



The Zarasai Group Ltd.

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2013

1

מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד - רח"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

ניר יוסף - אנליסט
niry@midroog.co.il

איש קשר:

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

The Zarasai Group Ltd

| | |
|----|--------------------|
| A1 | דירוג סדרה (Issue) |
|----|--------------------|

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 400 מיליון ש"ח ע.ג. (אשר יונפק בסדרה שקלית צמודת מדד), אותה תנפיק חברת Zarasai Group Ltd (להלן: "זראסאי" או "החברה"). החברה תבצע גידור מלא של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר. התמורה תשמש בעיקר להרחבת תיק הנכסים המניבים של החברה בתחום יח"ד להשכרה בניו יורק, לרבות רכישת חלק השותפים בנכסים המצויים בבעלות חלקית של החברה וכן חלק השותפים בנכסים שלא הועברו לחברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.2.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2012 כחברה פרטית, המאגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל ואשר נסחרות בבורסה בישראל). בעל השליטה בחברה - מר ג'ואל וינר ורעייתו שרי וינר, המחזיקים יחדיו קרוב ל-100% ממניות החברה, יעבירו לחברה עם השלמת ההנפקה, את אחזקותיהם בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן מניב למגורים ברחבי העיר ניו יורק, הכוללים כ-8,100 יח"ד, מתוכן כ-3,700 יח"ד מוחזקות ביחד עם שותפים, המחזיקים מעל 50% בנכסים. נכסי החברה הינם חלק מתיק הנכסים של מר וגברת וינר, הכוללים כ-16 אלף יח"ד להשכרה ברחבי העיר ניו יורק. בני הזוג וינר פועלים תחת השם המסחרי The Pinnacle Group (להלן: "קבוצת פינאקל"). קבוצת פינאקל מובלת ע"י מר וינר משנת 1976 ברכישת, תפעול, ניהול והשבחה של בתי דירות להשכרה בניו יורק, בעיקר בתחום ה- Regulated Housing, כך ש-96% מהשוכרים הינם שוכרים המוגדרים במעמד Rent Stabilized, כ-2% מהשוכרים מוגדרים במעמד Rent Control והיתר הינם שוכרים בשכירות חופשית. להערכת מידרוג, תמהיל השכירות תורם ליציבות התזרים הנובע מנכסי החברה ואף תורם ליציבות הצמיחה בתזרים הפרמננטי מנכסיה (ראו הרחבה בהמשך). כמו כן, קבוצת פינאקל פיתחה מומחיות בהסבת מבני מגורים המיועדים להשכרה לנכסי קונדו (פיצול רישומי של הנכס, כך שניתן למכור כל דירה בנפרד, בדומה למכירת יח"ד בבית משותף בישראל) ומכירת הדירות, ככל שהן מתפנות, באופן מדורג על פני מספר שנים. כך למשל, נכסי החברה כוללים 2 בניינים בהיקף של 265 יח"ד אשר החברה מצויה בהליך של הפיכתם לנכסי קונדו. על אף שתחום פעילות זה אינו מהותי ביחס להיקף הפעילות (בשנים האחרונות קבוצת פינאקל מכרה במוצק כ-100 יח"ד בשנה מתוך תיק של כ-16 אלף יח"ד), מכירת הדירות מאופיינת בשיעורי רווח ותזרימים גבוהים ומביאה לקיטון מהיר בחוב וצמיחה בהיקף הנזילות באופן הצפוי לתרום משמעותית ליחסים הפיננסיים של החברה. נכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים מאוד (97%-99%) ומייצרים תזרים NOI שנתי בהיקף של כ-34 מיליון דולר (לרבות חלק החברה בחברות, המוצגות לפי שיטת האקוויטי).

זראסאי - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

| *31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 30.09.2012 | מאזן מאוחד אלפי USD |
|-------------|------------|------------|------------|---|
| 54,480 | 56,577 | 58,763 | 45,749 | הכנסות |
| 22,912 | 24,091 | 24,252 | 20,097 | NOI |
| 42.1% | 42.6% | 41.3% | 43.9% | שיעור NOI מהכנסות |
| 24,697 | 26,838 | 28,631 | 22,234 | *** EBITDA |
| 40,438 | 13,451 | 111,763 | 48,308 | רווח מעליית ערך ומימוש נדל"ן להשקעה נטו |
| 43,630 | 21,369 | 124,642 | 60,802 | רווח נקי |
| 345,517 | 346,260 | 347,671 | 367,276 | חוב פיננסי |
| 1,861 | 3,017 | 1,405 | 3,189 | יתרות נזילות |
| 343,657 | 343,243 | 346,266 | 364,087 | חוב פיננסי, נטו |
| 559,274 | 582,615 | 704,468 | 798,106 | CAP |
| 557,414 | 579,598 | 703,063 | 794,917 | CAP, נטו |
| 512,927 | 529,002 | 643,178 | 695,464 | נדל"ן להשקעה |
| 215,617 | 236,355 | 356,797 | 430,830 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 569,047 | 591,043 | 712,906 | 807,657 | סך מאזן |
| 61.8% | 59.4% | 49.4% | 46.0% | חוב פיננסי ל- CAP |
| 61.7% | 59.2% | 49.3% | 45.8% | חוב פיננסי, נטו ל- CAP, נטו |
| 37.9% | 40.0% | 50.0% | 53.3% | הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן |
| 6,003 | 8,020 | 9,019 | 10,195 | FFO בנטרול רווח ממכירת יח"ד |
| 8,902 | 8,890 | 10,491 | 10,720 | FFO כולל רווח ממכירת יח"ד (Zarasai בלבד) ** |
| 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | EBITDA לתשלומי ריבית |
| 13.9 | 12.8 | 12.1 | 12.3 | חוב נטו ל- EBITDA בניכוי שיערוכים |
| 57.6 | 43.2 | 38.5 | 27.0 | חוב ל- FFO בנטרול מכירת יח"ד |
| 57.2 | 42.8 | 38.4 | 26.8 | חוב נטו ל- FFO בנטרול מכירת יח"ד |
| 38.8 | 38.9 | 33.1 | 25.7 | חוב נטו ל- FFO כולל מכירת יח"ד (zarasai) |
| 38.6 | 38.6 | 33.0 | 25.5 | חוב נטו ל- FFO כולל מכירת יח"ד (zarasai) |

* נתונים מאזניים ליום 31.12.09 התקבלו מהחברה ** מכיוון שהנכסים שעברו הסבה לקונדו ומרבית היח"ד בהם נמכרו, לא הועברו לחברה, היקף הרווח ממכירת דירות בדוחות אינו מייצג את הצפי לרווחיות עתידית *** ה-EBITDA אינה כוללת שיערוכים ורווח ממכירת יח"ד אך כוללת דיבידנדים ממוחזקות

צפי לצמיחה בהיקף התזרים הפרמננטי (FFO) ושיפור ביחסי הכיסוי של החברה לאור קיטון בשיעורי הריבית בשל מימונים מחדש שהושלמו, ופעולות נוספות ובשל התזרים הצפוי ממכירת יח"ד

במהלך שנת 2012 ותחילת שנת 2013 החברה השלימה מימון מחדש (ריפיינס) של חלק ניכר מהלוואות החברה, כך ששיעור הריבית הממוצע ירד מטווח של כ-6%-5.3% לטווח של כ-3.5%-3.3% נכון להיום. להערכת מידרוג, האמור צפוי להביא לצמיחה של כ-4-3.5 מיליון דולר ב-FFO השנתי ביחס לנתוני ה-30.09.12 וזאת- ללא גורמים נוספים, כגון צמיחה שנתית בהכנסות, צפי לחיסכון בהוצאות האנרגיה וכדומה (כפי שיוסבר להלן). לפיכך, להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי המייצגים להיום (בטרם גיוס האג"ח) עומדים על טווח של 18-24 שנים ללא רווח ממכירת דירות, וטווח של בין 8-15 שנים בהתחשב ברווח הצפוי ממכירת דירות (כולל חלק החברה בחברות המוצגות לפי שיטת האקוויטי). אולם, ייתכן כי בטווח הקצר ועד להשאת תשואה בגין השקעות שינבעו מכספי גיוס האג"ח, יחסי הכיסוי יהיו איטיים יותר.

התמקדות בתחום המגורים להשכרה בעיר ניו יורק, בעיקר בתחום ה-*rent regulated*, בפיזור נרחב של נכסים ושוכרים; אסטרטגיה מימונית סולידית תורמת ליציבות החברה

כאמור, החברה ממקדת את פעילותה בעיר ניו יורק בלבד ובמגזר בתי דירות להשכרה. החברה אינה עוסקת בייזום והקמת בתי דירות להשכרה (מתוך תיק הנכסים, החברה יזמה והקימה רק את אחד הבניינים ואף בנכס זה הוכנס שותף (70%) כבר בשלב הייזום). למעט פעילות מכירת דירות קונדו, אשר כאמור, אינה מהווה חלק משמעותי מהיקף ה-NAV, החברה אינה נוהגת לממש את נכסיה ומסתמכת על הנבה לטווח ארוך תוך נקיטת פעולות להשבת היקף התזרים הפרמננטי לאורך זמן. אסטרטגיית החברה הינה למקסם את ה-NOI המופק מבניינים בבעלותה. קרי, למרות שהנכסים של החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים מאוד (97%-99%), החברה בוחנת כיצד ניתן להגדיל את היקף השכ"ד ולהקטין את ההוצאות התפעוליות באופן שיביא לאורך זמן לצמיחה ב-NOI, הן לגבי נכסי החברה והן לצורך בחינת הפוטנציאל הגלום בנכסים כחלק מתהליך הרכישה.

כאמור, תמורת הגיוס מיועדת לרכישת נכסים נוספים, כאשר בכוונת החברה לבחון רכישת חלקם של השותפים בחלק מהנכסים. כמו כן, ככל שהחברה תרכוש את חלק השותפים בנכסים אשר מצויים בקבוצת פינאקל אך מחוץ לזראסאי, נכסים אלו יועברו במלואם לתוך החברה, באופן אשר עשוי להביא לגידול מיידי בהיקף ההון העצמי שלה. בנוסף, חלק ניכר מנכסי החברה נרכש בעסקאות off market מתוך היכרות של ההנהלה עם השחקנים הרלוונטיים.

מידרוג מציינת לחיוב את מדיניות שהוצגה בפני מידרוג, לפיה החברה תשמור בכל נקודת זמן על היקף נזילות חופשייה (לרבות מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות) בגובה שיספיק לפחות פירעון קרן האג"ח, בתקופה של 12 החודשים הבאים. יצוין כי, היקף הנזילות המוצג בדוחות הכספיים אינו משקף מדיניות זו.

מדיניות דיבידנד שמרנית בהתאם למתווה שהוצג למידרוג

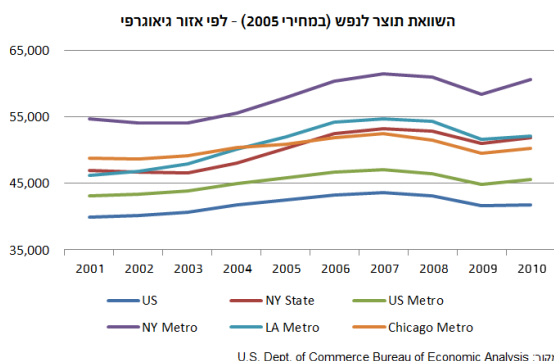
החברה טרם פרסמה מדיניות דיבידנדים, אך בהתאם למה שנמסר למידרוג ע"י החברה, מידרוג מתייחסת בשיקולי הדירוג למדיניות דיבידנד לפיה בשנת 2013 לא יחולק דיבידנד מעבר לתזרים השיורי שינבע ממימוש יח"ד. לאחר 2013, מידרוג התייחסה במסגרת שיקולי הדירוג, להיקף דיבידנד הכולל חלוקת עד 22.5% מה-FFO (ה-FFO הכולל גם את הרווח ממכירת יח"ד). בהתחשב בהיקף הדיבידנדים של חברות בדירוג דומה, להערכת מידרוג, מדיניות צפויה זו משפיעה לחיוב על פרופיל הסיכון.

דירוג החברה מושפע לחיוב מפעילות בשוק הדירות להשכרה בניו יורק, תוך התמקדות בשוכרי rent stabilized, שהינו שוק סולידי, המאופיין בעמידות יחסית למשברים, פיזור סיכונים וצמיחה עקבית, הנתמכת ברמות ביקוש גבוהות; מצבת נכסים מניבים בולטת באיכותה ובפרמטרים התפעוליים של הנכסים לאורך זמן, לרבות יציבות בתפוסות, צמיחה בשכ"ד וב-NOI וכן פיזור גבוה של נכסים ושוכרים, התורם, להערכת מידרוג, באופן משמעותי לנראות התזרים לשירות החוב; ותק וניסיון הנהלת החברה, לרבות פלטפורמה משמעותית לניהול עצמי של הנכסים ומנגנונים לשליטה ובקרה המשפרים את ביצועי החברה ביחס לענף הפעילות; תזרים ורווחיות משמעותית בגין פעילות מכירת יח"ד אשר מופק ללא היקף השקעה משמעותי, כך שלמעט יתרת הנזילות והמזומנים המוגבלים, כ-99%-98 מסך המאזן משמש לייצור תזרים פרמננטי. מנגד, התזרים ממכירת דירות הינו תנודתי יותר וחשוף לתמורות בשוק המגורים למכירה בניו יורק; איתנות פיננסית בולטת לטובה, גם בהתחשב בשחיקה המסוימת הצפויה בטווח הקצר לאחר גיוס האג"ח וכן בסיכון הגלום מירידת שווי הנכסים, ככל שיחולו שינויים משמעותיים בסביבת הריבית (ראו להלן). בנוסף, פריסת לוח הסילוקין והתנאים הנוחים של ההלוואות הבנקאיות תורמים גם כן ליציבות החברה.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהיקף NOI שאינו גבוה ביחס לחברות בדירוג דומה. אולם, הסיכון האמור פוחת בשל היקף יח"ד שהחברה מנהלת, יציבות התזרים על פני זמן אשר התבטא גם בצמיחה בעתות משבר. בנוסף, בשל רמת הוצאות התפעול הנמוכה והרווח הצפוי ממכירת דירות, היקף ה-EBITDA וה-FFO הצפוי הינם סבירים ביחס לדירוג; חשיפה מאזנית לירידת שווי הנכסים בטווח הבינוני, בשל עלייה (ככל שתהיה) בסביבת הריבית החלה על החברה, אשר עלולה להביא לגידול בשיעורי ההיוון. מנגד, העלייה השנתית הצפויה במחירי השכירות (בין היתר, בשל הרגולציה) ממתנת את החשיפה בטווח הארוך; העדר נכסים לא משועבדים בהיקף ניכר ביחס לדירוג פוגם בגמישות הפיננסית. האמור, מקוזז חלקית ע"י הגמישות הנגזרת מה-LTV הנמוך של מרבית ההלוואות ומהצפי לגידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים בטווח הבינוני-ארוך - בשל תהליך הסבת בתי דירות לבנייני קונדו ומכירת דירות בבניינים אלו תוך פירעון ההלוואות בגין הנכסים.

חוזקות

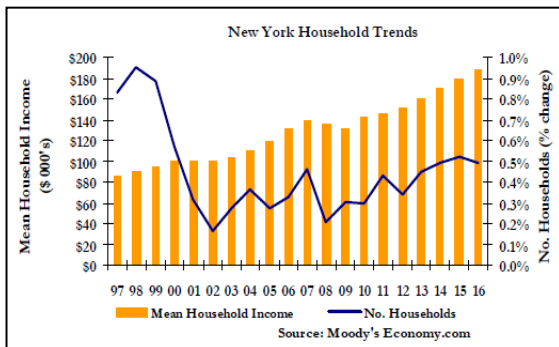
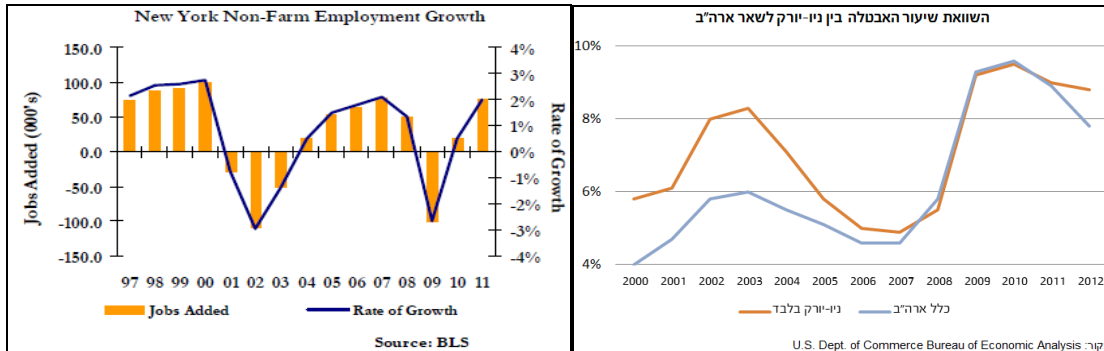
שוק הדירות להשכרה בניו-יורק הינו שוק סולידי המאופיין ביציבות בפרמטרים התפעוליים ובמחירים באופן התורם משמעותית לשיפור פרופיל הסיכון



כלכלת ארה"ב (מדורגת Aaa שלילי) הינה אחת מהכלכלות הגדולות והמובילות בעולם, כאשר המטרופולין הניו-יורקי הינו המטרופולין בעל התרומה הגבוהה ביותר לתוצר של ארה"ב וכן הוא נחשב לאחד מהמטרופולינים "העשירים" בארה"ב, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף התוצר לנפש. העיר ניו-יורק הינה העיר הגדולה ביותר בארה"ב ומהווה מוקד משיכה עבור אזרחים רבים בתוך ארה"ב ומחוצה לה, הן לאור איכות החיים ומגוון האטרקציות שהעיר מציעה, והן לאור מגוון רחב של אפשרויות תעסוקה. העיר משמשת

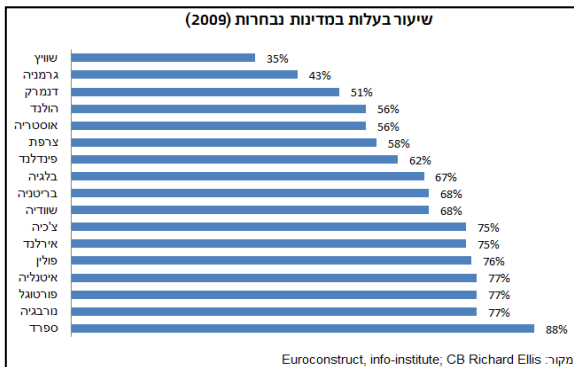
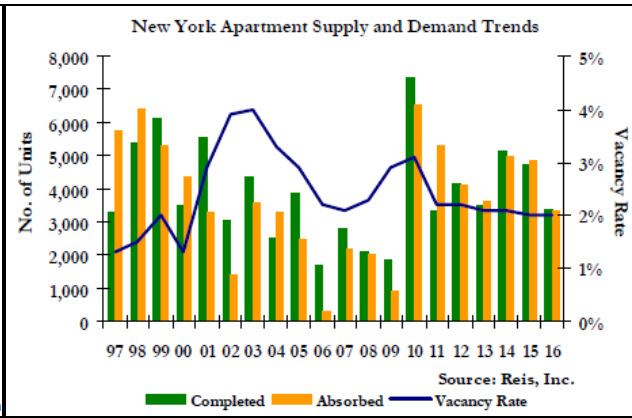
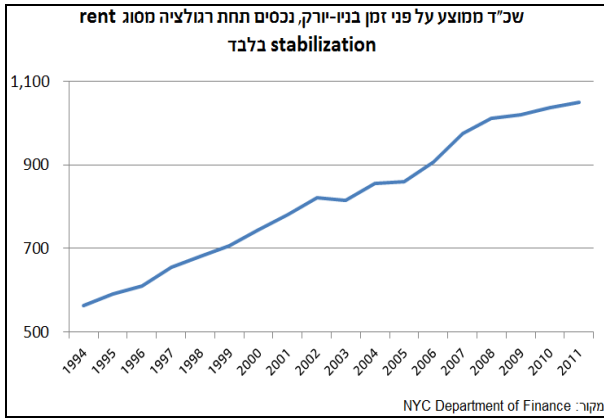
כביתן של חברות מרכזיות במגוון תחומים, בהם תחום הפיננסים, המסחר, המדיה, האומנות, החינוך, המחקר, הטכנולוגיה, האופנה ועוד. בנוסף, לעיר תפקיד מרכזי בדיפלומטיה הבין-לאומית, כך לדוגמה, מטה האו"ם ממוקם בניו-יורק.

למרות שהעיר ניו-יורק מהווה מוקד משיכה למעסיקים רבים, נכון לדצמבר 2012 עמד שיעור האבטלה בניו-יורק על כ- 8.8% וזאת לעומת כ- 7.8% בכלל ארה"ב. בדומה לשאר המדינה, החל משנת 2011 קיימת מגמה של ירידה בשיעור האבטלה ועלייה בהיקף המשרות החדשות המתווספות מדי שנה, כך שנכון להיום, היקף המשרות החדשות המתווספות מדי שנה דומה להיקף שהיה ערב המשבר (בשנת 2012 נוספו כ- 78 אלף משרות בעיר ניו-יורק).



למרות ששיעור הגידול במשקי הבית בניו יורק (כ- 0.4%) נמוך מהממוצע הארצי (כ- 1.1%), שיעור הגידול הנ"ל נתמך על ידי שיעור גידול מתון בהיקף יח"ד בניו-יורק (כ- 0.5% בממוצע בין 2002-2011). לאור זאת, ולאור עושרם היחסי של משקי הבית בניו-יורק, אין זה מפתיע כי על פני זמן קיימת מגמה בולטת של עלייה במחירי הרכישה והשכירות בעיר. מודי'ס מעריכה, כי בשנים הקרובות, שיעור הגידול השנתי במספר משקי הבית בניו-יורק יעלה במעט ויעמוד על כ- 0.5% וכן כי במקביל, תהיה עליה בהכנסה החיצונית של משקי הבית. מבחינה מאקרו כלכלית, הביקוש למגורים תלוי במידה רבה בגידול במשקי הבית ובגידול בהכנסתם. לאור האמור לעיל, מידרוג רואה במאפייני המאקרו של ניו-יורק כגורם חיובי לדירוג. יצוין כי התחזקות הכנסות משקי הבית קיבלה רוח גבית ממגמת העירור בשל גידול בביקושים למגורים בעיר לעומת מגורים בפרברי העיר.

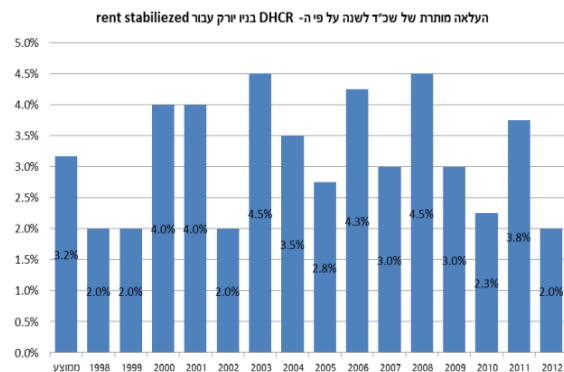
שוק הדיור להשכרה בניו-יורק רושם יציבות על פני זמן, וזאת בעיקר הודות למאפייני המאקרו שתוארו לעיל, לתכנון מוצלח של מלאי יחידות הדיור אל מול הביקוש ורגולציה על שכר הדירה, אשר אינה מאפשרת העלאת שכר דירה מואצת. יציבות זו באה לידי ביטוי בשיעורי התפוסה הגבוהים שרושמים הנכסים, גם בעתות משבר, וגם בעלייה העקבית של שכר הדירה הממוצע על פני זמן (ראו גרפים להלן). יש לציין כי למרות ששיעורי התפוסה בניו-יורק גבוהים מאוד, קיימים הבדלים בין סוגי הנכסים, כאשר לרוב, בנכסים תחת פיקוח, שיעורי תפוסה גבוהים יותר. יש לציין, כי לא כל יחידות הדיור להשכרה בניו-יורק הינן תחת פיקוח רגולטורי, אך מרביתן כן. אמנם ניכרת מגמת עלייה בשיעור יחידות הדיור להשכרה אשר אינן תחת פיקוח, אך מגמה זו אינה מהירה. כך לדוגמה, בשנת 1993 היו 28% מיחידות דיור להשכרה ללא פיקוח, בשנת 2002 כ- 32% ובשנת 2011 כ- 39%.



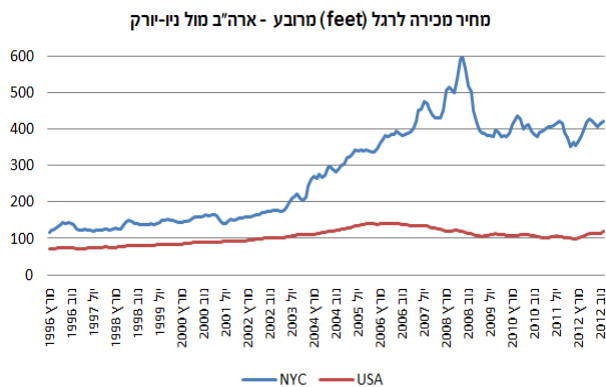
כמו כן, בזכות הרגולציה על שוק הדיור להשכרה, הבאה לידי ביטוי בפיקוח על שכר הדירה, על האפשרות לפנות דייר ועל שירותים שבעל הנכס מחויב לתת לדייריו, שיעור הבעלות על נכסים בניו-יורק נמוך מאוד והוא מסתכם לכ- 33% בלבד, זאת לעומת כ- 65% בכלל ארה"ב ושיעורים דומים במרבית המדינות המפותחות בעולם. נתון זה משפיע לחיוב על שוק הדירות להשכרה בניו-יורק גם בהשוואה לארה"ב וגם בראיה בינ"ל. הפיקוח על העלאת שכר הדירה לנכסי rent stabilized (כ- 96% מנכסי החברה) בא לידי ביטוי בעובדה כי בעלי הדירות

מחויבים לדווח על דמי השכירות שהם גובים וקיימת מגבלה על שיעור העלאת שכר הדירה ביחס למחיר הקיים. מדי שנה,

מועצת ה- Division of Housing and Community Renewal (להלן: "DHCR"), קובעת את גובה ההעלאה המותרת, כאשר יש הפרדה בין הארכת הסכם שכירות קיים לחתימה על הסכם שכירות חדש. נכון להיום, מוגבלת אפשרות העלאת שכר הדירה בעת חידוש חוזה עם הארכה של שנה ל-2% ובעת חידוש חוזה עם הארכה של שנתיים ל-4%. ב-15 השנים האחרונות נע שיעור הגידול המותר בעת הארכת חוזה לשנה בין 2% ל- 4.5%, ובממוצע כ- 3.2%. בעת חתימה על הסכם שכירות חדש, גובה ההעלאה המותרת גבוה יותר והוא תלוי במספר פרמטרים. נכון



להיום, בעל הנכס יכול להוסיף לשכר הדירה האחרון שנרשם עבור הדירה עד 20% לחוזה שכירות חדש של שנתיים ו- 18% לחוזה שכירות הנערך לשנה אחת. למרות המגבלות, חשוב לציין כי בהתקיימם של תנאים מסוימים, לבעלי הנכסים קיימת אפשרות להעלאת שכ"ד מעבר למגבלה. כך לדוגמה, במקרים מסוימים, רשאי בעל הנכס להעלות את שכר הדירה, מעבר לגידול המותר על פי החוק, בעקבות שיפורים במושכר שהוא מבצע, או שיפור בציוד המושכר. יש לציין, כי מחירי הרכישה בניו-יורק הינם תנודתיים יותר, אך מנגד ישנה מגמת עלייה בולטת במחירים. בין השנים 2012-1996, עלה מחיר הרכישה ל-SF, בממוצע שנתי בכ- 7.2%, זאת לעומת כ- 3% בלבד בשאר ארה"ב. מידרוג מעריכה, כי מגמה זו נתמכת, בין היתר, בגידול בביקוש לדיור בניו-יורק ופרמיית בעלות גבוהה יחסית, לדיור בעיר.



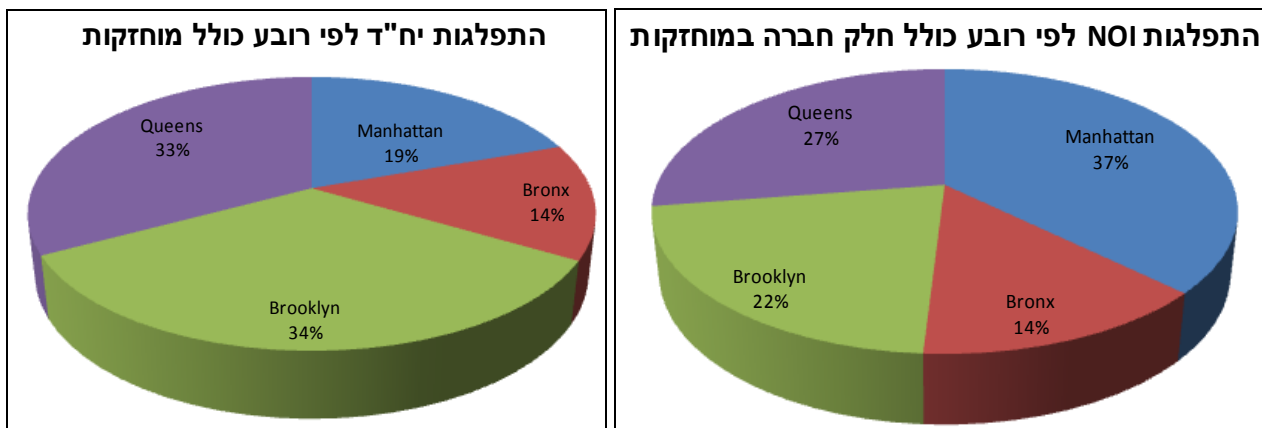
מקור: Zillow.com

הפיקוח על פינני דיירים בא לידי ביטוי בעובדה כי לשוכר בדירה תחת רגולציה הזכות להארץ כל הסכם שכירות לתקופות נוספות של שנה או שנתיים, על פי בחירתו, וזאת ללא שינוי בתנאי ההסכם, למעט גובה דמי השכירות ובכפוף לזכות המוקנית לבעלים לשפץ את הדירה בנסיבות מסוימות. יתר על כן, בתנאים מסוימים בני משפחה ישירים של שוכרים בדירות תחת פיקוח רשאים להמשיך להתגורר בדירה תחת התנאים של השוכר שנפטר. מידרוג מעריכה, כי אומנם הפיקוח על שכר הדירה, ועל האפשרות לפנות

דיירים, מקשה על חברות הפועלות בתחום למקסם את רווחיהן בטווח הקצר, אך מנגד, הפיקוח הוא שמאפשר את יציבות של שוק הדיור להשכרה על פני זמן, ועל כן מידרוג רואה בתחום פעילות זה כגורם חיובי לדירוג.

פיזור גבוה של נכסים ושוכרים על פני מצבת נכסים מניבים בעלי יציבות תפעולית ותזרימית, תורם, להערכת מידרוג באופן משמעותי לנראות התזרים לשירות החוב ומשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון

כאמור, לחברה כ-8,100 יח"ד להשכרה (חלקם מוחזקות עם שותפים), המפוזרות ברובעים המרכזיים של העיר ניו יורק, כמפורט בתרשימים הבאים:



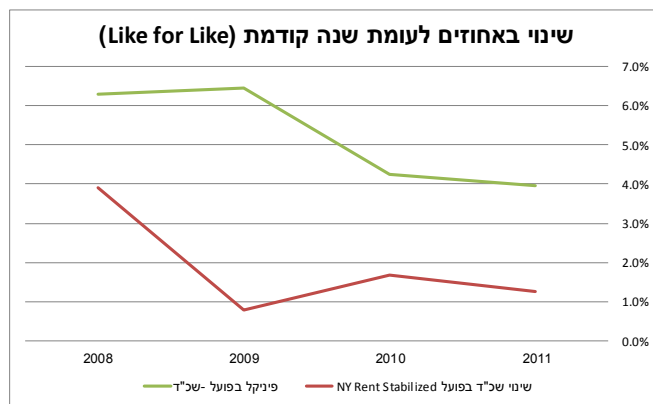
* יש לציין כי הפער בין התפלגות היח"ד לבין התפלגות ה-NOI לפי מחוז נובע בעיקר מכך שבברוקלין ובברונקס ישנם יותר נכסים המוחזקים בשיעור אחזקה נמוך

מעבר לפיזור השוכרים הגבוה, לחברה מספר רב של נכסים בפיזור נרחב, כך שהנכס המרכזי בתיק אחראי על כ-6% מה-NOI השנתי בלבד. הנכסים מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים של בין 97%-99% ורשומים בספרי החברה בשווי של כ-870 מיליון דולר, אשר, נכון לרבעון 3 של שנת 2012, מניבים NOI שנתי בקצב של כ-34 מיליון דולר, FFO של כ-18 מיליון דולר ותזרים שיווי בהיקף של 12 מיליון דולר (כולל חלק החברה בחברות מוחזקות, לאחר שירות קרן וריבית בנקאית, לפני שיפורים במושכר, ככל שהחברה תבצע וללא הוצאות ריבית שינבעו מגיוס האג"ח). כאמור, ה-NOI בהתחשב בצפי לגידול שכ"ד בהתאם להחלטת ה-DHCR ובהתחשב בפעולות החברה אשר צפויות להביא לחיסכון בעלויות תפעול הנכסים (ראו להלן), צפוי להמשיך ולצמוח בהמשך לצמיחת NOI שנתית ממוצעת מנכסים זהים בהיקף של כ-8.5% בין 2007-2012.

ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה וקיום פלטפורמה לניהול עצמי ומנגנונים לשליטה ובקרה, משפרים את ביצועי החברה ביחס לענף הפעילות

לחברה כ-380 עובדים, מתוכם כ-150 בחברות המוחזקות, אשר עוסקים בניהול ותפעול הנכסים לרבות, בין היתר, בשיווק, תחזוקה, שיפורים במושכר, ניהול, גבייה וחשבות. הניהול העצמי תורם לפיקוח על העלויות, למיצוב הנכסים ולמקסום שכ"ד. בשנת 2012, לדוגמה, זראסאי חתמה על מעל 500 הסכמי שכירות, ללא נכסי אקוויטי ונכסים בקבוצת פינאקל שלא הועברו לחברה (שיעור התחלופה הכולל של דיירים עמד על כ-13%). הנהלים המובנים והמנגנון שקיים בחברה, מאפשרים ניהול עצמי של היקף כה נרחב של השכרות באופן המקנה לה, להערכת מידרוג, יתרון יחסי. יתרה מכך, ותק וניסיון ההנהלה הנרחב של עשרות שנים, מסייע בניסיון בהתמודדות עם מחזורים עסקיים שונים ותורם לנגישות החברה לעסקאות רכישה, מקורות מימון וכדומה.

כמו כן, ההנהלה הבכירה של החברה מיישמת כלים לשליטה ובקרה הדוקה אשר הינם אקוטיים לפעילותה בהתייחס לרגולציה החלה על השכרות הנכסים. כך למשל, לחברה נהלים מובנים בתהליך מוסדר לצורך קביעת היקף השיפורים במושכר שיערכו בבניין או בדירה שעומדת להתפנות על מנת למקסם את היחס בין ההשקעה/לבין שכה"ד שניתן לגבות בפועל. כמו כן, החברה פועלת להקטנת העלויות תוך בחינת מנגנונים לשיפור היעילות. כך למשל, החברה מצויה בתהליך של הטמעת מערכת מתקדמת לניטור ותפעול דודי החימום בבניינים אשר, להערכתה, צפויה להביא לחיסכון בהיקף של כ-30% מעלויות האנרגיה - חיסכון אשר עשוי להביא לצמיחה בהיקף של כ-4-1.5 מיליון דולר ב-NOI השנתי. יכולות הניהול מסייעות לכך, שלאורך השנים האחרונות, הכנסות החברה מנכסים זהים עולות בקצב גבוה מהשוק, כפי שניתן לראות בגרף שלהלן. יתרה מכך, המגמה הינה אף חדה יותר בהתחשב בצמיחת ה-NOI:



צפי לתזרים רווחיות משמעותית בגין פעילות מכירת יח"ד, אשר מופקים בסיכון יזמי נמוך ביחס להיקף פעילות החברה, צפוי לתרום משמעותית ליכולת שירות החוב של החברה; מנגד תזרים זה הינו תנודתי יותר

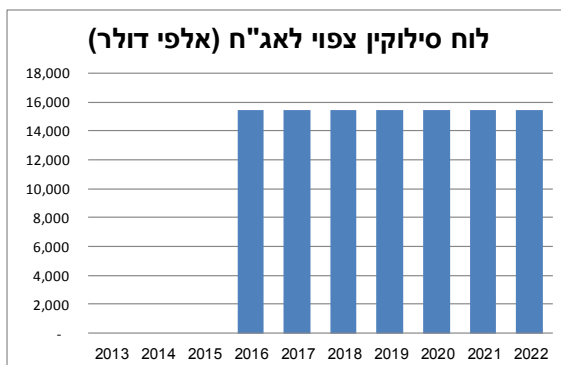
כאמור, לאורך שנות פעילותה, קבוצת פינאקל פיתחה מיומנות בהסבת מבנים הרשומים כמבני דירות להשכרה לנכסי קונדו, המאפשרת את מכירת הדירות בנפרד. מכיוון שבפועל מדובר בהמרת נכסי נדל"ן להשקעה למלאי מגורים, מידרוג בוחנת את הרווח הצפוי מהמכירות ביחס לעלות ההיסטורית של הנכס. יצוין כי, התמורה ממימוש הדירות בנפרד צפויה להיות גבוהה משמעותית גם מאשר השווי בספרים של הנכסים אשר מושוערכים כנכסים מניבים, כך ששיעור הרווח הגולמי ממכירת דירות לעומת השווי בספרים צפוי לעמוד על ממוצע של כ-53% ב-5 השנים הקרובות, לעומת כ-73% בהתאם לחישוב הרווח ביחס לעלות ההיסטורית של הנכסים, זאת בהתבסס על נתונים שהועברו על ידי החברה. מודל הפעילות של החברה במגזר זה, אינו דומה למודל פעילות של חברת יזום נדל"ן למגורים, ורמת הסיכון בו נמוכה משמעותית ממנו, שכן הדירות נמכרות בצורה בודדת (בד"כ לאחר שיפוץ) ומניבות שכ"ד כמעט עד למועד מימושן (באופן היסטורי, הדירות

הריקות ממומשות תוך מספר חודשים בודדים), יתר הדירות ממשיכות לתפקד כנכס מניב. לאור האמור, היקף פעילות זו, צפוי להמשיך ולעמוד על בין 2%-1% בלבד מהיקף נכסי החברה. כמו כן, הדירות בבניין נמכרות על פני זמן ארוך באופן התורם ליציבות התזרים. לתחום פעילות זה צפויה השפעה חיובית מאוד על הפרמטרים הפיננסיים של החברה במספר היבטים:

- הגדלת ה-FFO ותרומה משמעותית ליחסי הכיסוי
 - יצירת רווחים משמעותיים אשר יכולים לקזז חלקית השפעה אפשרית של עליה בשיעורי ההיוון (ראו להלן)
 - קיטון בחוב הפיננסי ותרומה נוספת ליחסי האיתנות מכיוון שהתמורה ממכירת הדירות בד"כ כרוכה בפירעון מואץ של ההלוואה הבנקאית, כך שכלל החוב בגין כל נכס יפרע כבר בשיעור מכירות נמוך יחסית
 - גידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים של החברה בשל הפירעון המואץ של החוב
- יצוין כי, הדוחות הכספיים של החברה אינם משקפים את התרומה האמורה של מגזר זה מכיוון שהנכסים, בהם כבר הושלמה מרבית/כלל מכירת הדירות, לא הועברו מקבוצת פינאקל לזראסאי. אולם לאורך השנים הקבוצה מכרה דירות אשר הפיקו רווח ותזרים משמעותי לשירות חוב בגין פעילות זו.

איתנות פיננסית בולטת; תנאי הלוואות, ה-LTV הנמוך ולוח הסילוקין הנוח של ההלוואות הבנקאיות תורמים גם כן ליציבות החברה וליכולתה לשפר את היקף התזרים הפרמננטי באופן עקבי

יחסי האיתנות של החברה הינם בולטים לטובה ביחס לדירוג. להערכת מידרוג, בעקבות הגיוס וחוב בנקאי נוסף, ככל שיתווסף במידה ותמורת הגיוס תשמש לרכישת נכסים, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות על אף שהנ"ל עדיין צפויים להיות טובים ביחס לדירוג. נכסי החברה משועבדים למספר רב של הלוואות, ב-LTV נמוך, העומד על כ-52% כאשר לא קיים cross collateral בין ההלוואות עצמן (למעט סכום של 88 מיליון דולר לגביו קיים cross collateral אותו נתנו 12 חברות נכס). ההלוואות (נקובות בדולר ללא הצמדה אחרת) אינן כוללות אמות מידה פיננסיות והינן הלוואות מסוג -recourse (התזרים מדמי השכירות הינו מספק לשירות הקרן והריבית בגין ההלוואות כך שאף הלוואה אינה מצויה ב-distress. כאמור, במהלך השנה האחרונה החברה ביצעה מימון מחדש (ריפיינס) בחלק ניכר מהלוואות, לפיו שיעור הריבית הממוצע ירד מכ-5.7% בסוף שנת 2011 לכ-3.4% כיום, באופן הצפוי להביא לגידול משמעותי בתזרים הפרמננטי. הריביות הינן קבועות לתקופה של 5 שנים ולאחר מכן לחברה ישנה אופציה להארכת ההלוואות ב-5 שנים נוספות כאשר שיעור הריבית ייגזר מריבית השוק במועד הארכת הלוואה. לפיכך, לחברה אין חשיפה משמעותית בטווח של 5 שנים לעליית שיעור הריבית או חשיפה מטבעית שכן בכוננתה לגדר את כספי גיוס האג"ח. לאור האמור, החברה צפויה להמשיך ולהיות מהיות הנכסים ריאליים בשל העלייה העקבית בדמי השכירות, כאשר מנגד, החוב הפיננסי הינו נומינאלי. להערכת מידרוג, מבנה הלוואות זה תורם משמעותית לפרופיל הסיכון וליכולת החברה להמשיך ולהציג שיפור ביחסים הפיננסיים. להלן לוח הסילוקין הצפוי של האג"ח.



סיכונים עסקיים ופיננסיים

היקף NOI, שאינו גבוה ביחס לחברות בדירוג דומה, עשוי להגדיל את רגישות החברה להוצאות בלתי צפויות ולירידה זמנית ביחסי הכיסוי בעקבות גיוס האג"ח. סיכון זה מתמתן לאור, בין היתר, הפיזור הנרחב ויציבות התזרים

כאמור, נכסי החברה צפויים להניב NOI בשנת 2013 בהיקף של 34-36 מיליון דולר בלבד (כולל חלק החברה בחברות האקוויטי ולפני NOI שינבע מרכישות חדשות - כ-29-27 ללא חברות האקוויטי). אולם, העמידות לתקופות משבר (למשל, היקף ה-NOI צמח גם בשנות המשבר הפיננסי) והצמיחה העקבית, בנוסף לפיזור הניכר של הנכסים והשוכרים, ממתנים את הסיכון הנובע מהיקף זה. כמו כן, החברה נהנית מהיתרון לגודל הנובע מחיסכון בהוצאות ושמירה על מנגנון ניהול נרחב, מכיוון שקבוצת פינאקל מנהלת ומתפעלת מעל 16 אלף יח"ד בניו יורק. בנוסף, בשל רמת הוצאות התפעול הנמוכה והרווח הצפוי ממכירת דירות, היקף ה-EBITDA וה-FFO הצפוי הינם סבירים ביחס לדירוג.

11

חשיפה מאזנית לירידת שווי הנכסים בטווח הבינוני, ככל שתחול עליה בסביבת הריבית; החשיפה הינה ברובה מאזנית ולא תזרימית למעט במקרה שיתעורר צורך במימוש הנכסים

בהתאם להערכות שווי שהוכנו במסגרת תשקיף ההנפקה, שוויים ההוגן של נכסי החברה עלה בשנים האחרונות, הן בשל הצמיחה ב-NOI של הנכסים והן בשל ירידה בשיעורי ההיוון של הנכסים, משיעור היוון ממוצע של 4.9% בשנת 2010 לשיעור היוון ממוצע של כ-4.1% כיום. שיעור ההיוון הנמוך נובע מפרמיית הסיכון הנמוכה שהשוק מייחס למגזר וכן מצפי לעלייה בשכ"ד. אולם, שיעור ההיוון נתמך גם בסביבת הריבית נמוכה. לפיכך, שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לרעה על שווי הנכסים בטווח הבינוני. אולם, להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך לאור מספר גורמים, הכוללים, בין היתר, את העלייה העקבית ב-NOI התורם לעלויות שווי הנכסים (ללא קשר לשיעורי ההיוון), העדר אמות מידה פיננסיות כגון LTV מינימאלי, מח"מ ארוך להלוואות ושיעור ריבית קבועה אשר מותירים את החשיפה בעיקר מאזנית, למעט צורך שעלול לנבוע למימוש נכסים בנקודת זמן כלשהי (לאור התזרים המשמעותי שהנכסים מפיקים, לא קיים צורך משמעותי מסוג זה). יתרה מכך, 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.

העדר נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס לאג"ח פוגם להערכת מידרוג, בגמישות הפיננסית; מנגד, לחברה קיימות גמישות פיננסית בשל יכולתה להעלות במידה מסוימת את היקף החובות כנגד הנכסים

לחברה נכסים מניבים אשר אינם משועבדים, בהיקף של כ-30 מיליון דולר בלבד. סכום זה אינו בולט ביחס להיקף האג"ח הצפוי. אולם, לחברה ישנה גמישות פיננסית מסוימת המיוחסת לרמות ה-LTV הנמוכות של הנכסים, למרות שמידרוג רואה גמישות מסוג זו כפחות ודאית. כמו כן, היקף הנכסים הבלתי משועבדים צפוי לגדול באופן משמעותי עם התקדמות החברה במכירת יח"ד בפרויקטים החדשים, בהם תתבצע הסבה לקונדו, כך שהגמישות הפיננסית צפויה להשתפר ככל שמועד הפירעונות של האג"ח יתקרב.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- עמידת החברה בתחזיות להפקת תזרים פרמננטי בהיקף משמעותי מנכסים מניבים וכן תזרים משמעותי ממכירת דירות
- שמירה לאורך זמן על יחס הון עצמי למאזן בהיקף של לפחות 35% כולל חלק החברה בחוב של חברות האקוויטי המהותיות
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובגמישות הפיננסית באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- חלוקת דיבידנד חריגה שאינה תואמת את היקף החלוקה שנלקחה בשיקולי הדירוג

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 12 בפברואר 2013

| | |
|--|--|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד. | מונחים פיננסיים עיקריים |
| | 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 בציוד, 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 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. | |

| | | |
|--|------------|-----------------------|
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. | <i>Aaa</i> | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. | <i>Aa</i> | |
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך. | <i>A</i> | |
| התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי. | <i>Ba</i> | דרגת השקעה ספקולטיבית |
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה. | <i>B</i> | |
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד. | <i>Caa</i> | |
| התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית. | <i>Ca</i> | |
| התחייבויות המדרגות 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 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") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 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.