



מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

דוח מעקב שנתי | ספטמבר 2011

1

מחברים:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט

Guyd@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה

Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות (א')
------------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א'), שהנפיקה מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ ("שנפ" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים 30/06/2011 במיליוני ₪	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2007-2014	28	מדד	5.35%	מאי 2007	1103597	א'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במעמדה העסקי החזק של החברה בשוק המקומי, הנובע מנתח שוק משמעותי של כ- 45%, ממוניטין ומוותג חזק. בשנתיים האחרונות החברה הפגינה גידול בהיקף כמויות המצברים שנמכרו בשוק המקומי. הנהלת החברה מתאפיינת בוותק וניסיון רב. החברה מושפעת לטובה מיתרונות לגודל וממערך הפצה ושיווק ישיר רחב, שיעורי רווחיות גבוהים לאורך זמן, בסיס לקוחות רחב ומפוזר. נזילות החברה הינה גבוהה ונסמכת על יכולת ייצור תזרימי מזומנים יציבים לאורך השנים ויתרות נזילות. החברה מציגה יחסי כיסוי מהירים, כפי שמתבטא ביחס חוב ל- EBITDA של כ- 1.2 ל-12 החודשים שמסתיימים ביום 30.06.2011.

גורמי הסיכון העיקריים של החברה כוללים: חברה קטנה, בעלת היקף הכנסות נמוך והתבססות על קו מוצרים יחיד בשוק בוגר. כמו כן, תנודתיות מחירי העופרת משפיעה על צורכי ההון החוזר של החברה ועל שיעורי הרווחיות. מיתוג החברה כמובילת שוק וגיוון לקוחות מקזזים את סיכוני ענף הפעילות התנודתי. אופק הדירוג היציב נסמך על הציפייה לשמירה על יציבות בשיעורי הרווחיות של החברה, רמת המינוף ושמירת יתרות נזילות לאורך זמן, על רקע תנודתיות מחירי העופרת.

שנפ - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	H1 2010	H1 2011	
138	159	138	150	66	64	הכנסות
49	46	53	48	21	20	רווח גולמי
23.7	16.2	24.7	21.5	9.0	7.3	רווח תפעולי
14.3	7.6	20.0	16.7	6.8	4.0	רווח נקי
35.7%	28.7%	38.1%	32.4%	32.2%	31.1%	שיעור רווח גולמי
17.2%	10.2%	17.9%	14.4%	13.6%	11.5%	שיעור רווח תפעולי
18	39	44	41	39	31	יתרות נזילות
48	48	46	37	37	28	חוב פיננסי
55%	55%	60%	63%	63%	68%	הון עצמי למאזן
27	19	28	25	11	9	EBITDA
20	16	19	19	8	8	FFO
(23)	(6)	(4)	(10)	(10)	(8)	דיבידנדים שחולקו
1.8	2.5	1.7	1.5	1.4	1.2	חוב פיננסי ל- EBITDA
2.4	3.0	2.4	1.9	2.0	1.4	חוב פיננסי ל- FFO

נתח שוק מוביל בשוק המקומי המושתת על מוניטין חזק וותיק

החברה הינה המובילה בישראל לייצור ושיווק מצברים לרכבים, בעלת נתח שוק מוערך של כ- 45% בשוק המקומי. למוצרי החברה מוניטין חזק ומבוסס, הנסמך על ותק, ניסיון רב ואמינות המותג. בשנים האחרונות הגדילה החברה את היקף הכמויות הנמכרות בשוק המקומי וביססה את מעמדה המוביל בישראל. בשנת 2010 גדל מספר המצברים שנמכרו בכ-16% לעומת שנת 2009, זאת בהמשך לגידול של כ-11% אשר נרשם בשנת 2009 בהשוואה לשנת 2008. מגמה זו נמשכה גם בחציון הראשון של שנת 2011. מידרוג מציינת לטובה את קצב הגידול הנ"ל, הן לעומת חברות מתחרות והן לעומת השוק. קצב צמיחת שוק כלי הרכב הפרטיים בישראל בשנים הללו הנו בשיעור שבין 3% ל-5% שנתי.

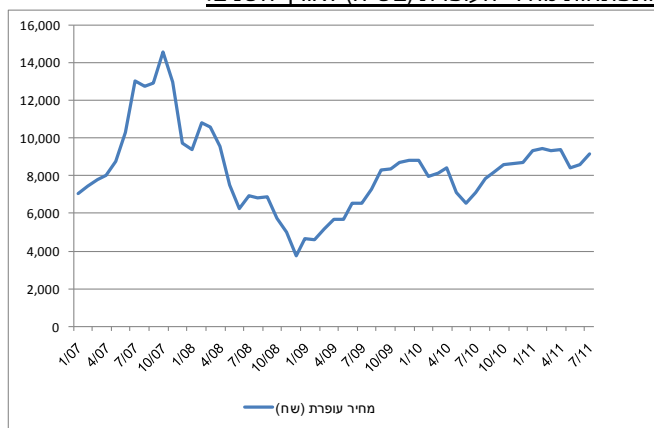
בשונה מהמגמה בשוק המקומי, מכירות החברה לשווקי חו"ל לאורך השנים הציגו חולשה בפעילות ושיעורי רווחיות נמוכים. לאור זאת, החל משנת 2010, צמצמה החברה את מכירותיה לשווקים מחוץ לישראל עד לרמה זניחה. במהלך שנת 2010 החברה הציגה גידול בשיעור של כ-8% בהכנסות לעומת שנת 2009, אשר נבע מגידול בכמויות שנמכרו בשוק המקומי. גידול זה קוזז בחלקו על ידי קיטון בכמויות שנמכרו לשווקים בחו"ל. במחצית הראשונה של שנת 2011, מכירות החברה נותרו יציבות לעומת התקופה המקבילה כתוצאה מירידה בהיקף הייצוא בכ-90% ועלייה במחירי המכירה ובכמויות בשוק המקומי.

יציבות ברווח הגולמי על אף תלות במחירי העופרת

הרווחיות הגולמית מושפעת מתנודתיות במחירי חומרי הגלם, בעיקר עופרת, שהינה קומודיטי, המהווה כ-56% מעלות המצבר. החברה מציגה רווח גולמי של כ-48 מיליון ש"ח לעומת רווח גולמי של כ-53 מיליון ש"ח לשנת 2009. השינוי ברווחיות הגולמית בין התקופות נובע מעליית מחירי העופרת בין התקופות ואי עדכון מחיר המכירה ללקוח בהתאמה באופן מלא. מחירי העופרת התאפיינו בתנודתיות רבה בשנים האחרונות, והשפיעו על היקף ההכנסות, שיעורי הרווחיות של החברה וצורכי ההון החוזר. יודגש, מאחר והחברה שומרת על יתרות מלאי גבוהות של עופרת, התנודתיות במחירים משפיעה על תקופות עוקבות למועד השינוי.

כ-50% מצריכת העופרת הינה עופרת "נקייה" (עופרת ללא תוספים), אותה רוכשת החברה בחו"ל באמצעות חברת סחר אנגלית. לחברה אין תלות בספק זה. את יתרת תצרוכת העופרת, רוכשת החברה מייצרן מקומי של עופרת ממוחזרת. לחברה תלות בספק זה, אולם לפי ניסיון החברה, ניתן למצוא אלטרנטיבות בחו"ל.

התפתחות מחירי העופרת (בש"ח) לאורך השנים:



החברה מושפעת לחיוב מיתרונות לגודל ומערך הפצה רחב

לחברה מערך שיווק והפצה רחב, הכולל סניפים בפריסה ארצית, בד בבד עם שיטת שיווק ישירה. באמצעות הסניפים מפיצה החברה את מוצריה ומספקת מענה מהיר לצרכים השונים של הלקוחות. מערך ההפצה הרחב ושיטת השיווק הישיר, מהווים יתרון מול המתחרים ומבסס את מעמדה ונתח השוק של החברה בשוק המקומי. בנוסף, החברה מושפעת לטובה מיתרון לגודל בענף, המתבטא בשיעור הוצאות מכירה ושיווק נמוך בהשוואה למתחרים. שיעור הוצאות מכירה ושיווק ממחזור ההכנסות עמד במוצע על כ- 13% בשנים האחרונות, בהשוואה לשיעור ממוצע של כ- 20%, הנרשם אצל המתחרה העיקרית של החברה, וולקן תעשיות רכב בע"מ. יתרונות אלה תרמו לחברה בהשגת שיעורי רווחיות תפעולית לשנים 2010 ו-2009 של כ- 14% ו-18%, בהתאמה, אשר הינם שיעורי רווחיות גבוהים לענף זה. בחציון הראשון של שנת 2011 ירד שיעור הרווחיות התפעולית לכ- 11.5%, עקב היקף מכירות נמוך המאפיין תקופה זו של השנה.

נזילות גבוהה ותזרים מזומנים מפעילות יציב לאורך השנים

במידרוג מעריכים כי רמת הנזילות של החברה הינה טובה. החברה מייצרת תזרימי מזומנים מפעילות יציבים לאורך השנים. לחברה יתרת מזומנים ושווי מזומנים של כ- 31 מיליון ₪ ליום 30/06/2011, הכוללת השקעות לזמן קצר בהיקף של כ- 23 מיליון ₪. להערכת מידרוג, תיק ההשקעות של החברה מוגדר ברמת סיכון בינונית ומושפע מחשיפה למניות של כ- 13% וחשיפה לאג"ח קונצרניות של כ- 56%. היקף החשיפה לאג"ח ממסלוליות הנו של כ- 26%. החברה מציגה חוב נטו שלילי, זאת ועוד, לחברה נוהג של שמירה על יתרות נזילות לאורך השנים. צורכי שירות החוב של החברה לשנים 2012 ו-2013 הינם כ- 10 מיליון ₪ בכל שנה. יש לציין כי במהלך רבעון שלישי 2011, דווחה החברה כי החלה במהלך רכישה עצמית של אג"ח, בהיקף כולל של כ- 5 מיליון ₪.

תזרימי מזומנים מפעילות (FFO) אשר הציגה החברה בשנים האחרונות, הסתכמו במוצע בכ- 19 מיליון ₪ בשנים 2010 ו-2009 וכ- 8 מיליון ₪ לחציון הראשון של שנת 2011.

החברה מציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי בשנים 2009 ו-2010 (כ- 6 מיליון ₪ וכ- 2 מיליון ₪, בהתאמה) והושפע מהשקעות הוניות, שהיוו במוצע כ- 50% מהפחת בשנים הללו, שינויים בהון החוזר, המצויים במתאם גבוה עם מחירי העופרת התנודתיים ודיבידנדים שחולקו, המהווים במוצע כ- 50% מהרווח הנקי. תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי, אשר הסתכם בכ- 2 מיליון ₪ בחציון הראשון של שנת 2011, נבע בעיקר מחלוקת דיבידנד בסך של 8 מיליון ₪, המהווה כ- 48% מרווחי שנת 2010. במהלך רבעון ראשון 2011, רכשה קרן סקיי את השליטה בחברה מידי חברת ישראל אמלט בע"מ. מידרוג תמשיך לבחון את דירוג החברה על רקע מדיניות הדיבידנד עם כניסת בעלי המניות החדשים לחברה.

רמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי מהירים

רמת המינוף של החברה הינה נמוכה. יתרת החוב הפיננסי ליום 30/06/2011 מסתכמת לסך של כ- 28 מיליון ₪, המורכבת כולה מאגרות חוב, למול יתרת חוב של כ- 37 מיליון ₪ ליום 31/12/2010. הירידה בהיקף החוב נבעה מפירעון תשלום שנתי של אג"ח. מרבית צורכי ההון החוזר של החברה ממומנים על ידי הון עצמי. האיתנות הפיננסית של החברה, כפי שנמדדת ביחס ההון העצמי למאזן, הנה טובה מאוד. החברה מציגה יחס הון עצמי לסך מאזן של כ- 68%, ליום 30.06.2011. יחס זה הינו גבוה ביחס לחברות תעשייה אחרות, המדורגות בקבוצת ה-A. יחסי הכיסוי של החברה הינם מהירים ביחס לדירוג הנוכחי, והסתכמו ביחס חוב ל-EBITDA של כ- 1.2 ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ביום 30.06.2011. במהלך השנים האחרונות החברה הציגה שיפור ביחסי כיסוי החוב, בעיקר עם



הירידה ברמת החוב תוך שמירה על רווחיות יציבה. מידרוג מצפה מהחברה לשמור על יחסי כיסוי מהירים ביחס לדירוג, נוכח גודלה, היקף הכנסותיה והתבססות על משפחת מוצרים אחת.

מגבלות בנושא איכות סביבה וחשיפה לתביעות משפטיות

במסגרת בדיקה שנערכה ע"י המשרד להגנת הסביבה בשנת 2003, נמצא כי חלק מהקרקע בשטח של מפעל החברה מכילה פסולת מזוהמת וחומרים רעילים. במהלך רבעון שלישי 2011 הסתיימו עבודות שיקום הקרקע. במהלך הרבעון השני הפחיתה החברה 1 מיליון ₪ מההפרשה שנרשמה בעבר לצורך שיקום הקרקע. יתרת ההפרשה בספרים ליום 30.06.2011 הינה בסך של כ- 800 אלפי ₪. לטענת הנהלת החברה, הסבירות כי החברה תידרש לתשלום סכומים נוספים בגין מפגעים של איכות הסביבה מעבר לעלויות אלו, הינה נמוכה. הדירוג ואופק הדירוג אינם לוקחים בחשבון מצב בו החברה תידרש להשקעות נוספות בהקשר עם שיקום סביבתי ו/או עלויות זיהום קרקע או עלויות העתקת מפעל. אלו, ככל שיתרחשו, יובילו לבחינת הדירוג מחדש.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקפי הפעילות וגיוונה תוך שמירה על איתנות גבוהה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

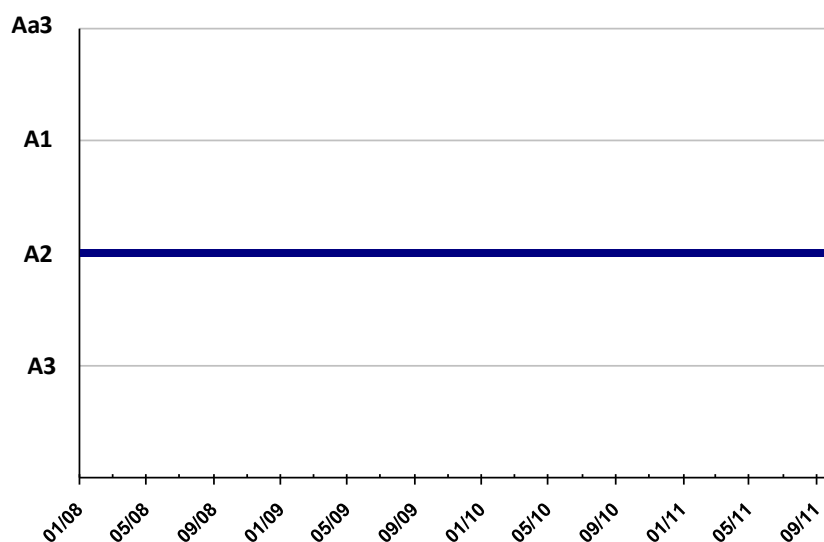
- פגיעה במעמד העסקי של החברה ובתזרימי המזומנים מפעילות
- חלוקת דיבידנד, שתוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- עלויות מהותיות בהקשר עם מפגעים סביבתיים

דוחות מתודולוגיים:

- מתודולוגיה "ענף תעשייה- מתודולוגיה דירוג, אוקטובר 2010
- דוחות מעקב קודמים באתר מידרוג

אודות החברה

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה תעשייתית פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייצור, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, בעיקר לשוק המקומי. החברה נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנת 2007. החברה מייצרת מצברים לכלי רכב מסוגים שונים, לרבות רכב פרטי, מסחרי, משאיות, אוטובוסים, ציוד מכני כבד, טנקים וכיו"ב. מרבית מכירות החברה הן לשוק המקומי. שנפ הינה החברה הגדולה בישראל בתחום הייצור והשיווק של מצברים עם נתח שוק מוערך של כ-45% ממכירות המצברים בישראל. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-36.9% מהון המניות וזכויות ההצבעה וס.ה. סק"י השקעות בע"מ, המחזיקה כ-33.6% מהון המניות של החברה. קרן סק"י הינה קרן פרייבט אקוויטי, בשליטת מר צבי יוכמן ומר ניר דגן, אשר רכשה את החזקותיה מחברת ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ, בתמורה לסך של כ- 50 מיליון ₪ בחודש ינואר 2011. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין. יו"ר הדירקטוריון הינו מר גיורא ענבר.



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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 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 מודי'ס (Moody's 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.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.