



Klein International Group Limited

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2015

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il



Klein International Group Limited

אופק דירוג: יציב	(P) A3.il	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3.il (P) באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 220 מיליוני ש"ח. אותה תנפיק חברת Klein International Group Limited (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, לרכישת זכויות המיעוט בחלק מנכסי החברה, לרכישת נכסים חדשים ולפעילות השוטפת. בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מותנה, (P)-Provisional, כפוף להתקיימות נסיבות כמפורט בדוח להלן, למבנה ההנפקה, ייעוד השימוש בכספי ההנפקה ומתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16/11/2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הדירוג הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את זכויותיו בתאגידים המפורטים בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך נסחרות בבורסה המקומית). בעל השליטה בחברה הינו מר ג'ייקוב קליין, המחזיק יחד עם בעלי זכויות נוספים (יתר בעלי הזכויות מלבד מר קליין אינם מחזיקים מעל ל-5% מהזכויות ההוניות בחברה יחד) במניות החברה באמצעות Klein International LLC המחזיקה במלוא (100%) הון המניות של החברה. קודם לרישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל - אביב בע"מ של אגרות החוב המוצעות לציבור על פי תשקיף החברה, בעלי השליטה וכן כמה שותפים יעבירו לחברה את אחזקותיהם בתאגידים המחזיקים בשרשרת בנכסי נדל"ן מניב, הכוללים 22 נכסי נדל"ן מסחריים: 6 נכסים בניו יורק 14 נכסים בניו ג'רזי ו-2 פנסילבניה (כלפי אחד הנכסים בניו יורק נחתם חוזה רכישה מותנה לאחר תאריך הדוחות הכספיים).

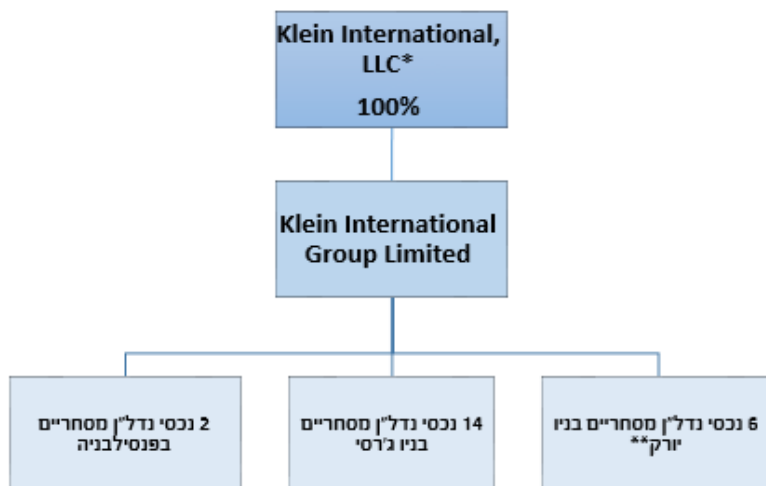
תיק הנכסים אשר מועבר לחברה מהווה את מרבית הנכסים של בעל השליטה (להלן: "קבוצת Klein" או "הקבוצה"). הקבוצה פועלת בהשקעות, ניהול ופיתוח של נכסי נדל"ן בארה"ב, בדגש על השקעות בתחום הנדל"ן המסחרי והשבחתי החל משנות ה-90. הקבוצה הוקמה על ידי מר קליין והינה פעילה בחלקה המזרחי של ארה"ב ובפרט במדינות ניו יורק, ניו ג'רזי ופנסילבניה.

לפי הסכם, שירותי הניהול בחברה יינתנו על ידי חברת הניהול בבעלות קבוצת Klein, ללא עלות לחברה (כפי שמצוין בתשקיף החברה). באמצעות בעלי השליטה ועובדי המטה של הקבוצה. שירותים אלו, כוללים, בין היתר: שירותי מנכ"ליות ונושאי משרה אחרים, מחלקת כספים, שירותי משרד, תקשורת, מחשבים ומזכירות. יש לציין, כי הסכם שירותי הניהול אינו כולל את פעולות הניהול, האחזקה והתפעול של נכסי הנדל"ן של החברה, המבוצעות על ידי חברות פרטיות בבעלות בעלי השליטה בתמורה לדמי ניהול.

Klein International Group Limited - נתונים פיננסיים עיקריים (פרופורמות) - דוח מאוחד (אלפי דולר)

31.12.2012 *	31.12.2013	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015	חוב
5,655	6,989	5,077	11,217	6,613	סה"כ הכנסות
4,005	5,101	3,695	8,276	4,606	NOI
71%	73%	73%	74%	70%	שיעור NOI
4,005	5,101	3,695	8,276	4,006	EBITDA ללא שערוכים
3,345	5,068	1,177	5,631	5,319	חלק החברה ברווחי חברות המטופלות בשיטת השווי המאזני
2,781	11,609	4,375	15,449	19,633	הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה
7,594	19,055	7,405	25,102	27,722	רווח כולל
51,983	74,179	92,007	107,944	107,222	חוב פיננסי
1,266	1,114	1,240	2,145	2,543	יתרת נזילות
116	198	240	1,058	1,120	מזומנים מוגבלים
50,601	72,867	90,527	104,741	103,559	חוב פיננסי נטו
93,459	139,435	170,492	209,054	237,894	CAP
92,077	138,123	169,012	205,851	234,231	CAP נטו
94,510	142,946	172,651	210,874	239,413	סך מאזן
84,922	135,192	163,512	195,819	217,517	נדל"ן להשקעה
35,444	54,332	62,676	79,504	103,317	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות
41,476	65,256	78,485	101,110	130,672	הון עצמי וזכויות מיעוט
56%	53%	54%	52%	45%	חוב ל-CAP
55%	53%	54%	51%	44%	חוב נטו ל-CAP
44%	46%	45%	48%	55%	הון למאזן
1,749	4,136	1,999	4,313	2,824	FFO
29.7	17.9	23.0	25.0	19.0	חוב ל-FFO
28.9	17.6	22.6	24.3	18.3	חוב נטו ל-FFO
1.6	1.9	2.1	2.1	1.7	EBITDA לתשלומי ריבית

* נתוני 2012 אינם מבוקרים והתקבלו מהחברה.



* בעל השליטה בחברה הינו מר ג'ייקוב קליין

** כלפי אחד הנכסים בניו יורק נחתם חוזה רכישה מותנה לאחר תאריך הדוחות הכספיים.

אסטרטגיה

מיקוד פעילות החברה בתחומי הפעילות הקיימים ואף הגדלת היקף הפעילות, בין היתר, על ידי רכישת נכסים נוספים וכן על ידי הגדלת שיעורי החזקה בנכסים המוחזקים עם שותפים

החברה תמשיך לפעול בתחומי הפעילות הקיימים בדרך של ניהול ותפעול מערך הנכסים הקיים שבבעלותה, בדגש על ניהול והשבחה של נכסי נדל"ן מסחרי. כמו כן, החברה אף צפויה להרחיב את פעילותה דרך: (1) הגדלת שיעורי החזקה בנכסים המוחזקים עם שותפים. (2) רכישת נכסים מניבים נוספים. החברה תמשיך לפעול באיזורי הפעילות הגיאוגרפיים, בהם היא פועלת במשך שנים רבות, בדגש על ניו יורק, ניו ג'רזי ופנסילבניה. אסטרטגיית החברה הינה לייצר ערך באמצעות הגדלת דמי השכירות והשבחת הנכסים לאחר רכישתם, הן באמצעות שינוי תמהיל השוכרים והן באמצעות ביצוע שיפוצים והרחבות לנכסים שיאפשרו להגדיל את סך השכירות שהנכס ייצר. אולם, למעט פיתוח מחדש של נכסים קיימים והשכרת שטחים לשוכרי קצה המרחיבים נכסים קיימים, החברה לא נזהגת לעסוק בייזום, (יש לציין כי, מתוך תיק הנכסים החברה ביצעה ייזום "Ground Up" על מספר מועט של נכסים בדרך כלל עם שותפים כאשר לעיתים נחתם חוזה שכירות מראש על השטח בייזום).

מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, עם זאת, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער אשר יחושב כשיעור שינוע בין 20%-30% מסך ה-FFO המיוחס לחברה. להערכת מידרוג, מגבלת חלוקת הדיבידנד של עד 30% מסך ה-FFO משפיעה לחיוב על יכולת שירות החוב, זאת, בהתחשב במקורות אל מול השימושים הצפויים, יציבות פעילות החברה והיקף הדיבידנדים של חברות בדירוג דומה.

הנחות המודל

יש לציין כי בניתוח וסקלול כלל הגורמים המשפיעים על הדירוג, מידרוג נשענת על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון את ההנחות הבאות: העברת הזכויות של כלל הנכסים המפורטים בתשקיף לחברה, לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים. זאת, תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; שימוש בתמורת האג"ח, בין היתר, לצורך רכישת חלקם של השותפים במספר נכסים, להשלמת עסקת רכישה של נכס בניו יורק ולרכישת נכסי נדל"ן מסחריים נוספים באזורי הפעילות הנוכחיים; השלמת רכישת הנכס בניו יורק תמומן בנוסף ע"י הזרמת הון של בעל השליטה בסך של כ-5 מיליון דולר; החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, אך בהתאם למדיניות כפי שהוצגה למידרוג ע"י החברה ניתן לצפות לשיעור חלוקה משוער אשר עשוי להגיע עד לשיעור של כ-30% מסך ה-FFO המיוחס לחברה; בכוונת החברה לשמור על יחסי איתנות הולמים לדירוג; בהתאם למידע שהוצג ע"י החברה, מידרוג מצפה לשמירת נזילות התואמת את רמת הדירוג; יש לציין, כי דירוג החברה מסתמך על נתונים אלו וככל שלא יתממשו, הנ"ל עשוי להשליך לשלילה על הדירוג. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה במספר תרחישי רגישות לפרמטרים כגון היקף הכנסות, שיעורי היוון והשפעתם על רווחיות, הון עצמי, מינוף החברה וכדומה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב, בין היתר, מפורטפוליו נכסים איכותי המפגין יציבות תפעולית ותזרימית יחד עם פיזור טוב ביחס לרמת הדירוג, הן ברמת הנכסים והן ברמת השוכרים, התורמים לפרופיל העסקי של החברה. מצבת הנכסים של החברה כוללת 21 נכסים מניבים בענף הנדל"ן המסחרי (בנוסף, לאחר תאריך הדוחות הכספיים נחתם חוזה רכישה מותנה כלפי נכס נוסף בניו יורק). כלל נכסי החברה מציגים שיעורי תפוסות גבוהים לאורך זמן ומשך חוזי שכירות טובים ביחס לענף. נכון ליום 30.06.2015 שיעור התפוסה המשוקלל בנכסים עומד על כ-98% ואורך חוזי השכירות המשוקלל עומד על כ-8.5 שנים (לפי חלק החברה בנכסים. כמו כן, לא נלקחת בחשבון אופצית החברה לרכישת חלק השותף באחד הנכסים, ככל שתמומש האופציה, מספר זה עשוי אף להיות גבוה יותר), התורמים לתחזית תזרים עתידי יציבה. עיקר השוכרים בחברה בעלי מיצוב גבוה בשוק וכוללים, בין היתר, חברות כדוגמת: FedEx, Walgreen, Citibank ועוד. להערכת מידרוג, מיקום הנכסים ויציבותם התפעולית תורמים ליכולת שירות החוב ולפרופיל הסיכון של החברה; מוותק וניסיון רב שנים של בעלי השליטה והצוות הניהולי, באופן שתורם ליצירת ערך נוסף בנכסים על ידי השבחתם בהתבסס על פעולות שונות כדוגמת החלפת שוכרים, הוותק והניסיון הנ"ל משפרים את נראות יכולת החברה להשלים עסקאות רכישה והטמעה בפועל של נכסים נוספים באמצעות כספי הגיוס וממקורות נוספים בעתיד; יחסי מינוף ואיתנות טובים ביחס לדירוג, גם בהתייחס להיקף הגיוס הצפוי והשפעתו האפשרית על היקף החוב. נכון ליום 30.06.2015, היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי החברה מסתכם בכ-103 מיליון דולר (הון עצמי וזכויות מיעוט מסתכמים בכ-130 מיליון דולר). היקף זה של הון עצמי הולם לרמת הדירוג אך הינו נמוך יחסית ביחס לחברות המדורגות בדירוג גבוה יותר. בבחינת יחסי האיתנות המתקבלים לאחר ביצוע איחוד יחסי של חברות

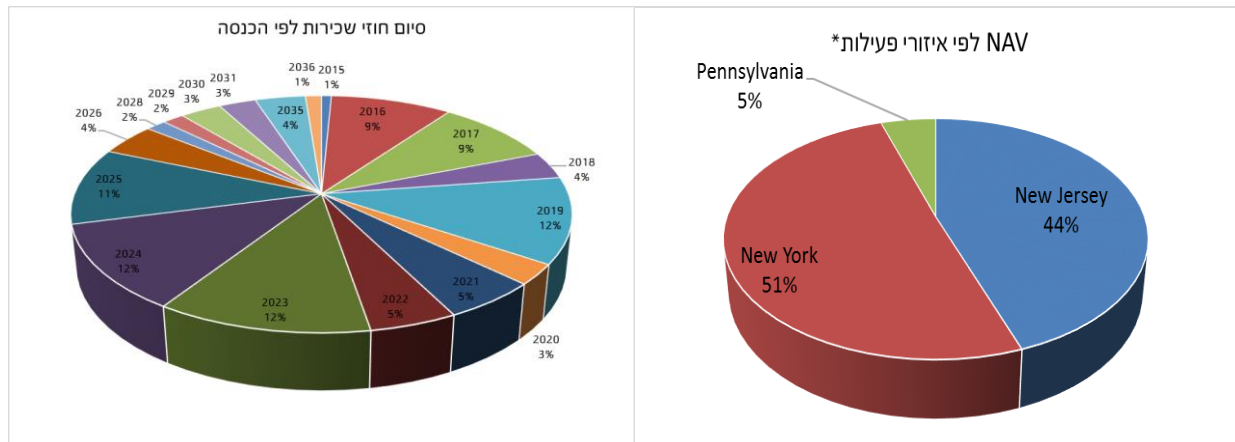


המוחזקות לפי שיטת השווי מאזני ולאחר השלמת גיוס האג"ח, צפויה שחיקה מסוימת ביחסים אלו. גם לאחר פעולות אלו, על פי תרחישים שעתידיים להתקיים, בהתאם לנתונים שנמסרו מהחברה, יחסי המינוף של החברה צפויים להיות הולמים לרמת הדירוג; פעילות החברה באזורי פעילות המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית, משפיעים לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה. נכסי החברה בניו יורק ממוקמים במנהטן באזורי ביקוש מרכזיים, ביניהם, SOHO ורחוב Fulton איזורים אלו נהנים בשנים האחרונות מצמיחה, הן בשל גידול הנדל"ן למגורים באיזורים אלו והן מגידול מגדלי משרדים. הנ"ל תורמים לביקוש לשטחי מסחר באיזור ובהתאמה לעלייה בשכ"ד ושווי הנכסים. מלבד ניו יורק לחברה נכסים הממוקמים בצפון ניו ג'רזי ובדרום פנסילבניה, אשר נמצאים במרחק נסיעה קצר יחסית מהעיר ניו יורק ומאופיינים בהכנסה גבוהה למשק בית.

דירוג החברה מושפע לשלילה, בין היתר, מתלות בבעל השליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה. לבעל השליטה תפקיד חשוב בפיתוח העסקי העתידי של החברה, בעיקר, יכולתו באיתור נכסים חדשים והשבתם בנוסף להשפעתו על נגישותה של החברה למקורות מימון ולקבלת השקעות נוספות משותפים; יחסי כיסוי והיקף FFO סבירים ביחס לרמת הדירוג, אולם, צפויים להישחק בטווח הקצר בשל גיוס האג"ח עד להתייצבותם של מספר נכסים אשר נמצאים בשלבים שונים של אכלוס והשבחה. נכון ליום 30.06.2015, היקף ה-FFO של החברה עומד על כ- 2.8 מיליון דולר (לחצי שנה), היקף אשר איננו בולט לחיוב ביחס לדירוג. עם זאת, החברה ביצעה מספר השבחות וחתימה על מספר הסכמי שכירות חדשים, אשר צפויים להביא לגידול בהיקף ההכנסות. אולם, יחס הכיסוי של החברה הנגזר מהחוב ל-FFO, של כ-19 שנים, הינו סביר; נכון למועד הדו"ח, גמישותה הפיננסית של החברה נובעת בעיקר מיכולת החברה להגדיל את היקפי ההלוואות בנכסיה, אשר מאופיינים ברובם בשיעורי LTV נמוכים (העומדים במשוקלל על מתחת ל-50%). יש לציין לחיוב את אורך ההלוואות המשוקלל אשר עומד על כ-8 שנים ואת כך שעיקר החוב של החברה נקוב בריבית קבועה באופן שתורם ליציבות התזרים העתידי. עם זאת, על פי לוח הסילוקין הצפוי של האג"ח צפוי רכיב "בולט". מידרוג מעריכה כי לחברה קיימת תלות מסוימת במחזור חובות, אם על ידי גיוס נוסף בשוק ההון לקראת פירעונות האג"ח המתוכננים בעיקרם בשנת 2021, ואם באמצעות מימון מחדש של הלוואות החברה על הנכסים הקיימים ו/או מימוש נכסים; מחשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני עקב ציפיות בשוק לעליית ריבית שעלולה להשפיע על שחיקה של שיעורי ההיוון. חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול הטבעי של שכ"ד הקיים, איכותם ומיצובם של הנכסים.

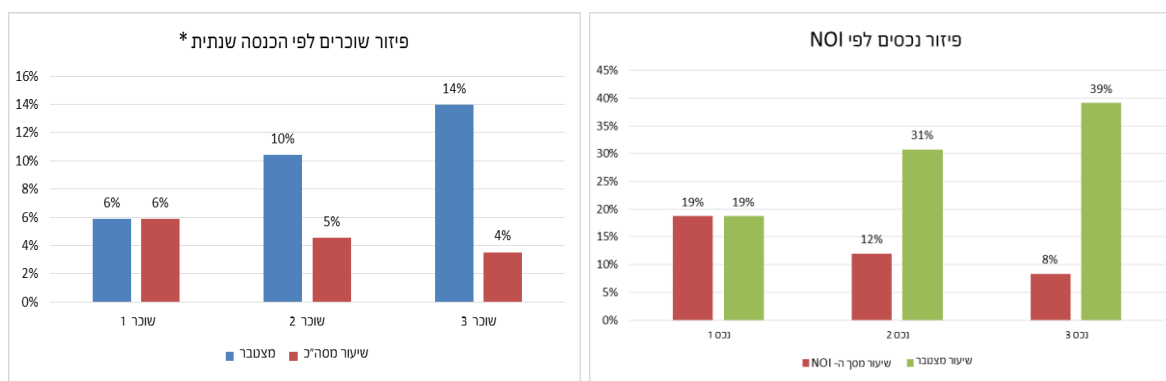
פורטפוליו נכסים איכותי המפגין יציבות תפעולית ותזרימית יחד עם פיזור טוב ביחס לדירוג הן ברמת הנכסים והן ברמת השוכרים תורמים לפרופיל העסקי של החברה

נכון למועד הדו"ח, מצבת הנכסים של החברה כוללת 21 נכסים מניבים בענף הנדל"ן המסחרי (בנוסף, לאחר תאריך הדוחות הכספיים נחתם חוזה רכישה מותנה כלפי נכס נוסף בניו יורק). פעילות החברה מתמקדת בשלושה אזורים עיקריים: ניו יורק, ניו ג'רזי ופנסילבניה. מיצוב נכסי החברה בניו ג'רזי ופנסילבניה מאופיינים ברובם כמרכזים מסחריים הממוקמים בצירי תנועה ראשיים בסמוך לעיירות עם היקף הכנסות הגבוהות מהממוצע בארה"ב (ראו להלן), המשרתים צרכים יומיומיים בסיסיים לקהל היעד. נכסי החברה בניו יורק ממוקמים בעיקר באזורי ביקוש מרכזיים במנהטן (Fulton street, Soho ועוד). הנ"ל תורם למיצוב הנכסים ויציבות ההכנסות מהם. שווי המוערך של הנכסים נכון ליום 30.06.2015, עומד על כ- 217 מיליון דולר. כלל נכסי החברה מציגים שיעורי תפוסות גבוהים לאורך זמן, בנוסף למשך חוזי שכירות טובים ביחס לענף. נכון ליום 30.06.2015 שיעור התפוסה המשוקלל בנכסים עומד על כ- 98% ואורך חוזי השכירות המשוקלל עומד על כ- 8.5 שנים (לפי חלק החברה בנכסים. כמו כן, לא נלקחת בחשבון אופצית החברה לרכישת חלק השותף באחד הנכסים, ככל שתמומש האופציה, מספר זה עשוי אף להיות גבוה יותר). ותורם ליציבות התזרימים העתידי. עיקר השוכרים בחברה הינם בעלי מיצוב גבוה בשוק ביניהם חברות/ רשתות מהידועות בארה"ב: FedEx, Walgreen, Citibank ועוד.



NAV* לפי חלק החברה בנכסים ולאחר רכישת הנכס בניו יורק לאחר תאריך הדוחות

בנוסף, לחברה פיזור בולט הן ברמת הנכסים והן ברמת השוכרים ביחס לחברות מדורגות בדירוג דומה. הנכס המהותי בחברה אחראי על כ-19% מסך ה-NOI ושלושת הנכסים המהותיים מהווים כ-39%. כמו כן, ביחס לדירוג לחברה פיזור בולט ברמת השוכרים שכן, השוכר המרכזי בחברה אחראי על כ-6% מסך ההכנסות ושלושת השוכרים המרכזיים מהווים כ-14% מסך ההכנסות. יש לציין לחיוב את יציבותם התפעולית והתזרימית לאורך שנים. להערכת מידרוג, מיקום הנכסים ויציבותם התפעולית תורמים ליכולת שירות החוב ולפרופיל הסיכון של החברה.



* לא נלקחת בחשבון אופציית החברה לרכישת חלק השותף באחד הנכסים, בעת מימוש האופציה פיזור השוכרים עשוי להשתנות באופן לא מהותי.

ותק וניסיון רב שנים של בעלי השליטה והצוות הניהולי תורמים ליצירת ערך נוסף בנכסים על ידי השבחת הנכסים, בין היתר, באמצעות החלפת שוכרים משפר את נראות יכולת החברה לרכוש ולהטמיע נכסים נוספים באמצעות כספי הגיוס

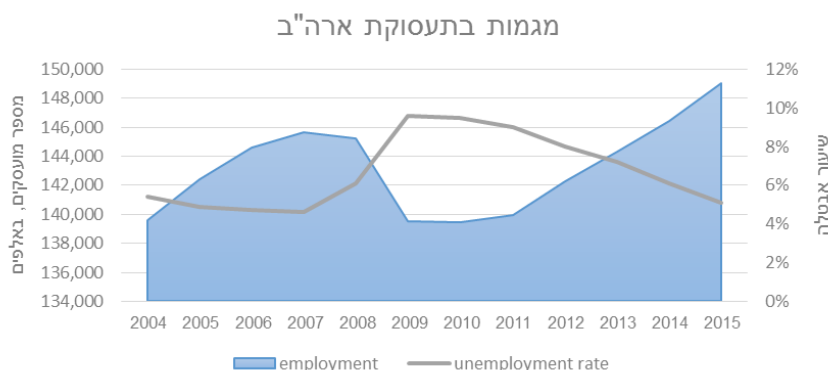
הקבוצה החלה את פעילותה בתחום הנדל"ן המסחרי בשנות ה-90. ניסיון הבעלים והצוות הניהולי הינו מהותי וכולל התמודדות עם מחזורים שליליים וסיכונים שונים הטמונים בפעילות בתחום הנדל"ן. יש לציין לחיוב את ניסיונו הרב של בעל השליטה בתחום המסחר שכן, טרם כניסתו לענף הנדל"ן, צבר ניסיון רב בתחום המסחרי כאשר שימש כשוכר במעל 25 חנויות בתחום המתנות וכרטיסי הברכה. כמו כן, הצוות הניהולי בחברה הינו בעל ניסיון בתחום הנדל"ן ובפרט בניהול ותפעול נדל"ן מסחרי. כל אלו, מקנים לחברה יתרון יחסי אשר בא לידי ביטוי בקשרים עם שוכרים פוטנציאליים (רשתות וחברות גדולות), מלווים, שיפור מיצוב הנכסים ועוד. החברה מתמחה באיתור נכסים בעלי אפשרויות השבחה באיזורי ביקוש ומיצוי הפוטנציאל בנכסים אלו בין היתר באמצעות, שיפוץ הנכסים, אכלוסם והחלפת שוכרים. הנ"ל תורם ליצירת ערך נוסף לנכסים על ידי גידול בהכנסה, תפעול יעיל של נכסים ועוד. מידרוג רואה לחיוב את הוותק והיכולות של הקבוצה התורמים לנראות התזרימית ולמיצוי הפוטנציאל הגלום בנכסים תוך שמירה על מיצובם, במקביל ליישום הפרופיל העסקי והאסטרטגיה של החברה, לרבות נגישותה למקורות מימון.

יחסי מינוף ואיתנות טובים ביחס לדירוג, גם בהתייחס להיקף הגיוס הצפוי והשפעתו האפשרית על היקף החוב

נכון ליום 30.06.2015, היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי החברה עומד על כ-103 מיליון דולר (הון עצמי וזכויות מיעוט עומדים על כ-130 מיליון דולר). בהתאם להערכות החברה, היקף ההון העצמי צפוי לגדול, בין היתר, בשל הזרמת הון בגובה של כ-5 מיליון דולר מבעל השליטה לצורך השלמת רכישת נכס בניו יורק. אף על פי כן, היקף זה של הון עצמי הינו הולם לרמת הדירוג אך הינו נמוך יחסית ביחס לחברות המדורגות בדירוג גבוה יותר. לחברה יחסי איתנות ומינוף טובים, נכון ליום 30.06.2015, יחס החוב ל-CAP עומד על כ-45% ויחס ההון למאזן על כ-55%. בבחינת יחסי האיתנות המתקבלים לאחר ביצוע איחוד יחסי של חברות המוחזקות לפי שווי מאזני ולאחר השלמת גיוס האג"ח, צפויה שחיקה מסוימת ביחסים אלו. עם זאת, הזרמת ההון של הבעלים כפי שצוינה לעיל, צפויה למתן במידה מסוימת שחיקה זו. גם לאחר פעולות אלו, ע"פ תרחישים בהתאם לנתונים שנמסרו מהחברה, יחסי המינוף של החברה צפויים לעמוד על טווח של 60%-63% (לפי איחוד יחסי של החברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני ולאחר גיוס האג"ח). יתר על כן, להערכת מידרוג וכפי שצוין לעיל, יציבות הנכסים ופעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב ויכולתה המוכחת של החברה בהשבת נכסים משפיעים על יציבות ואיכותו של ההון העצמי. לאור האמור, איכות הנכסים עשויה לסייע במקרה הצורך במימוש או במימון מחדש.

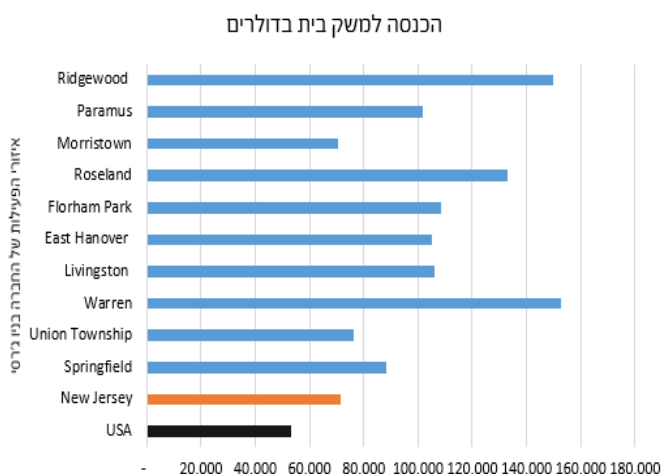
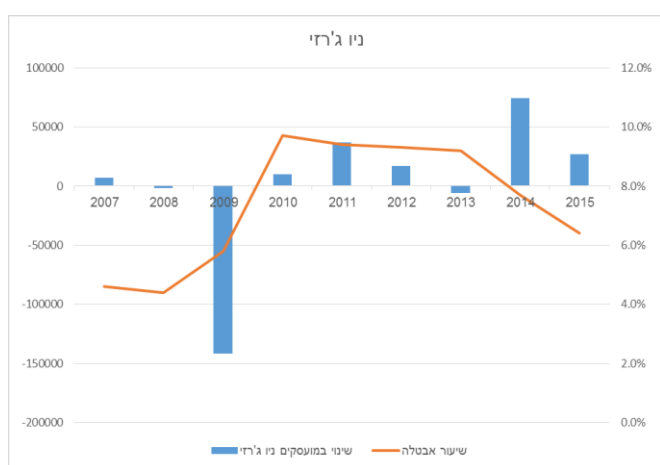
פעילות החברה באזורי פעילות המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית משפיעים לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה

ניו-יורק הינה העיר בעלת האוכלוסייה הגדולה והצפופה ביותר בארה"ב ומונה כ-8.3 מיליוני אנשים. העיר משמשת כביתן של חברות מרכזיות בכלכלה העולמית במגוון תחומים כגון פיננסים, ביטוח, נדל"ן, ושירותים עסקיים. בשנים האחרונות התחזקו בעיר תעשיות נוספות כאשר הבולטות הן חינוך, בריאות והיי-טק אשר צפויות להמשיך ולהתחזק לאור פיתוחם של מרכזים נוספים להשכלה גבוהה ומתחמי טכנולוגיה, באופן המקטין את תלות העיר בתעשיות הפיננסים והשירותים העסקיים. בדומה לכלל ארה"ב, החל משנת 2011 קיימת מגמת ירידה בשיעורי האבטלה בניו-יורק סיטי ולמרות ששיעור האבטלה טרם הגיע לרמות שלפני המשבר, היקף המועסקים בעיר גבוה בכ-3% בהשוואה להיקף המועסקים ערב המשבר. נכסי החברה בניו יורק ממוקמים במנהטן באזורי ביקוש מרכזיים, ביניהם, SOHO ורחוב Fulton איזורים אלו נהנים בשנים האחרונות מצמיחה הן בשל גידול שטחי הנדל"ן למגורים באיזורים אלו והן מגידול בשטחי משרדים. הנ"ל תורמים לביקוש למסחר באזור ולעלייה בשכ"ד ושווי הנכסים.



מלבד ניו יורק לחברה נכסים הממוקמים בצפון ניו ג'רזי ובדרום פנסילבניה, אשר נמצאים במרחק נסיעה קצר יחסית מהעיר ניו יורק. ניו ג'רזי הינה אחת המדינות העשירות בארה"ב (מבחינת הכנסה למשק בית), שיעור האבטלה בה במגמת ירידה אך

טרם חזר לרמות טרום המשבר וניתן לראות מגמה חיובית במספר המועסקים בה בשנים האחרונות. ההכנסה הממוצעת בניו ג'רזי עומדת על כ- 72 אלף דולר למשק בית וזאת ביחס לכ- 51 אלף דולר למשק בית בכלל ארצות הברית. אולם, איזורי הפעילות של החברה (בעיקר צפון ניו ג'רזי) אף מאופיינים בהכנסה למשק בית גבוהה יותר המגיעה עד לכ- 150 אלף דולר למשק בית בחלק מהאזורים. היקף ההכנסה הפנויה של משקי הבית בסביבה זו תורמת רבות ליציבות הנכסים המסחריים של החברה שכן הינם מאופיינים ברובם כמרכזים מסחריים הממוקמים בצירי תנועה ראשיים, המשרתים צרכים יומיומיים בסיסיים לקהל היעד.



סיכונים עסקיים ופיננסיים

תלות בבעל השליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

מר קליין עומד בראש החברה והינו בעל השליטה בה. כפי שצוין לעיל, למר קליין ניסיון וותק בתחום הנדל"ן המסחרי במוקדי הפעילות של החברה הן כמייסד קבוצת Klein והן בתפקידים אחרים. על כן, לבעל השליטה תפקיד חשוב בפיתוח העסקי העתידי של החברה, בעיקר בשל יכולתו באיתור נכסים חדשים והשבחתם והשפעתו על נגישותה של החברה למקורות מימון ולקבלת השקעות נוספות משותפים. עם זאת, ליתר נושאי המשרה בחברה ניסיון רב בניהול ואחזקה של מצבת הנכסים הקיימת ותפעול שוטף של החברה. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי לחברה תלות במר קליין ובמקרה בו יחדל מלכהן כבעל השליטה בחברה, הדבר עשוי להשפיע באופן מהותי על פרופיל הסיכון.

יחסי כיסוי והיקף FFO סבירים ביחס לרמת הדירוג, אולם, צפויים להישחק בטווח הקצר בשל גיוס האג"ח עד להתייצבותם של מספר נכסים אשר נמצאים בשלבים שונים של אכלוס והשבחה.

נכון ליום 30.06.2015 היקף ה-FFO של החברה עומד על כ- 2.8 מיליון דולר (לחצי שנה) היקף אשר איננו בולט. אולם, יחס שירות החוב ל-FFO של כ-19 שנים הינו סביר. עם גיוס האג"ח יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישחק בטווח הקצר וזאת

עד להתייצבותם של מספר נכסים בהם נחתמו חוזים אשר צפויים להניב הכנסה במהלך שנת 2016, ביניהם, נכסים שהושכרו ל-Comcast, Costco ועוד. כמו כן, על החברה לאכלס את הנכס החדש שנרכש בניו יורק לאחר תאריך הדוחות הכספיים. עם זאת, יש לציין כי חוזי השכירות של החברה חתומים לטווח ארוך (כ-7.5 שנים במשוקלל) וברוב החוזים של החברה קיימת עלייה מובנית של שכ"ד. בנוסף, החברה צפויה לבצע מימון מחדש של הלוואות במהלך השנים 2015-2017 (בסכום של כ-30 מיליון דולר חלק חברה), כאשר כיום הלוואות אלו נקובות בריבית גבוהה מריבית השוק הנוכחית. הנ"ל צפוי לשפר את יחסי הכיסוי ואת היקף ה-NOI וה-FFO בטווח הבינוני והארוך. בנוסף, מהירות התייצבות יחסי הכיסוי תלויה בניצול חלק מכספי הגיוס לרכישת והטמעה של נכסים נוספים. במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחישי רגישות לזמן הרכישה וההטמעה של רכישת נכסים אלו.

לחברה גמישות בינונית הנובעת מהעדר נכסים לא משועבדים; נכסי החברה משועבדים בשיעורי LTV נמוכים יחסית

נכון למועד הדו"ח, גמישותה הפיננסית של החברה נובעת בעיקר מיכולת החברה להגדיל את היקפי הלוואות בנכסיה, אשר מאופיינים ברובם בשיעורי LTV נמוכים (העומדים במשוקלל על מתחת ל-50%). יש לציין לחיוב את אורך הלוואות המשוקלל אשר עומד על כ-8 שנים ואת כך שעיקר החוב של החברה נקוב בריבית קבועה, הנ"ל, תורם ליציבות התזרים העתידי. כמו כן, יציבות התזרים מנכסיה המניבים וגידול בתזרים בשנים הקרובות כפי שצוין לעיל, מגדילים את נראות הגמישות מנכסים אלו באופן אשר עשוי לתרום לשירות האג"ח במידת הצורך. כחלק מהנחות המודל חלק מכספי האג"ח צפויים לשמש להשלמת רכישת הנכס בניו יורק אשר לפי הערכות החברה צפוי להישאר לא משועבד. הנ"ל צפוי לתרום לגמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, על פי לוח הסילוקין הצפוי של האג"ח צפוי רכיב "בולט". מידרוג מעריכה כי לחברה קיימת תלות יחסית במחזור חובות, אם על ידי גיוס נוסף בשוק ההון לקראת פירעונות האג"ח המתוכננים בעיקרם בשנת 2021, ואם באמצעות מימון מחדש של הלוואות החברה על הנכסים הקיימים ו/או מימוש נכסים.

ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית, לחברה חשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול המובנה של שכ"ד הקיים ואכלוס והשבחה של נכסים קיימים

בשל סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה בכלכלת ארה"ב, שיעור ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שוויים של נכסים מניבים. מדובר בשיעורי היוון נמוכים היסטורית (אם כי המרווח בין שיעור ההיוון לבין התשואה של אג"ח ממשלת ארה"ב עלה בשנים האחרונות), גם לענף עצמו. על פי הערכות השווי של נכסי החברה שיעורי ההיוון המשוקללים לפי איזורי פעילות הינם: ניו ג'רזי-5.5%, ניו יורק-4.2% ופנסילבניה-7.5%. שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לשלילה על שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני, בשל עליית שיעורי ההיוון. במסגרת שקלול הנתונים וההשפעות האפשריות, ניתן לציין ירידה בהיקף ההון העצמי של החברה ושחיקה למעשה ביחסי האיתנות, בנוסף לשחיקה מסוימת בתחזית התזרים של החברה, היות והחברה מתבססת, בין היתר, על מחזור חובות בעתיד, שייתכן ויהיו "יקרים" יותר. להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים הכוללים, בין היתר, את העובדה כי העלייה בשווי הנכסים איננה נובעת באופן מלא מירידה בשיעור ההיוון, אלא בנוסף, בין היתר, בעקבות השבחת הנכסים ועלייה טבעית ב-NOI התורם לעליית שווי הנכסים. כפי שצוין לעיל חברה חוזים חתומים לטווח ארוך עם עלייה מובנית של שכ"ד. שנה גם חשיפה מסוימת לגמישות החברה הנגזרת ממימון מחדש בעתיד ולא להתזרים החופשי שעתיד לנבוע במצב של מכירת נכסים בעתיד. בנוסף, עליית סביבת הריבית בארה"ב, ככל שתתרחש, עשויה לחול בד בבד עם שיפור משמעותי במצב הכלכלי במדינה, אשר צפוי להאיץ את קצב הצמיחה של התזרים וה-NOI.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה ובהיקף ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות
- גידול בהיקף ה-FFO ושיפור ביחסי הכיסוי
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה בהיקף ה-FFO והתזרים הפרמננטי
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש בה בכדי לפגוע באיתנות החברה
- הרעה או שינוי בסביבת הפעילות העסקית של החברה

דוחות מתודולוגיים:

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 16 בנובמבר 2015

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 בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - 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.

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 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום¹, בקרת שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

¹ להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע.

מידרוג, הדיסקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.