



# צ.מ.ח המרמן בע"מ

מעקב | ינואר 2012

1

**מחבר:**

שי פילר - אנליסט

[shayf@midroog.co.il](mailto:shayf@midroog.co.il)

נדב גורן - אנליסט בכיר

[nadavq@midroog.co.il](mailto:nadavq@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

[ranq@midroog.co.il](mailto:ranq@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## צ.מ.ח המרמן בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: <i>Baa2</i>	אופק הדירוג: יציב
------------	--------------------	-------------------

**מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג *Baa2* באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן").**

**להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:**

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.9.11 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'- להמרה	1104132	6/2007	7.5%	מדד	39,042	2014 - 2012
אג"ח ב'	1119031	5/2010	ריבית אג"ח ממשלתית 0520 + 6.7%	שקלי	92,506	2017 - 2013

\* הנתונים ליום 30.9.2011 מוצגים בניכוי יתרת אג"ח א', אשר הוחזקה ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ-1.2 מיליון ₪ עג.

**דירוג החברה משקף את היקף פעילותה הנמוך של החברה בהשוואה ענפית, אשר מביא לתלות במספר פרויקטים מועט ויוצר תנודתיות גבוהה בנתונים הפיננסיים ובכלל זה בהכנסות, ברווח מפעילות וביחסי כיסוי החוב. יחד עם זאת, לחברה פיזור גיאוגרפי בפעילות, הכולל פרויקטים במרכז הארץ לצד פרויקטים בפריפריה, וכן מוניטין וניסיון רב שנים בתחום הבנייה למגורים ואף בתחום הקבלני; החברה מציגה תזרימים גבוהים מפעילות ויחסי כיסוי טובים לרמת הדירוג; בשנים האחרונות הכירה החברה בהכנסות משמעותיות כתוצאה מהשלמת מספר פרויקטים רב. ההכרה ברווחים לצד גיוס הון הביאו לגידול משמעותי בהיקף ההון העצמי, אשר עומד, נכון למועד הדוח, על למעלה מ-100 מיליון ₪ (ביחס לכ - 32 מיליון ₪ בסוף שנת 2008); כמו כן, מציגה החברה שיפור ביחסי האיתנות, הטובים לרמת הדירוג, כפי שבא לידי ביטוי, לדוגמא, ביחס הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות אשר עומד על כ- 27%;**

בניגוד לשנה האחרונה אשר הייתה חיובית מאד מבחינת הפעילות, מעריכה מידרוג כי בשנים 2012 - 2013, החברה תכיר בהכנסות ורווחים נמוכים, עקב מיעוט פרויקטים אשר יושלמו ויאוכלסו בתקופה זו. תהליך זה יגרום להרעה ביחסי הכיסוי ובתזרימים, ביחס למצב הנוכחי. להערכת מידרוג, בשנים שלאחר מכן עשוי לחול שיפור בנתונים הפיננסיים, עם סיום מספר פרויקטים מרכזיים, ביניהם מגדל מגורים בשכונת נווה צדק; מצבת הקרקעות של החברה נמוכה ביחס לענף, גורם היוצר עבורה חשיפה למחירי הקרקעות, באופן שמגדיל את פרופיל הסיכון הכולל; החברה אינה מחזיקה במסגרות אשראי בלתי מנוצלות או בנכסים בלתי משועבדים, מצב המגלם גמישות פיננסית נמוכה בהשוואה ענפית.

**החברה מציגה יציבות ואף צמיחה בהיקף הפעילות; עם זאת היקף הפעילות, שעודו נמוך בהשוואה ענפית, יוצר לחברה תלות מוגברת במספר פרויקטים מועט ותנודתיות בהיקף ההכרה בהכנסות**

במהלך השנים האחרונות השלימה ואכלסה החברה מספר רב של פרויקטים. במקביל, מגמת העלייה במחירי הנדל"ן בשוק הגדילה את שיעור הרווחיות וקצב המכירות של החברה.

החל מהרבעון השני של שנת 2011 חל שינוי מגמה בענף הנדל"ן בכל הקשור למחירי הדירות וקצב המכירות. שינוי זה, אשר נגרם, בין היתר, מהמחאה החברתית, השפיע גם על קצב המכירות של החברה, שהואט למספר דירות בודדות לחודש. יש לציין עם זאת כי קצב המכירות האיטי שרושמת החברה נובע אף מהיצע דירות נמוך עקב מיעוט פרויקטים בתכנון ובביצוע. להערכת מידרוג על אף שהיקף פעילותה של החברה ישמור על יציבות, השלמה מועטה של פרויקטים בשנים 2012-2013 תגרור לירידה בהכנסות וברווח בדוחות הכספיים.

בטווח הבינוני (החל משנת 2014) אנו צופים חזרה להכרה בהכנסות ורווחיות גבוהה עם השלמת מספר פרויקטים משמעותיים. מצב זה של תנודתיות גבוהה בהיקף ההכרה בהכנסות וברווח מפרויקטים אופייני לחברות בעלות היקף פעילות קטן בענף ייזום הבניה למגורים. יצוין כי קיומה של זרוע ביצועית בחברה, המבצעת עבודות בנייה עבור תאגידים אחרים ומניבה רווחים שוטפים, ללא תלות במועד מסירת הדירות, יש בה כדי להקטין במידת מה את התנודתיות בפעילות.

צבר הקרקעות הנוכחי של החברה מגוון יחסית ומכיל קרקעות באזורי הפריפריה והמרכז, אך נמוך גם הוא בהשוואה ענפית. בשל כך, על מנת לשמור על רצף פעילות תצטרך החברה לרכוש קרקעות חדשות ולהיות חשופה לשינויי המחירים המתרחשים בשוק הנדל"ן הישראלי. החברה פועלת להקטנת החשיפה למחירי הקרקעות במספר דרכים, כגון עסקאות קומבינציה, כניסה לפרויקטים עם שותפים ורכישת קרקעות באזורי הפריפריה, בהם עליית המחירים מתונה יותר.

**יחסיה הפיננסיים של החברה טובים בהשוואה ענפית אך עלולים להישחק בשנים הקרובות עקב הכרה נמוכה בהכנסה**

בעקבות השלמת מספר רב של פרויקטים (כפי שצוין לעיל), החברה הציגה בשנים האחרונות גידול בהכנסות וברווח הנקי. ההון העצמי של החברה גדל באופן מהותי מכ- 32 מיליון ₪ בסוף 2008, ללמעלה מ- 100 מיליון ₪ נכון ל 30.9.11. גידול זה הושג בזכות צמיחה אינהרנטית בפעילות וכן בזכות גיוס הון שבוצע במהלך 2010, במסגרתו רכשה חברת מורגן-רימון (המוחזקת ע"י בני משפחת מנור) כ- 27.3% ממניות החברה תמורת הזרמה של כ- 29 מיליון ₪. הגידול המתמשך בהון הביא לשיפור ביחסי האיתנות של החברה. כך, לדוגמא, השתפר יחס ההון עצמי למאזן (בניכוי מקדמות מרוכשי דירות) ועומד נכון ל 30.9.2011 על כ- 27%, ביחס ל- 23% נכון לסוף 2010. כמו כן, מציגה החברה גידול מתמשך בתזרים ה- FFO ואף יחסי כיסוי חוב ל- FFO טובים לרמת הדירוג. על אף השיפור שרשמה החברה, היקף פעילותה הנמוך, המאופיין בתנודתיות בפעילות, מחייב רמת יחסים פיננסיים גבוהים מהמקובל לרמת דירוגה. מעבר לכך, במסגרת שיקולי הדירוג נלקחה בחשבון הערכת מידרוג, כי בשנים 2012-2013 עשויה החברה להציג הכרה נמוכה בהכנסה אשר תביא להרעה בתזרים ה- FFO וביחסי כיסוי החוב ואף לשחיקה מסוימת ביחסי האיתנות.

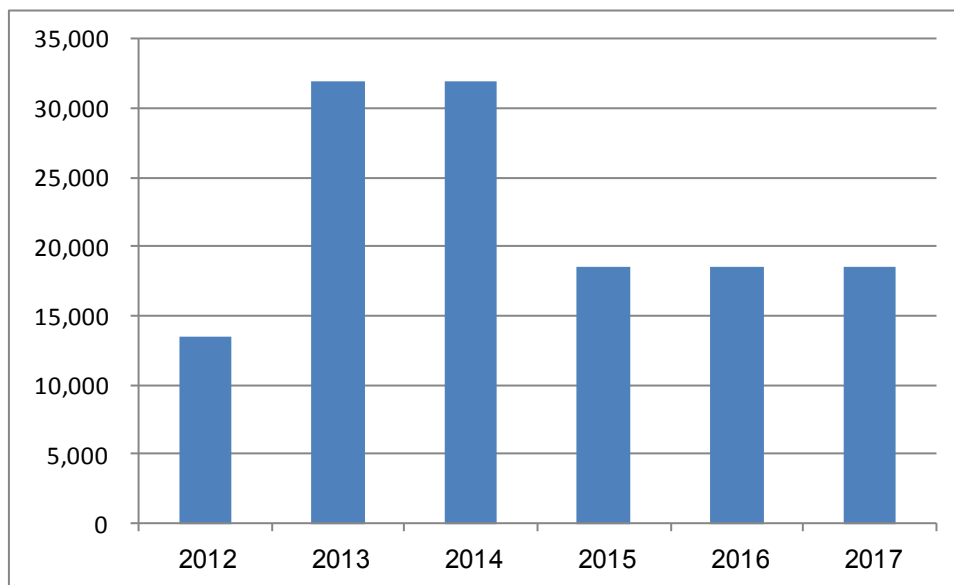


### תזרים החברה לשנים הקרובות חיובי אך תלוי בעמידה ביעדי מימון וביצוע במספר פרויקטים מהותיים

ככל שיעלה בידיה להשלים מספר מהלכים מרכזיים בהתאם לצפי, תציג החברה בשנים 2012-2013 תזרים חיובי נמוך (בהיקף של מיליוני ₪ בודדים) והחל משנת 2014 תזרימים חיוביים בהיקפים משמעותיים יותר של עשרות מיליוני ₪ בשנה. כאמור, העודף התזרימי בשנים 2012-2013 תלוי רבות במספר מהלכים מרכזיים, בעלי חשיבות מכרעת לחברה, ובכללם מחזורי חוב ועמידה בלוחות זמנים למסירת דירות. יש לציין כי החברה מודעת לחולשה התזרימית הנ"ל, ופועלת לגשר עליה הן ע"י הקדמת/דחיית פרויקטים והן ע"י הכנסת שותפים לפרויקטים קיימים, פעולות אשר יתרמו לנזילות החברה.

חלויות האג"ח של החברה בשנת 2012 עומדות על כ - 13.5 מיליון ₪ והן צפויות לגדול החל מ 2013 לכ - 31 מיליון ₪ עם תחילת תשלום אג"ח ב'. מידרוג רואה בהיקף חלויות זה כמשמעותי ביחס לגודל החברה ולהיקף הכנסותיה, שיכול ליצור עומס מימוני בעתיד, בין היתר, לאור העדר נכסים בלתי משועבדים ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות.

#### לוח סילוקין - אג"ח אלפי ₪



**יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

FY2008	FY2009	30.9.10	FY2010	30.9.11	
25,140	121,912	131,257	165,482	126,822	הכנסות ממכירת דירות
61,565	48,727	52,633	69,788	68,210	הכנסות מביצוע עבודות ושירותים
86,705	170,639	183,890	235,270	195,032	<b>סך הכנסות</b>
2,351	17,025	27,796	36,924	43,197	רווח גולמי ממכירת דירות
4,230	5,556	7,198	9,521	10,864	רווח גולמי מביצוע עבודות ומתן שירותים
6,581	22,581	34,994	46,445	54,061	רווח גולמי
9.4%	14.0%	21.2%	22.3%	34.1%	שיעור הרווח ממכירת דירות
6.9%	11.4%	13.7%	13.6%	15.9%	שיעור רווח גולמי מביצוע עבודות ושירותים
-6,546	9,920	25,002	32,915	41,538	רווח מפעולות רגילות
-7.5%	5.8%	13.6%	14.0%	21.3%	שיעור רווח תפעולי
-1,381	4,711	16,512	23,727	30,441	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
9,388	15,047	73,801	139,451	26,101	יתרות נזילות
140,296	136,881	155,302	204,098	222,107	חוב פיננסי
41%	42%	58%	71%	60%	אג"ח מתוך חוב פיננסי
57,147	57,296	89,890	145,044	132,817	אג"ח
130,908	121,834	81,501	64,647	196,006	חוב פיננסי נטו
168,336	169,076	204,366	284,447	326,253	CAP
158,948	154,029	130,565	144,996	300,152	CAP נטו
83%	81%	76%	72%	68%	חוב ל- CAP
82%	79%	62%	45%	65%	חוב נטו ל- CAP נטו
32,094	35,605	49,118	78,706	101,733	הון עצמי זכויות מיעוט
320,017	336,195	365,086	444,830	455,721	סך מאזן
226,807	229,978	258,064	340,806	376,386	סך מאזן בניכוי מקדמות מרוכשי דירות
10%	11%	13%	18%	22%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן
14%	15%	19%	23%	27%	הון למאזן בניכוי מקדמות מרוכשי דירות
-6,449	11,063	19,488	26,858	33,396	FFO
21.75-	12.37	5.98	7.60	4.99	חוב ל- FFO במונחים שנתיים
20.30-	11.01	3.14	2.41	4.40	חוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים

## אופק הדירוג

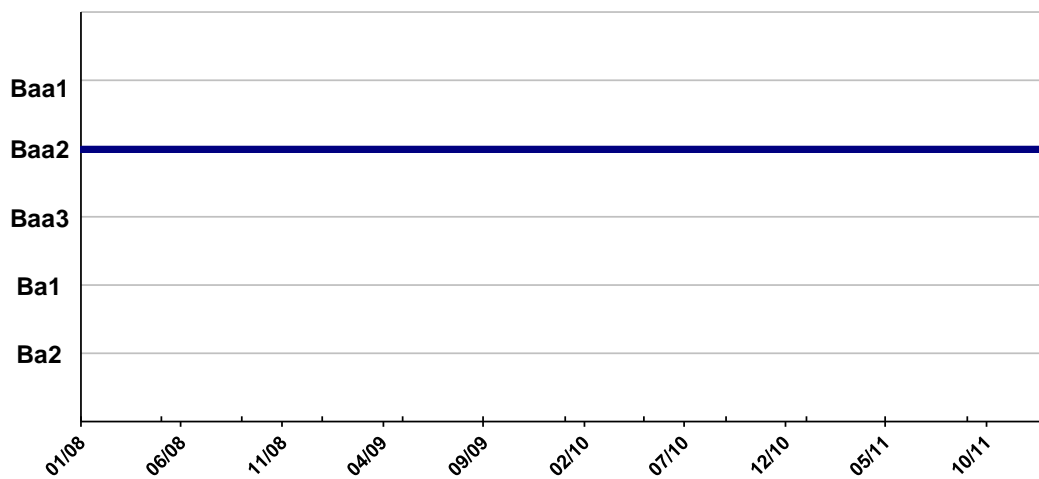
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- שיפור בגמישות הפיננסית ויחסי איתנות החברה
- התפתחות החברה וגידול בהיקפי פעילותה

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- קיטון בנזילות החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

## היסטוריית דירוג



## פרופיל החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן") הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים:

1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל
2. ביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, למגזר העסקי, הפרטי והציבורי.

נכון למועד הדוח, פועלת החברה לבד ועם שותפים במסגרת 21 פרויקטים (חלקם כוללים מספר שלבים), הנמצאים בשלבי ייזום, תכנון וביצוע שונים, להקמת יח"ד למכירה וכן שטחי מסחר. בנוסף, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברה בת, בביצוע פרויקטים קבלניים עבור צדדים שלישיים, שאינם קשורים לחברה.

ביום 7 לדצמבר 2010, השלימה החברה הקצאת 27.25% ממניות החברה לחברת מורגן-רימון, המוחזקת ע"י בני משפחת מנור, והיא נמנית כעת עם בעלי המניות העיקריים בחברה הכוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם, שהינם בעלי שיעורי החזקה דומים בחברה.

## דוחות מתודולוגיים:

[דוח דירוג קודם - פעולת דירוג - דצמבר 2010.](#)

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

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

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



**סולם דירוג התחייבויות**

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

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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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](http://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 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.