

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2011

1

מחברים:

פבל יופה, ראש צוות
pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר - דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

הוט - מערכות תקשורת בע"מ

דירוג סדרות	A1	אופק: יציב
-------------	----	------------

מידרוג מודיעה על דירוג A1 אופק יציב לסדרות חוב קיימות ולהרחבת הסדרות בהיקף של עד 900 מיליון ₪. מתוך היקף הגיוס סך של עד 500 מיליון ₪ ישמש לתשלום הראשון עבור רכישת 100% מהון המניות של חברת מירס תקשורת בע"מ. יתרת הגיוס תשמש למחזור חוב ונזילות.

להלן סדרות החוב במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מספר ני"ע	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30/6/2011 במיליוני ש"ח	תחילת פירעון קרן	סיום פירעון קרן
אג"ח א'	1123256	3.9%	מדד	835	2012	2018
אג"ח ב'	1123264	6.9%	ללא הצמדה	675	2012	2018

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.9.2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

עסקת רכישת מירס תקשורת בע"מ ("מירס")

לצורך מימון עסקה לרכישת חברת מירס תקשורת בע"מ ("העסקה" או "עסקת מירס") הוט מתכוונת לגייס חוב חדש, באמצעות הרחבת סדרות קיימות. סך של עד 500 מיליון ₪ מתוך הגיוס ישמש לתשלום הראשון עבור רכישת 100% ממניות מירס. תשלומים נוספים מותנים בהיקף ה- EBITDA, עליה תדווח הוט בדוחות המאוחדים והם יכולים להגיע לסך מצטבר של עד 225 מיליון ₪ לתשלום בין השנים 2013-2016. סך נוסף של עד 225 מיליון ₪ מותנה בהשגת נתח שוק ע"י מירס. ככל שמירס תחויב בתשלומים למדינה עבור דמי הרישיון, יקוזזו תשלומים אלו מסכומי התשלום העתידיים שישולמו למוכרים כתלות בהשגת נתח שוק. מידרוג מעריכה, כי על בסיס החוב הקיים בהוט (מאזני וחוף מאזני) ובמירס ובהתחשב בתוספת חוב בגין מימון התשלום הראשון עבור עסקת מירס סך החוב המצרפי פרפורמה עומד על כ- 3.4 מיליארד ₪.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בשיפור העסקי והפיננסי בהוט, שיפור זה מציב את הפרופיל הפיננסי ערב עסקת מירס ברף הגבוה של הדירוג הקיים; יתרונות אסטרטגיים וסינרגטיים משמעותיים הגלומים ברכישת מירס אשר יבואו לידי ביטוי בגיוון בסיס ההכנסות והרווחיות תוך ירידת התלות במגזר הטלויזיה הרב ערוצית בכבלים, חיזוק המיצוב מול המשתמשים הסופיים וחסכון בעלויות. כמו כן, נציין כי שימוש בפלטפורמה של מירס לצורך הקמת רשת סלולר חדשה תורם לקיצור זמן הקמת התשתית הטכנולוגית והניהולית והשיווקית ולהוזלת סך ההשקעות.

לצד גורמים אלו נציין כי הוט עומדת לקראת השקעות מהותיות הכוללות את עלות רכישת חברת מירס והקמת רשת הסלולר חדשה ע"י מירס, את התחרות השוררת בשוק הסלולר ואשר צפויה להתגבר במקביל לכניסת מפעילים חדשים לתחום, את השחיקה ברווחיות של חברות הסלולר, אשר נגרמה בעיקר על רקע שינויים רגולטורים ובכלל את היות הענף התקשורת לרבות תחום הטלויזיה הרב ערוצית ענף תלוי רגולציה.

על רקע השיפור בתוצאות של הוט, ירידה בהיקף החוב והשיפור ביחסי הכיסוי ובהתחשב בהיקף ההשקעות הצפויות, מותירה מידרוג אופק יציב לדירוג. מידרוג מציינת כגורמי סיכון עיקריים אפשרות של אי עמידה בתוכנית העסקיות באשר להקמת התשתיות הטכנולוגיות והשיווקיות לפעילות הרט"ן.

הוט - נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪:

2007	2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
נתונים תוצאתיים עיקריים						
2,627	2,972	3,129	3,254	1,610	1,646	הכנסות
53	93	85	106	7	158	רווח נקי
864	1,011	1,084	1,223	607	703	EBITDA
683	835	961	1,110	561	629	* FFO
581	597	677	648	333	252	CAPEX
נתונים מאזניים עיקריים						
5,662	5,586	5,473	5,389	5,301	5,104	סך הנכסים
1,241	1,312	1,411	1,521	1,403	1,752	הון עצמי
3,267	3,044	2,852	2,424	2,683	2,066	חוב פיננסי בניכוי מזומן מיועד
איתנות פיננסית						
22%	23%	26%	28%	26%	34%	הון עצמי למאזן
72%	70%	68%	62%	66%	54%	חוב ל-CAP
יחסי כיסוי						
33%	34%	35%	38%	38%	43%	EBITDA/הכנסות
3.8	3.0	2.6	2.1	2.2	1.6	חוב פיננסי ברוטו/ LTM EBITDA
4.7	3.4	3.2	2.8	2.7	1.8	חוב פיננסי ברוטו/ LTM FFO *
1.6	2.3	2.4	3.3	3.3	3.5	(FFO-Capex+Interest Ex. Gross)/Interest Ex. Gross
יחסי כיסוי מתואמים						
NA	NA	NA	2.6	2.7	2.0	חוב פיננסי מתואם/ LTM EBITDA **
NA	NA	NA	2.8	2.9	2.3	חוב פיננסי מתואם/ LTM FFO **
יחס שהוגדר בדירוג						
NA	NA	NA	35%	34%	42%	*** FFO-DIV/חוב

* מידרוג ביצעה התאמה ל- FFO - תוספת של כ- 170 מיליון ₪, בגין ההפרשה לזכויות יוצרים כהפרשי עיתוי במחצית הראשונה של 2010 (כ- 20 מיליון במחצית הראשונה של 2011).

** חוב פיננסי מותאם כולל חוב פיננסי (תאגידים בנקאיים, אג"ח) בתוספת התחייבויות נוספות, חלקן חוץ מאזניות מסוג יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, התחייבויות לממשלה בגין רשת הכבלים, התחייבויות בגין תמלוגים לזכויות יוצרים, והתחייבויות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים. בגין כל הסכומים אלה הוסיפה מידרוג לחוב הפיננסי סך של כ- 600 מיליון ₪.

*** החברה לא חילקה דיבידנד, לפיכך היחס בעצם הינו היחס של FFO מותאם לחוב מותאם.

מגמת השיפור בפעילות הוט ובתוצאות הכספיות נמשכת

נמשכת מגמת שיפור בפעילות ובתוצאות הכספיות, תוך עמידה ביעדים ובתוכניות עסקיות, אשר הוצגו למידרוג¹. השיפור בתזרימי המזומנים החופשי נובע מעליה ב- EBITDA, ירידה ב- CAPEX לצד ירידה בסך החוב. כל אלו מובילים לשיפור ניכר ביחסי הכיסוי.

¹ פרטים נוספים - דוח דירוג ראשוני של הוט

הכנסות החברה הושפעו בעיקר מעליה בהכנסות מגזר טלוויזיה בכבלים, על רקע עליית מחירים והעמקת שימוש בשירותים בתשלום. בנוסף, הכנסות מגזר שירותי תקשורת ניחת רשמו עליה, שמקורה בעליה במספר המוניים בשירותי גישה לאינטרנט והרחבת רוחבי הפס. נוסף כי נרשמה ירידה בהכנסות מדמי קישוריות ולמרות זאת סך הכנסות המגזר שירותי התקשורת הניחת רשם גידול.

השיפור ברווח נקי במחצית הראשונה של 2011, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, נובע בעיקר מהפרשה לזכויות יוצרים, שנרשמה במחצית הראשונה של 2010. ירידה בהוצאה בגין דמי קישוריות ותהליכי התייעלות. הירידה בהיקף המאזן נובעת מפירעון אשראי בנקאי, בחלקו כנגד יתרת מזומן מיועד.

מירס - שחקנית וותיקה בתחום הסלולר עומדת בפני שינוי אסטרטגי

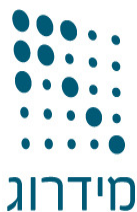
מירס פועלת בשוק הסלולר בישראל בתחום פעילות יחיד הכולל תקשורת סולארית: שיחות טלפון, שירותי ווקי טוקי, שירותי נידה בחו"ל, העברת נתונים ועוד. מירס משתמשת בטכנולוגיה iDEN, המאפשרת שילוב שיחות ווקי טוקי אישיות וקבוצתיות עם שיחות טלפון ויתר השירותים (לא תומכת נידה בחו"ל, לכן לקוחות חייבים להחליף טלפונים). למירס כיום 480,000 מנויים, מזה כ- 330,000 לקוחות עסקיים.

מירס - נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ₪:

2008	2009	2010	Q1/10	Q1/11	
					נתונים תוצאתיים עיקריים
1,002	1,002	1,013	248	245	הכנסות
30	(14)	(18)	8	6	רווח נקי
293	201	225	63	67	EBITDA
152	199	159	47	25	CAPEX
141	1	67	16	41	EBITDA-CAPEX
322	170	201	64	63	FFO
					נתונים מאזניים עיקריים
777	819	832	-	814	סך הנכסים
433	424	198	-	205	הון עצמי
194	164	371	-	368	חוב פיננסי ברוטו
					איתנות פיננסית
56%	52%	24%	-	25%	הון עצמי למאזן
31%	28%	65%	-	64%	חוב ל-CAP
					יחסי כיסוי
29%	20%	22%	25%	27%	EBITDA/הכנסות
0.7	0.8	1.6	-	1.4	חוב פיננסי ברוטו/ LTM EBITDA
0.6	1.0	1.8	-	1.4	חוב פיננסי ברוטו/ LTM FFO

בשוק הסלולר בישראל פועלות ארבע חברות: שלוש חברות מובילות עם נתחי שוק דומים בשיעור של מעל 30% מסך השוק לכל אחת וחברת מירס המחזיקה בנתח שוק של כ- 5% ומספקת שירותי תקשורת סלולר ייחודיים בשל השימוש בטכנולוגיה iDEN. מספר השחקנים בתחום צפוי להתרחב בשנים הקרובות, לאחר שהונפקו מספר רישיון רט"ו ו-MVNO למפעילים שונים ונבחרו שני מפעילים סלולריים חדשים- מירס עצמה ומתחרה נוספת.

בחודש אפריל, זכתה החברה ברישיון למתן שירותי רדיו טלפון נייד בישראל במסגרת מכרז, אשר פורסם ע"י משרד התקשורת. במסגרת המכרז התחייבה החברה לספק כיסוי ארצי (בהיקף של 90%) באמצעות רשת סלולרית חדשה (דור 3.9) תוך שבע שנים מקבלת רישיון הרט"ו, כאשר חלקו יסופק באמצעות אתרים קיימים של מירס שיוסבו לשידור ותדרים החדשים וחלקו באמצעות אתרים חדשים שיוקמו ע"י ידה. כמו כן, תוכל מירס להרחיב את הכיסוי באמצעות



שימוש בשירותי נדידה פנים - ארצית. תמורת הרישיון התחייבה מירס להעמיד ערבות בנקאית בסך של 695 מיליון ₪ לטובת דמי הרישיון. תשלום יתרת דמי הרישיון למעט סך 10 מיליון ₪ יבוצע בתום חמש שנים מיום קבלת הרישיון. יתרת דמי הרישיון תיגזר מנתח השוק של מירס במגזר הפרטי, אשר ימדד במונחי נתח שוק, דקות יוצרות והיקף הכנסות. בהנחה כי במרכז זכו שני מתמודדים, הרי שיתרת דמי הרישיון תופחת בשביעית עבור על אחד אחוז (1%) נתח שוק שמירס צברה. היתרה תשלום בתום חמש שנים ושלושה חודשים מיום מתן הרישיון.

ערב עסקת הוט- מירס, מדווחת מירס על יציבות בהכנסות, שולי EBITDA נמוכים משולי ה-EBITDA של הוט והיקף השקעות משמעותי, אשר לא ניתן להצביע כי תרם לשיפור בתוצאות הכספיות. יחד עם זאת למירס יחסי כיסוי חוב טובים.

חברת מירס נרכשה מידי חברת מוטורולה ע"י חברת Altice Securities S.A.r.l (חברה זרה, המוחזקת, בשרשרת, ע"י פטריק דרהי, להלן: "AA") בחודש מאי 2010 תמורת 652 מיליון ₪, מזה כ- 350 מיליון ₪ מומנו בחוב אשר הועבר למירס במסגרת מיזוג בין AA לבין מירס.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

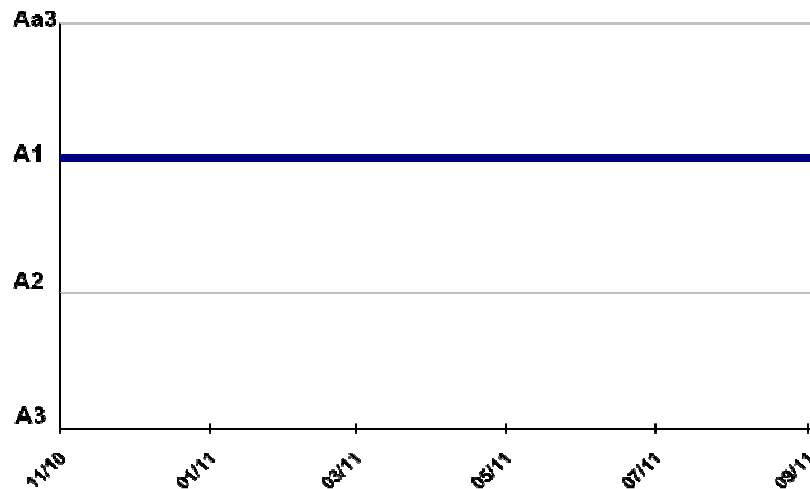
- שיפור מהותי באחיזה בשוק התקשורת (נתח שוק, גיוון סל השירותים), אשר ישתקף בתוצאות הכספיות משופרות ויכולת שירות חוב גבוהה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינויים במפת התחרות, שיפגעו במיצובה של החברה
- סטייה מהתחזיות באשר לפעילות מירס, ובפרט באשר להצלחת הקמה, השקה והטמעת רשת הסלולר
- הרעה בתוצאות הכספיות מאוחדות, בין היתר, עליה ביחס חוב פיננסי מאוחד מותאם ל- EBITDA ל- 3 ומעלה
- חלוקת דיבידנדים, כאשר התזרים הפרמננטי (FFO), בניכוי הדיבידנד (ו/או סכומים המוכרזים כדיבידנד לחלוקה), לחוב פיננסי מותאם מאוחד², יהיה נמוך מ- 25%
- שינויים בהסכמי המימון באופן אשר פוגעים בגמישות הפיננסית

² היחס חושב לאחר התאמות לחוב ו- FFO (12 חודשים אחרונים). חוב פיננסי מותאם כולל חוב פיננסי (תאגידים בנקאיים, אג"ח) בתוספת התחייבויות נוספות, חלקן חוץ מאזניות מסוג יתרת ספקים כנגד רכוש קבוע, התחייבויות לממשלה בגין רשת הכבלים, התחייבויות בגין תמלוגים לזכויות היוצרים, והתחייבויות תלויה הנובעת ממחלוקת בין החברה ובין רשות המיסים. בגין כל הסכומים אלה הוסיפה מידרוג לחוב הפיננסי סך של כ-600 מיליון ₪. בנוסף, ביצעה מידרוג התאמה ל- FFO - תוספת של כ- 170 מיליון ₪, בגין ההפרשה לזכויות יוצרים כהפרשי עיתוי.

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

6

חברת הוט פועלת בעצמה ובאמצעות תאגידים מוחזקים בשני תחומי פעילות עיקריים: שידורי טלוויזיה רב ערוצית בכבלים ושירותי תקשורת פנים ארצית נייחת. לאחר השלמת העסקה לרכישת מירס תפעל הוט בשוק הסלולר בישראל. החברה מוחזקת בשיעור של 51.68% ע"י חברת קול החזקה בע"מ הנשלטת ע"י איש העסקים מר פטריק דרהי (בעקיפין). חברת קול התקשרה בעסקאות לרכישת מניות נוספות של הוט כך שבמהלך שנת 2012 שיעור אחזקתה צפוי לעלות לכ- 65%.

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* 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 Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-**Aa** ועד **Caa**. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה 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") 2011

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 נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו 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 צריכים 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 ביעוץ 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 חברה בת של מודי'ס אינבסטורס סרוויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd). (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.