל בע"מ ממדינת ישראל, מהלך אשר הגדיל את היקף ופיקוד מלאי הקרקעות של אזורים באופן משמעותי. החברה הייתה מצויה בשליטת קבוצת אי. די. בי, עד למכירת אחזקותיה (כ-63.8% ממניות החברה) בשנת 2006 למר שיעה בוימלגרין תמורת כ-1.25 מיליארד ₪. בשנת 2011 אחזקות מר בוימלגרין בחברה נמכרו לבעל השליטה הנוכחי- מר הרשי פרידמן, תמורת כ-300 מיליון ₪. החברה הינה חברה ייזמית אשר עוסקת באיתור, רכישת, תכנון והקמת פרויקטים בתחום המגורים בישראל. כיום עיקר פעילות החברה הינה בישראל, האחזקות שנותרו בנכסי נדל"ן בחו"ל צפויות להיות ממומשות בטווח הקצר-בינוני. כמו כן, לחברה קרקעות לבניית נכסים מניבים ומלונות בישראל אשר מיועדות גם כן למימוש. בתחום ייזום הבנייה למגורים בישראל, אזורים מהווה את אחת מהקבוצות המשמעותיות מבחינת ותק, היקף פעילות ומוניטין, כך שלאורך שנות פעילותה, הקבוצה שיווקה למעלה מ-100 אלף יח"ד. בארבע השנים האחרונות החברה מכרה בין 500-750 יח"ד לשנה, המייצגות היקף מכירות של בין 550-850 מיליון ₪ לשנה. היקף פעילות זה הינו מבין הבולטים בענף. לאור היקף הפרויקטים בביצוע (מעל 1,800 יח"ד חלק חברה), יח"ד בתכנון וכן היקף עתודות הקרקע של החברה כיום, היא צפויה להמשיך ולהוות את אחד השחקנים הבולטים בענף גם בשנים הבאות.

תרשים מבנה אחזקות עיקריות בלבד



* אחזקה משורשרת בשל אחזקה בכ-91% ממניות אזורים נדל"ן א.ח.ל.ר בע"מ אשר מחזיקה ב-100% ממניות שיכון ופיתוח ** יתרת המניות (9%) של שיכון ופיתוח ואזורים בנין מוחזקות ע"י מגדל חברה לביטוח

אזורים - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪)

דוח מאוחד אלפי ₪	H1 2012	31.12.11	H1 2011	31.12.10	31.12.09	31.12.08
הכנסות	315,019	729,491	393,619	780,936	524,024	873,847
רווח גולמי	85,066	169,440	118,137	11,693	82,105	183,065
שיעור רווח גולמי (ללא נטרול ירידת ערך)	27%	23%	30%	1%	16%	21%
EBITDA בנטרול שיעורים	53,704	128,607	93,523	41,451	9,675	99,935
שיעור EBITDA מהכנסות	17%	18%	24%	5%	2%	11%
רווח (הפסד) נקי	33,107	82,337	52,499	-236,094	-419,063	-471,546
חוב פיננסי	1,460,907	1,519,085	1,746,064	1,750,174	1,987,304	3,727,186
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	111,696	81,819	152,863	41,993	219,168	268,101
חוב פיננסי נטו	1,349,211	1,437,266	1,593,201	1,708,181	1,768,136	3,459,085
CAP	1,884,756	1,754,755	1,981,547	1,840,231	2,305,019	4,596,901
CAP נטו	1,773,060	1,672,936	1,828,684	1,798,238	2,085,851	4,328,800
הון עצמי	345,162	209,358	172,259	27,969	254,664	655,124
מקדמות מרוכשי דירות	811,973	873,871	885,601	654,746	688,362	661,104
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	2,877,004	2,797,647	2,845,077	2,885,135	3,096,094	6,698,149
הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	12.0%	7.5%	6.1%	1.0%	8.2%	9.8%
הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות ונזילות	12.5%	7.7%	6.4%	1.0%	8.9%	10.2%
חוב פיננסי / CAP	77.5%	86.6%	88.1%	95.1%	86.2%	81.1%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	76.1%	85.9%	87.1%	95.0%	84.8%	79.9%
FFO	-15,754	14,736	21,720	-92,075	-51,606	75,653
FFO מותאם ***	45,264	65,767	66,498	-83,643	-180,635	76,019
חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי	שלילי	103	40	שלילי	שלילי	49
חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי	שלילי	98	37	שלילי	שלילי	46
חוב פיננסי ל- FFO מותאם בגילום שנתי	16	23	13	שלילי	שלילי	49
חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי	15	22	12	שלילי	שלילי	46
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בגילום שנתי	12.56	11.18	8.52	41.21	182.75	34.61

* אירועים לאחר תאריך המאזן כוללים מימוש פרויקט בהודו וקבלת הלוואה ממנורה בנין פרויקט בירושלים ** עסקאות בתהליך כוללות מימוש מספר קרקעות ונכסים. ופירעון קרן אג"ח במהלך אוקטובר 2012 *** כולל רווח ממימוש קרקעות המסווגות כנדל"ן להשקעה במידה והיו רשומות כמלאי

בשל העדר הכרה, תוצאות המחצית הראשונה אינן מייצגות את התוצאות הצפויות להמשך 2012 ולשנים הבאות

בהתאם לתנאי ה-IFRS להכרה בהכנסה במועד אכלוס הפרויקטים בלבד, מידרוג מעריכה בהתבסס על תחזיות החברה ומועד אכלוסם הצפוי של הפרויקטים, כי הרווח הגולמי במהלך המחצית השנייה של השנה צפוי להיות גבוה משמעותית מאשר במחצית הראשונה וזאת גם בהתייחס לשיעורי המכירות הגבוהים בפרויקטים. כמו כן, בשל המשך מגמת הקיטון בחוב הפיננסי וכתוצאה מכך, גם בתשלומי הריבית ובשל הצפי למכירת קרקעות נוספות בטווח הקצר-בינוני, יחסי הכיסוי והאיתנות צפויים להשתפר באופן משמעותי ביחס לאלו העולים מהדוחות.

אסטרטגיה

התמקדות וגידול היקף הפעילות המיוחס לענף הייזום למגורים בישראל תוך קיטון בהיקף המקרקעין אשר אינו מייצר תזרים; צפי להמשך שיפור ביחסים הפיננסיים, הן באמצעות פירעון חוב פיננסי והן באמצעות מימוש אחזקות שאינן בליבת העסקים

בהתאם למתווה שגובש ע"י הנהלה החדשה, לאחר רכישת השליטה ע"י מר הרשי פרידמן, החברה פעלה ופועלת לממש את אחזקותיה במגזרים שאינם נכללים בענף ייזום הבנייה למגורים בישראל. במקביל, החברה מעוניינת להרחיב את היקף הפרויקטים למגורים בביצוע, על מנת להקטין את שיעור הנכסים מסך המאזן אשר אינם מייצרים תזרים. האמור סייע לחברה להקטין את היקף החוב ומגמה זו צפויה להימשך, בין היתר, בשל מימושים שהושלמו לאחר תאריך המאזן. על אף שהמשמעות של האסטרטגיה הנ"ל הינה כי החברה לא צפויה לפתח מצבת נכסים מניבה משמעותית בטווח הקצר-בינוני וכי בשלב זה הנכסים, המניבים ואלו שיפותחו מתוך צבר הקרקעות הניכר של החברה, מיועדים למימוש, מידרוג מעריכה כי יישום האסטרטגיה הנ"ל באופן קוהרנטי תוך מיקוד בשיפור יחסי האיתנות, מבנה המאזן והחוב, ישפיע לחיוב על פרופיל הסיכון. למעשה, מאז העברת השליטה בחברה בשנת 2011, הנהלת החברה החדשה מימשה והתקשרה בהסכמים למימוש קרקעות ונכסים בישראל ובחו"ל בהיקף של כ-560 מיליוני ₪. יצוין כי מתוך האמור, סכום של כ-80 מיליון ₪ מהתזרים האמור טרם התקבל וצפוי להתקבל במהלך השנה הקרובה. כאשר במקביל, החברה הקטינה את חובותיה הפיננסיים ובעיקר את היקף האג"ח. יש לציין, כי מרבית המימושים נעשו בשווי בספרים ולעיתים אף מעל השווי בספרים, כך שלא מדובר במכירת נכסים ב-distress. בנוסף, החברה מצויה במו"מ נוספים למימוש נכסים שאינם בתחומי הליבה אשר ככל שיבשילו, יביאו לירידה במינוף ובהיקף הוצאות הריבית השנתיות, באופן שיסייע לייצר תזרים FFO פרמננטי ביחסי כיסוי ההולמים את הענף. להערכת מידרוג יישום האסטרטגיה הנ"ל, הינו מהותי לדירוג ולמימוש האופק החיובי. כך למשל, מידרוג מצפה כי החברה תנצל חלק ניכר מיתרת הנזילות שתנבע ממימוש נכסים בעתיד להמשך הקטנת החוב הפיננסי, בהתאם לאסטרטגיה שהוצגה.

תמיכה ע"י בעל השליטה בחברה וצפי להמשך אי חלוקת דיבידנדים מסייעת לחברה בשיפור הפרופיל הפיננסי

לחברה אין מדיניות דיבידנדים ולמעשה היא לא חילקה דיבידנד מאז שנת 2008. כיום אין לחברה רווחים ראויים לחלוקה ובכל מקרה, לדברי הנהלת החברה, לא צפויה חלוקת דיבידנד לפחות בשלוש השנים הקרובות. יתרה מכך, מאז רכישת השליטה בחברה ע"י מר הרשי פרידמן בשנת 2011 נערכו 2 הנפקות זכויות אשר כללו הזרמת הון בהיקף כולל של כ-200 מיליון ₪ (מר פרידמן השתתף באופן מלא בהנפקות אלו) וזאת על מנת לחזק את בסיס ההון ולסייע לחברה לעמוד בלוח הסילוקין של פירעון האג"ח. כמו כן, בהתאם להודעת החברה, נבחנת אפשרות להעברת קרקעות בבעלות הפרטית של מר פרידמן בירושלים לחברה, תמורת הקצאת מניות (קרי תרומה להון העצמי). יתרה מכך, בהתאם להודעת החברה מיום 30.08.12, מר פרידמן הודיע כי, ככל שיהיה לחברה צורך במזומנים עד סוף שנת 2013 לרבות לצורך פירעון האג"ח, הוא ידאג להזרמה של 100 מיליון ₪. בהקשר זה מידרוג תבחן כי המשך הפעילות יתאם את המתווה שהוצג ע"י החברה.

דירוג החברה מושפע לחיוב מהיקף פעילות ופיזור בולטים לטובה, ביחס לחברות הפועלות בענף המגורים בישראל, לרבות הפיזור הגיאוגרפי והגיוון בין סוגי הפרויקטים ופלחי קהל יעד; צבר קרקעות נרחב, בפיזור ארצי, תורם לגמישות הפיננסית והעסקית ומקטין את הצורך בהשקעות הון עצמי משמעותי ברכישת קרקעות בשנים הקרובות. בנוסף, חלק ניכר מהצבר הנ"ל מוצג בספרים לפי שווי היסטורי, באופן המגלם שווי כלכלי אשר אינו מתבטא במלואו בדוחות הכספיים; שיעורי מכירות גבוהים בפרויקטים בביצוע, באופן המקטין את חשיפת החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה במגזר הייזום למגורים בישראל. אף על פי כן, להערכת מידרוג, התממשות תרחיש קיצון של הרעה חדה במגזר, תשפיע על פרופיל הסיכון בטווח הארוך; צפי לתזרים משמעותי ממגזר הבנייה למגורים בשנים הבאות בשל, בין היתר, מעל 1,000 יח"ד בהן הושלמה התקשרות למכירה אשר בנייתם טרם הושלמה וטרם הוכרה בגינן הכנסה, באופן הצפוי להביא לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי; בעל השליטה הראה נכונות לספק תמיכה תזרימית וחזק את בסיס ההון. כאשר מנגד לא צפויה חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהסיכון הענפי של תחום היזום הדירות למגורים בישראל, לרבות חשיפה לתנאי המקור, מחזוריות עסקית ורצון הרגולטורים להוריד את מחירי הדיור בישראל; רמת המינוף של החברה, למרות השיפור שחל מאז חילופי ההנהלה (חוב ל- CAP של כ- 95% ביום- 31.12.10 לעומת כ- 77% ביום- 30.6.12), אינה בולטת לטובה; לחברה התחייבויות אחרות והפרשות בהיקף של כ- 180 מ"ח (חלק ניכר מאלו מיוחס לעסקת מגדל, ראה להלן). יצוין כי, החברה פועלת למיקוד הפעילות ושיפור יחסי האיתנות; צפי לתנודתיות בהכרה בהכנסה וכתוצאה מכך, גם בתזרים מהפרויקטים בטווח הקצר-בינוני עד להתייצבות היקף הפעילות לאורך מספר שנים; עומס פירעונות גבוה בטווח הקצר בשל לוח סילוקין אשר אינו פרוס בצורה נוחה; קיום מספר שכבות חוב וחשיפה לעלייה בתשלומי הריבית בשל היקף חוב מהותי בריבית משתנה.

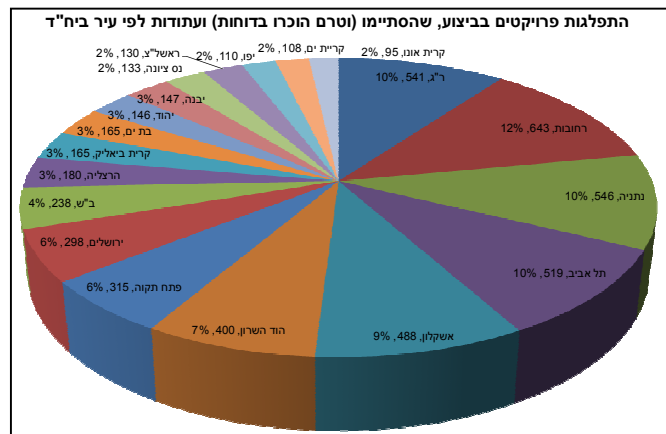
קביעת האופק החיובי נובעת, בין היתר, מתהליכים אותם עוברת החברה בטווח הקצר-בינוני אשר יש בהם כדי לשפר את הפרופיל הפיננסי שלה וזאת בהמשך למגמה המשתקפת בדוחות החברה מאז רכישת השליטה ע"י מר הרשי פרידמן. חלק מהתהליכים כוללים שיפור במבנה החוב והיחסים הפיננסיים ושיפור בפרופיל העסקי, לרבות, בין היתר, שיפור ביכולת העברת הכספים מהחברות הבנות לחברה סולו, פישוט מבנה החוב ושיפור ברמת האיתנות, כתוצאה ממהלכים שחלקם כבר הושלמו, אולם טרם באו לידי ביטוי בדוחות הכספיים של החברה, עסקאות למימוש נכסים וקרקעות, שאינם בפעילות הליבה, המצויות בתהליך, הרחבת בסיס ההון והרווח/התזרים השוטף הצפוי בטווח הקצר-בינוני בגין יח"ד שנמכרו.

חוזקות

החברה הינה אחת מהקבוצות הוותיקות בענף הייזום למגורים; היקף פעילות והפיזור הבולטים לטובה, הן בשל הפיזור הגיאוגרפי והן בשל הגיוון בין קהלי היעד ומאפייני הפרויקטים, כל אלה משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון

אזורים פועלת קרוב ל-50 שנה בענף הייזום למגורים בישראל כאשר במהלך תקופה זו, החברה שיווקה למעלה מ-100 אלף יח"ד. גם כיום, בהתחשב בהיקף המכירות, צבר הקרקעות, המלאי בביצוע, המקדמות מרוכשי דירות וכדומה, החברה מהווה את אחת מהשחקנים הבולטים בענף. כך למשל, בין ינואר 2007 ליוני 2012 החברה מכרה כ-3,600 יח"ד בהיקף כספי של מעל 3.4 מיליארד ₪ (כ-1 מיליארד ₪ מתוך מכירות אלו טרם הוכרו בדוחות הכספיים), יצוין בהקשר זה כי החברה הציגה בשנים אלו היקפי מכירות גבוהים משמעותית ביחס לענף. יתרה מכך, היקף הבנייה כיום הינו גבוה ועומד על למעלה מ-1,800 יח"ד (חלק חברה) ברחבי הארץ, בכ-30 שלבים שונים על פני מספר אתרים. מצבת הפרויקטים בביצוע ובתכנון הינה מגוונת וכוללת פרויקטים בתחום היוקרה - הפונות הן לרוכשים ממעמד סוציו אקונומי גבוה והן למשקיעים זרים, דירות למשפרי דיור במגוון ערים ודירות למשפחות צעירות. הפרויקטים ממוקמים בפריסה ארצית רחבה אולם ככלל

מדובר באזורי ביקוש (ראה גרף להלן). להערכת מידרוג, ותק החברה, היקף הפעילות והפיזור מסייעים להקטנת הסיכון האינהרנטי בפרויקטים וצפויים לסייע להמשך שמירת מעמדה של החברה בענף.



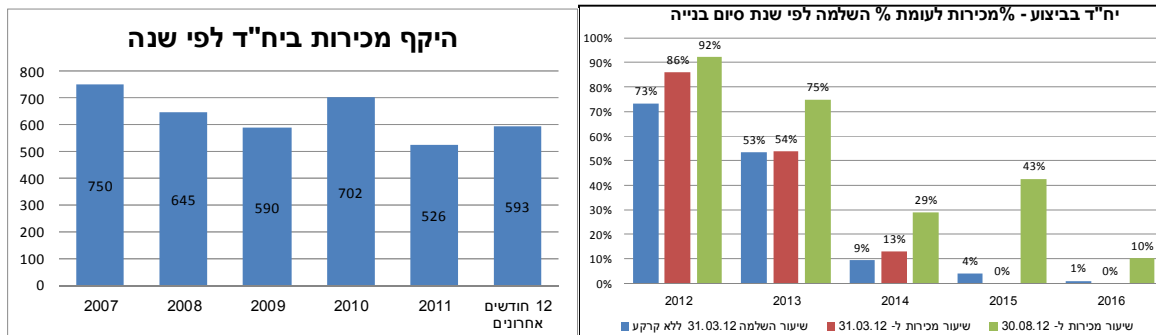
צבר קרקעות נרחב מגלם שווי כלכלי אשר אינו בא לידי ביטוי מלא בדוחות בשל הרישום בספרים בערכים היסטוריים; בגין היכולת לממש קרקעות והצורך המוגבל ברכישת קרקעות נוספות, האמור תורם לגמישות הפיננסית והעסקית של החברה

מלבד עתודות הקרקע לבניית דירות מגורים למכירה (לרבות אלו המצויות לפני אישור תב"ע), לחברה קרקעות, המגלמות זכויות לבניית עשרות אלפי מ"ר להשכרה של נכסים מניבים באזורי ביקוש וכ-1,400 חדרי מלון. בנוסף, על אף שמרבית פעילות החברה בחו"ל מומשה, עדיין נותרו מספר נכסים וקרקעות בחו"ל. מחד, האמור מקנה לחברה גמישות עסקית ופיננסית בבחירת העיתוי וקביעת אלו קרקעות לפתח ואלו לממש וכן תורם לנראות הגבוהה של שמירה על היקף הפעילות הגבוה, תוך הקטנת הצורך בריתוק הון משמעותי לרכישת קרקעות. מאידך, בגין חלק מהקרקעות, בייחוד הנכסים בחו"ל שנקנו לאחר 2006 (מרביתם כבר אינם בבעלות החברה - ראה להלן לגבי לגנא), רמת המינוף של החברה עלתה משמעותית. יתרה מכך, השיעור הגבוה של קרקעות ונכסים אשר לא ייצרו הכנסה, היווה משקולת על התזרים הפרמנטלי, הנזילות ויכולת החברה לייצר רווחים בשנים האחרונות. לפיכך, בכוונת החברה להתמקד בפיתוח פרויקטים משמעותיים נוספים בתחום הבנייה למגורים בישראל ובמקביל להמשיך ולממש קרקעות שאינן בפעילות הליבה. כך למשל, מאז תחילת שנת 2011 ועד להיום, החברה התקשרה בהסכמים למימוש קרקעות ונכסים בהיקף של כ-565 מיליון ₪ יצוין כי מתוך האמור, סכום של כ-80 מיליון ₪ מהתזרים האמור טרם התקבל וצפוי להתקבל במהלך השנה הקרובה. האמור גם תורם וצפוי להמשיך לתרום לרווח וליחסי הכיסוי. מעבר לאמור, יש לציין כי החברה הינה בעלים של כ-50% מקניין עיר ימים בנתניה אשר נפתח במהלך מרץ 2012 ואשר רשום בספרים בשווי של כ-360 מיליון ₪ ותורם גם כן לגמישות העסקית וליכולת שירות החוב של החברה, הן בשל הצפי להכנסות דמי שכירות והן בשל האפשרות לביצוע מימוש/מימון מחדש.

שיעורי מכירות גבוהים תורמים לנראות התזרים ולהקטנת רגישות החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה במגזר הייזום למגורים בישראל. אף על פי כן, להערכת מידרוג, הרעה חדה במגזר, תשפיע על פרופיל הסיכון בטווח הארוך

שיעור וקצב המכירות של החברה במרבית הפרויקטים הינו בולט לטובה, באופן התורם לגידור חלק מהסיכון האינהרנטי בפרויקטים. היקף המכירות הגבוה מקטין את רגישות החברה להאטה במגזר בטווח הקצר-בינוני וזאת, בנוסף לאיכות ומיקום הפרויקטים אשר תורמים לנראות המשך המכירות גם בעתיד. כך למשל, לחברה מקדמות מרוכשי דירות בהיקף של כ-800 מיליון ₪. אולם, למרות האמור ועל אף צבר קרקעות אשר כולל קרקעות שנרכשו במחירים היסטוריים, בטווח הארוך, התזרים ורווחיות החברה חשופים להאטה משמעותית בענף (ראה להלן) להלן גרפים המתארים את שיעור

המכירות לעומת ההשלמה (לפי שנת ההשלמה הצפויה) וקצב המכירות:



צפי לשיפור משמעותי בהיקף התזרים הפרמננטי וביחסי הכיסוי באופן אשר צפוי לתרום לשירות החוב וליציבות החברה

בשנים האחרונות, החברה ייצרה FFO (ללא רווח מימוש נדל"ן להשקעה) זניח/שלילי וזאת למרות רווח גולמי משמעותי ממכירת יח"ד וקרקעות בתקופה זו. האמור נובע בעיקר מההיקף הניכר של תשלומי הריבית והוצאות תקורה וכן מכך שחלק ניכר מהמאזן כלל קרקעות שטרם ייצרו תזרים. תחת ההנהלה והבעלים החדשים, החברה פועלת לתיקון כלל גורמים אלו ע"י קיטון החוב הפיננסי אשר יוביל להורדת הוצאות הריבית, שינוי ארגוני והתייעלות במטה וכן התמקדות בפעילות הליבה לצורך הקטנת עלויות התפעול וגידול נתח הפעילות אשר מייצרת הכנסה. בהתאם לאמור ובשל היקף וקצב המכירות של יח"ד בביצוע, ולמספר קרקעות שהחברה מימשה לאחר תאריך המאזן, מידרוג מעריכה כי בשנת 2012 החברה צפויה לייצר FFO משמעותי אשר יביא ליחסי כיסוי מהירים ביחס לחוב הפיננסי. על אף שיחסי הכיסוי עשויים להיות תנודתיים בשנים הקרובות בשל עיתוי מועד ההכרה בהכנסה, החברה עדיין צפויה לייצר יחסי כיסוי טובים למידרוג גם בשנים הבאות. אולם, היקף התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי בטווח הבינוני-ארוך יושפעו באופן משמעותי מאוד מיישום האסטרטגיה שהוצגה למידרוג בדבר הקטנת היקף החוב הפיננסי (ראה להלן).

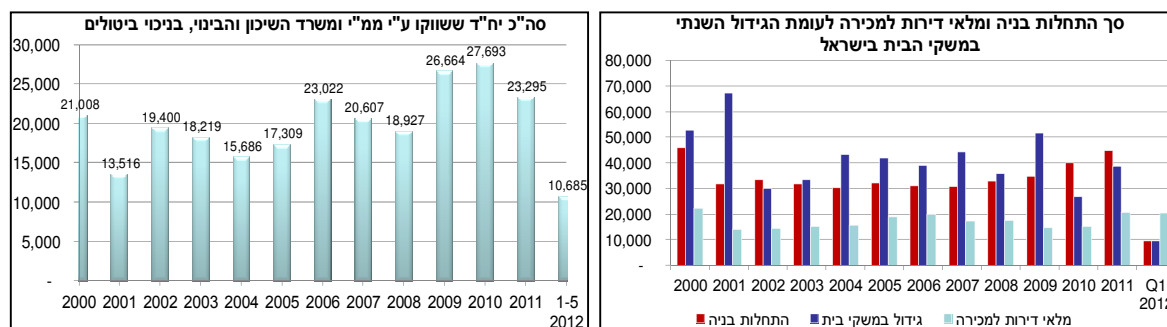
7

נכונות בעל השליטה לספק תמיכה תזרימית לצורך חיזוק בסיס ההון משפיעה לחיוב על פרופיל הסיכון

מאז רכישת השליטה ע"י מר פרידמן נערכו הנפקות זכויות בהיקף של כ-200 מיליון ₪, כאשר מר פרידמן השתתף באופן מלא בהנפקות אלו (בהתאם לחלקו בחברה). יתרה מכך, האסטרטגיה שהוצגה למידרוג אינה כוללת חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות. בנוסף, בהתאם לדיווחי החברה, נבחנת אפשרות לפיה פרויקטים למגורים, בבעלותו הפרטית של מר פרידמן יועברו לחברה בתמורה למניות החברה באופן אשר יתמוך בסיס ההון של החברה גם כן כאשר במקביל החברה תפעל לבצע הנפקת זכויות מיתר בעלי המניות. יתרה מכך, בהתאם להודעת החברה מיום 30.08.12, מר פרידמן הודיע כי ככל שיהיה לחברה צורך במזומנים עד סוף שנת 2013 לרבות לצורך פירעון האג"ח, הוא ידאג להזרמה של 100 מיליון ₪. להערכת מידרוג, האמור משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון. כמו כן, בהתאם לאסטרטגיה שהוצגה למידרוג, בעל השליטה בוחן את ההחזקה בחברה במונחים של אחזקה אסטרטגית ארוכת טווח וככזו הוא מעוניין באסטרטגיה מימונית ופיננסית סולידית ביחס לנהוג בעבר, לרבות חיזוק איתנות החברה והשטחת לוח הסילוקין. מידרוג תבחן כי האסטרטגיה הנ"ל מיושמת בפועל.

חשיפה לסיכונים הקשורים בשוק הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים מושפע משינויים בביקושים, מצמיחה או האטת המשק ומשינויי רגולציה בהיבטים של תכנון ובנייה, מיסוי ומגבלות אשראי, הן ליזמים והן לרוכשי הדירות. משברים פיננסיים ורצון הרגולטורים להוזיל את מחירי הדיור עלולים להביא לשחיקה במחירי הדיור ולקושי בגיוס מקורות אשראי. להערכת מידרוג, פעילות הייזום בענף הבנייה למגורים הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך והזמן הרב הנדרש לרכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. אולם, כאמור חשיפת החברה לתנאים אלו מקוזזת חלקית בטווח הקצר בשל שיעור המכירות הגבוה של הפרויקטים בביצוע והמחיר הנמוך יחסית ליח"ד קרקע של חלק מהקרקעות, הרשומות בערכם ההיסטורי. אולם, להערכת מידרוג, בטווח הארוך החברה חשופה לסיכונים אלו. כמו כן, סביר כי שולי הרווח הגולמי הענפי בטווח הארוך יירדו לטווח של 12%-17% לעומת כ-20%-30%, שהחברה והחברות המובילות הנוספות בענף הציגו בשנים האחרונות. להלן גרפים בקשר להתפתחות היקף התחלות הבנייה, גידול במשקי בית ויח"ד ששווקו ע"י המדינה:



צפי לתנודתיות בהכנסה וכחוצאה מכך, גם בתזרים מהפרויקטים בטווח הקצר בינוני עד להתייצבות היקף הפעילות לאורך מספר שנים

בשל תנאי ההכנסה בהתאם ל-IFRS ומכיוון שהחברה הגדילה את היקף הפעילות בתקופה האחרונה, מידרוג מעריכה כי לאחר עלייה מאוד גבוהה בהיקף מסירת יח"ד בשנת 2012-2013, תחול ירידה מסוימת ב-2014 עד להתייצבות היקף הפעילות לאחר מכן. לפיכך, סביר כי למרות שהחברה צפויה להפיק FFO חיובי בכל אחת מהשנים הבאות, צפויה תנודתיות מסוימת ביחסי הכיסוי. לאמור, ישנה גם משמעות תזרימית לגבי יכולת שירות החוב, שכן במרבית המקרים בנקים ממנים אינם מאפשרים למשך תזרימים מתוך חשבונות הליווי עד להשלמת הפרויקט ומסירת היח"ד. מנגד, יצוין כי, ככל שהחברה תממש קרקעות ברווחים ותמשיך לפעול להקטנת החוב, התנודתיות ביחסי הכיסוי תתמתן. להערכת מידרוג בהתאם לתחזיות שניתנו ע"י החברה, אזוריים צפויה למסור בממוצע 600-700 יח"ד בשנה במהלך השנים הקרובות וזאת בהתבסס על המלאי הקיים.

התחייבויות נוספות מעבר לחוב הפיננסי (חלקן תלויות), בין היתר, בשל פעולות שנגקטו ע"י ההנהלה הקודמת

בשל עסקאות שנעשו בעבר ובגין היקף הפעילות המשמעותי של החברה, ישנם מספר פריטים מאזניים אשר כוללים התחייבויות והפרשות, בהיקף מהותי ביחס לחברות אחרות. כך למשל, לחברה הפרשה בגין תביעה לשיפוי בגין מכירת אזוריים מלונות, מימוש קניין קריית אונו (כנגדו ישנו פיקדון המכסה את החשיפה), הפרשה לרישום דירות שנמכרו בעבר בהיקף של כ-20 מיליון ₪ וכדומה. בנוסף, בתחילת שנת 2010 החברה חתמה על הסכם למכירת 9% מהחברות הבנות שיכון ופיתוח (למעשה 9% מחברת צינור, המחזיקה 100% מחברת זו) ואזוריים בניין, תמורת כ-100 מיליון ₪. ההסכם נוקב

בתאריך של 31.12.2013 כמועד להשלמת מיזוג חברות אלו ביחד עם אזורים (כך שלמעשה מגדל תקבל מניות באזורים עצמה). ככל שלא יושלם המיזוג בתאריך זה ישנן מספר חלופות המוזכרות בהסכם, לרבות רכישת 6% נוספים ע"י מגדל ואופציית put הקיימת למגדל למימוש אחזקותיה בחברות אלו. האופציה הנ"ל רשומה כהתחייבות בהיקף של 111 מיליון ₪. בשל קיום האופציה, מידרוג לא התחשבה בסעיף כזכויות מיעוט המגדילות את ההון העצמי. יתר על כן, מידרוג גם התחשבה במגבלות אפשריות על משיכת תזרימים מהחברות הבנות בגין ההסכם הנ"ל. ככל שיושלם המיזוג, האמור ישפיע לחיוב על פרופיל הסיכון, בשל השיפור ביחסי האיתנות ופישוט מבנה משיכת הכספים בחברה.

סיכונים פיננסיים

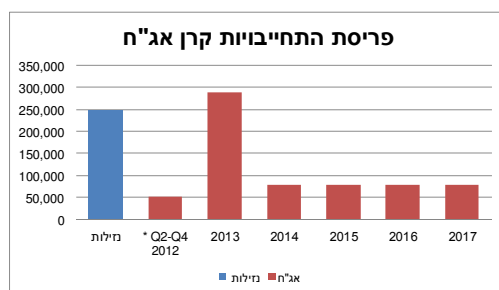
רמות מינוף גבוהות משליכות לשלילה על פרופיל הסיכון; המשך שיפור יחסי האיתנות, בהתאם למתווה שהוצג למידרוג, הינו משמעותי להתפתחות הדירוג

במהלך השנים 2006-2007 החברה הגדילה את היקף החוב הפיננסי בצורה חדה מאוד, בעיקר לצורך רכישת קרקעות בחו"ל, לרבות קרקעות במזרח אירופה, במסגרת חברת לגנא הולדינגס בע"מ וכן קרקעות בצפון אמריקה, ברזיל והודו. עד היום החברה הכירה בהפסדים ניכרים בגין רכישות אלו הן בשל ירידת ערך הקרקעות (למעשה, כלל ההשקעה בחברת לגנא נמכרה למחזיקי האג"ח של לגנא ללא תמורה ואינה מצויה בבעלות החברה כיום) ובשל הוצאות המימון הניכרות הנובעות מהגידול בחוב לצורך מימון הרכישות. לאחר שינוי השליטה והניהול בשנת 2011, הנהלת החברה החדשה פועלת לחיזוק האיתנות באמצעות מימוש קרקעות ונכסים (בד"כ בשווי הגבוה מהשווי בספרים), תוך ניצול התזרים מהמימוש לקיטון החוב הפיננסי וכן באמצעות הנפקות הון. בהתאם למהלכים שבוצעו לאחר תאריך המאזן ובהתאם למו"מ שמתקיימים למימוש קרקעות נוספות, המגמה הנ"ל צפויה להימשך. כאמור, להערכת מידרוג, ליישום המתווה הנ"ל השפעה אקוטית על פרופיל הסיכון בעתיד. כמו כן, בשל רמות המינוף הגבוהות, החברה הייתה מצויה בהפרה של מספר אמות מידה פיננסיות, למרות שהתקבל waiver. בהמשך לשיפור ביחסי האיתנות ולדיווח החברה מיום 28.10.12 לפיו בוצעו התאמות באמות המידה המתאימות למתווה הפעילות הנוכחי, החברה כיום עומדת בכלל אמות המידה. בגין האמור ובגין צרכי התזרים של החברה (ראה להלן) ישנה הפניית תשומת לב במסגרת חוות דעת רו"ח על הדוחות הכספיים. יש לציין, כי חלק מהנסיבות להפניה זו, נובעת גם מגירעון בהון החוזר. בהתאם לאמור, הגירעון קטן באופן משמעותי במהלך השנה האחרונה וכפי שצוין החברה צפויה לעמוד באמות המידה הפיננסיות. בנוסף לאמות המידה הבנקאיות, הורדת דירוג החברה לרמה של Baa2/BBB מקימה לבעלי סדרת אג"ח 8 עילה לפירעון מידי אשר עלולה להקים עילה לפירעון מידי בסדרות האחרות גם כן.

עומס פירעונות גבוה לאג"ח בשל פריסה לא נוחה של לוח הסילוקין; גמישות פיננסית סבירה ביחס לענף למרות שמרבית הנכסים הלא משועבדים הינם קרקעות שאינן מייצרות תזרים

לוח הסילוקין של אג"ח החברה אינו פרוס בצורה נוחה, כך שעל החברה לפרוע מעל 50% מהיקף קרן האג"ח שנותר עד לסוף שנת 2013. להערכת מידרוג, לצורך עמידה בהיקף הפירעון המשמעותי של כ-293 מיליון ₪ קרן אג"ח בשנת 2013 על החברה לייצר מקורות בהיקף של כ-171 מיליון ₪ (71 מ"ש"ח, כאשר כוללים את מסגרת התמיכה ההונית ע"י הרשי פרידמן) עד לתקופה זו וזאת מעבר לקרקעות שמומשו לאחר תאריך המאזן. המקורות לפירעון זה כוללים את הכספים שצפויים להתקבל ממימוש/מימון מחדש בקניון עיר ימים, מימוש קרקעות נוספות (בשלב זה מתקיימים מספר מו"מ למימוש נכסים ביוסטון ובישראל) ומהתזרים השוטף המשמעותי הצפוי בגין דירות שיימכרו עד לתאריך זה. בנוסף החברה פועלת למחזר חובות, לצורך פריסת ארוכה והשטחת לוח הסילוקין. כך למשל החברה לקחה הלוואה ממנורה לאחר תאריך המאזן בגין מלאי דירות גמור בירושלים בהיקף של 55 מיליון ₪. כמו כן, בכוונת החברה לבצע גיוס (המדורג

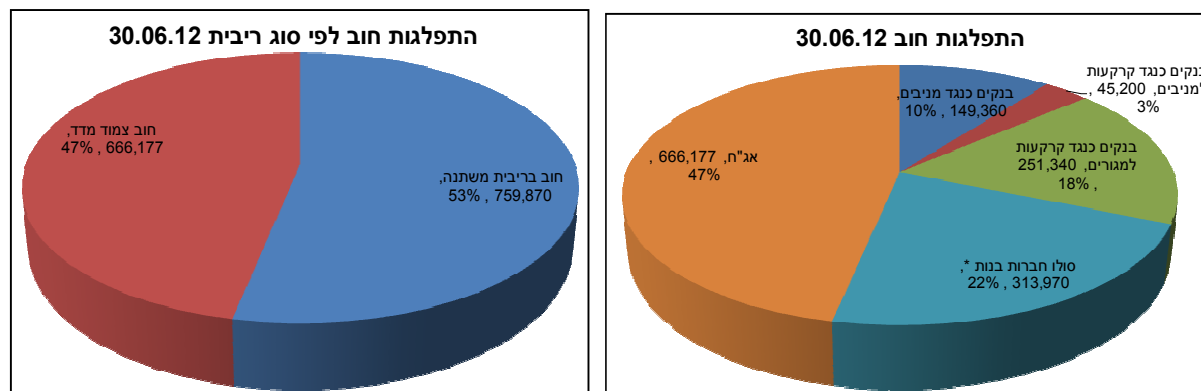
במסגרת דוח דירוג זה) לצורך מחזור חלק מהחובות הנ"ל. להערכת מידרוג, על אף שרמת הנזילות כיום אינה בולטת לטובה, מגוון, היקף ואיכות המקורות צפויים להיות מספיקים לצורך עמידה בעומס הקרוב וזאת גם בהתחשב בתמיכת בעל השליטה מאז 2011 לצורך הפירעונות הניכרים של קרן האג"ח בתקופה זו והצהרתו כי הוא יבצע תמיכה נוספת בשנת 2013 ככל שהדבר יידרש (ראה לעיל). לאחר 2013 - בטווח הבינוני-ארוך, עומס הפירעונות הינו סביר ביחס לתזרים השוטף הצפוי מהפרויקטים. על אף קיומם של נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-550 מיליון ש"ח, בשל היותם בעיקר קרקעות (חלקן ישועבדו בעתיד במסגרת הסכמי ליווי) וקיומו של שעבוד צפ ככלי בחברות הבנות, מידרוג מעריכה את הגמישות מנכסים אלו כפחותה. לעומת זאת, להערכת מידרוג, ה-LTV הנמוך מ-40% בהלוואה כנגד קניין עיר ימים מייצג גמישות פיננסית בשל יכולת החברה להגדיל את היקף החוב בנכס.



* במהלך הרבעון הראשון החברה פרעה קרן אג"ח בהיקף של כ-160 מיליון ₪

צורך בשיפור מבנה ותמהיל החוב בשל קיום מספר שכבות חוב והיקף חוב מהותי בריבית משתנה

החוב הפיננסי של החברה כיום עומד על כ-1.48 מיליארד ₪, מתוכו כ-670 מיליון ₪ מיוחסים לאג"ח וכ-300 מיליון ₪ מיוחס לחוב סולו של החברות הבנות שיכון ופיתוח ואזורים בניין (לאחר פירעון בהיקף של כ-90 מיליון ₪, לאחר תאריך המאזן) אשר כנגדו ניתן שעבוד צפ כללי בחברות אלו. יתר החוב מיוחס לחוב בגין נכסים מניבים, קרקעות ומלאי דירות גמורות. תמהיל החוב הנוכחי מביא לכך שלמעשה ישנן מספר שכבות של חוב corporate (אג"ח וחוב סולו של חברות הבנות). בכוונת החברה להמשיך ולהקטין את חובות corporate ובייחוד את חובות הסולו של החברות הבנות, באופן שיקרב את האג"ח למקורות לשירות החוב. בנוסף, ככל שהחברה תחל בבניית הפרויקטים אשר כנגדם יש חוב (מספר קטן של פרויקטים), היקף החוב כנגד הקרקעות יתחיל להיפרע ממקדמות מרוכשי דירות. כמו כן, כיום חלק ניכר מהחוב הפיננסי הינו בהלוואות בריבית משתנה (פריים). על אף שבטווח הקצר לא צפויה עלייה משמעותית של ריבית זו, בטווח הבינוני-ארוך היקף משמעותי של חוב בריבית משתנה עלול להביא לשחיקה בתזרים הפרמנט. אולם, מרבית החובות שבכוונת החברה לפרוע הינם החובות הנ"ל, כך שהחשיפה צפויה לקטון. לגבי היקף החוב הצמוד מדד, נכסי החברה הינם ריאליים והתמורות מרוכשי הדירות בד"כ הינן צמודות למדד תשומות הבנייה ולפיכך, להערכת מידרוג, החשיפה להלוואות אלו הינה מתונה יותר.



אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור ביחסי האיתנות כך שהחוב נטו ל-CAP נטו לא יעלה על 70%
- הפקת תזרים משמעותי מהפעילות השוטפת בהתאם לתחזיות החברה תוך יצירת יחסי כיסוי טובים
- שיפור משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית לאורך זמן תוך פריסת לוח הסילוקין בצורה נוחה יותר

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה למימוש נכסים והפקת תזרים ממכירת דירות
- הרעה מהותית בסביבה העסקית, כגון האטה בקצב המכירות וירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר ישליך לרעה על פרופיל הסיכון

דוחות מתודולוגיים:

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 29 באוקטובר 2012

מונחים פיננסיים עיקריים

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

* 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.

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מוצייה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 נכונות, שלמות, התאמת, דיוק או אמיתות 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.