



טמפו משקאות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2010

1

מחברות:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית

linak@midroog.co.il

עינת ירחי, אנליסטית בכירה

einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

טמפו משקאות בע"מ

A2	דירוג סדרה חדשה
-----------	------------------------

הדירוג ניתן לאג"ח שתנפיק טמפו משקאות בע"מ ("החברה") בסך של עד 120 מיליון ש"ח. הקרן תפרע במח"מ 4.5-5.0 שנים. בסיס ההצמדה טרם נקבע. עיקר תמורת ההנפקה מיועד להקמת מרכז לוגיסטי בנתניה שיהווה בסיס לכל פעילות ההפצה של החברה ויכלול מחסן אוטומטי, איזור ליקוט ומערכת לשינוע ישיר של המוצרים מקווי הייצור למחסן. כן שוקלת החברה השקעה בציוד לייצור בירה היינקן. עד לביצוע ההשקעות תקטין תמורת ההנפקה מסגרות אשראי לזמן קצר ו/או תושקע באפיקים סולידיים.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 23/02/2010. 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 דוח הדירוג.

פרופיל החברה

חברת טמפו משקאות בע"מ ("טמפו" או "החברה") עוסקת בייצור, יבוא, שיווק והפצה של מגוון רחב של משקאות באמצעות חברות בבעלותה המלאה ובאמצעות יקבי ברקן בע"מ ("ברקן", 83.15% מהון המניות). פעילות החברה מיועדת ברובה לשוק המקומי (כ- 97% מסך ההכנסות).

טמפו עוסקת בייצור מקומי של מותגי בירה מובילים המצויים בבעלותה הבלעדית (גולדסטאר ומכבי) וכן בשיווק בישראל של מותגי בירה בינלאומיים (בעיקר היינקן) המיובאים מאירופה. לחברה מעמד של מונופול בייצור ושיווק של בירה בישראל והיא נמנית על החברות העיקריות העוסקות בייצור יינות בישראל וביבוא ושיווק מגוון משקאות אלכוהוליים באמצעות ברקן, המחזיקה במלוא מניות כרמי צבי אחים סגל בע"מ. בנוסף, החברה הינה אחת החברות המובילות בתחום המשקאות הקלים בישראל¹: במסגרת זו עוסקת החברה ביבוא ושיווק משקאות מוגזים מתוצרת "פפסיקו", בייצור מיצים (ג'אמפ) ובשיווק מים מינרליים (במותגים אקווה נובה, סן בנדטו וסן פלגרין).

כ- 54% מהכנסות החברה בשנים 2008-2009 נבעו ממכירת משקאות אלכוהוליים והיתר - ממכירת משקאות קלים. עיקר הרווח התפעולי (70% בשנת 2008) נובע ממכירת משקאות אלכוהוליים.

פעילות הייצור בתחום הבירה והמשקאות הקלים מתבצעת במפעל הממוקם בנתניה. כושר הייצור נוצל במהלך 2008 בשיעור של כ-45% בתחום הבירה ו-53% במשקאות הקלים. פעילות הייצור בתחום היין מתקיימת בעיקר ביקב שבקיבוץ חולדה אשר מתקניו נוצלו בשיעור של כ-90% בשנת 2008. ייבוא המוצרים נעשה באמצעות נמל אשדוד. המערך הלוגיסטי של החברה כולל ארבעה מרכזי ליקוט (פתח תקווה, באר שבע, מגדל העמק ואילת) שני אתרי אחסון בנתניה ואחד בירושלים וצי הכולל 80 משאיות. המערך הלוגיסטי משנע משקאות בהיקף כספי של כ-70% מהמכירות, היתרה משווקת באמצעות סיטונאים ומפיצים. נכון ל-31.12.2008 החברה העסיקה כ-950 עובדים, מרביתם עובדי ייצור והפצה.

החל משנת 2005 מרכזת החברה את פעילות המשקאות, שבוצעה קודם לכן בטמפו תעשיות. בשנה זו הפסידה הפעילות כ-40 מיליון ₪ ומאז בוצעו תהליכי התייעלות והבראה, שהביאו לשיפור ברווחיות החברה, בכלל זה: שינויים

¹ לפי נתוני החברה, נתח השוק שלה בתחום המשקאות הקלים עומד על כ- 25%.

בתמחיר, התמקדות בשיווק מותגים מובילים, שיפורים לוגיסטיים והחלפת בעלי תפקידים בהנהלת החברה. השיפור ברווחיות החברה התעצם עוד יותר נוכח הרחבת פורטפוליו המוצרים האלכוהוליים, באמצעות רכישת אחזקות בברקן (51% מגרעין השליטה ו-34% מהון המניות) והתחלת שיווק מוצרי ברקן תמורת עמלת הפצה, בשיעור של 18% מהיקף המכירות (הכנסות ברקן בשנת 2008 היו כ-164 מיליון ₪). במהלך השנים הגדילה החברה את אחזקותיה בברקן והחל ברבעון הראשון 2009 היא מחזיקה 83.15% והחלה באיחוד מלא של תוצאות ברקן, לעומת הצגתה כחברה כלולה קודם לכן. ההשקעה של טמפו משקאות בברקן עד היום נאמדת בכ-50 מיליון ₪.

לאחרונה החלה החברה בשיווק משקאות אנרגיה, לאחר שבחודש ספטמבר 2009 חתמה החברה על הסכם עם חברת XL ENERGY INTERNATIONAL, במסגרתו מוקנית לה הזכות לשיווק, מכירה והפצה בלעדיים של מוצרי ה-XL בישראל בתמורה לשיעור מסוים מהרווח מהפצתם. ההסכם הינו בתוקף לתקופה של 10 שנים, ומאפשר לחברה לייצר את המשקה בישראל בעתיד.

טמפו, נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	9 2008	9 2009	
666	689	771	808	638	628	הכנסות
220	239	306	333	266	276	רווח גולמי
(12)	17	32	46	43	44	רווח תפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות
(44)	(8)	6	24	26	28	רווח נקי
33.0%	34.7%	39.7%	41.2%	41.7%	43.9%	גולמי רווח %
(1.7%)	2.4%	4.2%	5.8%	6.8%	7.0%	תפעולי רווח % לפני הכנסות/הוצאות אחרות
16	36	42	65	55	73	תזרים מפעולות, FFO
75	18	29	47	31	38	השקעות ברכוש קבוע ונכסים בלתי מוחשיים
547	500	548	573	646	821	סך נכסים במאזן
273	231	209	209	227	358	חוב פיננסי
103	95	112	135	136	178	הון עצמי
18.8%	19.1%	20.4%	23.5%	21.1%	21.6%	הון למאזן

ענף המשקאות

הפעילות בענף כוללת ייצור ושיווק של משקאות קלים, מים, יין, בירה ומשקאות חריפים. בשנת 2008 הסתכמו סך המכירות בענף בישראל בכ-3.9 מיליארד ש"ח, מזה 54% משקאות קלים ומיצים, כ-12% בירה וכ-14% מים מינרליים. ענף המשקאות בישראל ובעולם מוגדר כענף עתיר הון (בייצור) וכתוצאה מכך, מאופיין במספר מצומצם של מתחרים גדולים. בישראל פועלות כיום שלוש חברות עיקריות: החברה המרכזית לייצור משקאות קלים ("החברה המרכזית")- הפועלת בעיקר בתחום המשקאות המוגזים; טמפו- מונופול בתחום הבירה; ויפאורה-תבורי, הפועלת בעיקר בתחום המשקאות הקלים הלא מוגזים. יחד מחזיקות חברות אלו בכ-86% מהשוק המקומי. יתרת השוק מתחלקת בידי מספר מצומצם של חברות קטנות יחסית, הפועלות בעיקר בשוקי נישא. ענף המשקאות מאופיין בצמיחה מתונה, הדומה לשיעור גידול האוכלוסייה. שוק המשקאות העולמי הינו עתיר שיווק ופרסום ומאופיין בדומיננטיות של מותגים בולטים אשר מחזקים לאורך שנים בתקציבי פרסום ניכרים ע"י יצרניות התמציות, בשעה שתהליכי הבקבוק וההפצה נעשים באמצעות זכיינים.

הפצת המוצרים בישראל נחלקת לשני אפיקים עיקריים: חם וקר. החלוקה מבוססת על מידת הקירור של המשקה בעת רכישתו ומצביעה על מידת הרווחיות של אפיק הפצה זה לחברה. בשוק הקר נרכשים המשקאות לצריכה מיידית ועל כן - מצוננים. המחיר אינו מהווה משתנה החלטה מרכזי בתהליך הקנייה, המושפע יותר מתדמית המשקאות וטעמם.

המכירות לשוק הקר מאופיינות בשיעורי רווחיות גבוהים והחברות בענף משקיעות מאמצים רבים לקידום מכירות מותגיהם בפלח שוק זה, לרבות התקשרות בהסכמי שיתוף פעולה עם בעלי עסקים, על פיהם מספקות החברות מקוררים, מתקני מזיגה ושילוט לבתי העסק, על חשבונן. השוק הקר כולל בקבוקי שתייה מקוררים המשווקים לקויסקים, מסעדות, פאבים ורשתות מזון מהיר ועוד. השוק החם כולל בקבוקי שתייה לא מקוררים, הנמכרים ברשתות השיווק ובחנויות פרטיות והוא מאופיין ברגישות מחיר גבוהה. לרשתות השיווק החזקות יכולת מיקוח גבוהה, המביאה לרמת רווחיות נמוכה של יצרני המשקאות;

שוק המשקאות הקלים מאופיין בשנים האחרונות במגמה ברורה של שינויים בטעמי הצרכן, המתבטאת בהתחזקותן של קטגוריות הבריאות, פינוק ונוחות, דוגמת מים מעושרים, סודה בטעמים ותה קר, וכן השקת משקה המוגז השחור נטול קלוריות, בטעם משופר ביחס לעבר.

צריכת הבירה בישראל נמוכה ביחס לאירופה והיא נמצאת במגמת עלייה בשנים האחרונות, פועל יוצא מהתרחבות תרבות המועדונים ומאכיפה של מדיניות לאיסור מכירת משקאות אלכוהוליים לקבוצות גיל מסוימות. במהלך השנים האחרונות נשמר בישראל איזון בין הצריכה הביתית לבין צריכה מחוץ לבית בתחום המשקאות האלכוהוליים, ההאטה הכלכלית הביאה לגידול חלקה היחסי של הצריכה הביתית. במהלך 2008 המכירות של שתי החברות המובילות, טמפו והחברה המרכזית למשקאות, בתחום הבירה, היוו כ-92% מסך המכירות בשוק זה.

שוק המים המינרליים אופיין בצמיחה מתמשכת במהלך שש השנים האחרונות. הצמיחה נעצרה במהלך שנת 2008 ואף הייתה שלילית במהלך 2009, בין השאר, על רקע בעיות באיכות המוצרים של היצרניות הגדולות.

ניהול, אסטרטגיה ובעלות

קשרים עסקיים עם בעלות השליטה

בעלת השליטה בחברה (60% מהון המניות) הינה טמפו תעשיות בירה בע"מ ("טמפו תעשיות"). יתרת מניות החברה (40%) מוחזקות ע"י HEINEKEN INTERNATIONAL B.V ("היינקן"). טמפו תעשיות הינה חברה ציבורית שבעלי מניותיה העיקריים הם משפחת בר (52.52%) ומשפחת בורנשטיין (34.12%) יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור באמצעות הבורסה לניירות ערך בת"א. שתי בעלות השליטה מעניקות לחברה תמיכה ניהולית ושיווקית שוטפת על בסיס ניסיון וידע נצבר. נוכח מצב החברה בשנת 2005 העמידו בעלות השליטה לחברה מסגרת להלוואה בסך 10 מיליון דולר, מזה נוצלו כ- 7.5 מיליון דולר. ליום 30/9/09 יתרת ההלוואה מטמפו תעשיות הינה כ-6.8 מיליוני ₪ ויתרת ההלוואה מהיינקן בסך כ- 4.5 מיליוני ₪. לוח הסילוקין כולל שני תשלומים שווים במהלך השנים 2010-2011. החברה שוכרת מטמפו תעשיות שטחים במגדל העמק ובנתניה, עליהם ממוקמים אתרי הפצה ואחסון בניית המחסן הלוגיסטי מתוכננת להיעשות בחלקה על קרקע שתשכור החברה מטמפו תעשיות. החברה מחזיקה בזיכיון ליבוא ושיווק מוצרי היינקן תמורת עמלה ממכירת המוצרים.

מדיניות לחלוקת דיבידנד

מדיניות החברה הינה חלוקת 50% מהרווח הנקי כדיבידנד. עד כה לא חולקו דיבידנדים. יתרת העודפים ליום 30/9/09 הינה בסך כ-19 מיליוני ₪.

ריכוזיות בדרגי הניהול

מר ג'ק בר, יו"ר הדירקטוריון מזה למעלה מעשור ומנכ"ל החברה האם ימונה בקרוב לתפקיד מנכ"ל החברה לאחר פרישת המנכ"ל הקודם לפני כשנה. להערכתנו, מר ג'ק בר הינו בעל תרומה משמעותית להתנהלות החברה, מאחר והינו

בעל ניסיון עשיר, ידע רב וקשרים עסקיים בתחום הפעילות ונמנה על בעלי השליטה. נציין כי דירקטוריון החברה מוביל מהלך לקידום מנהלים מוערכים מתוך החברה ובמסגרת זו מונה לאחרונה סמנכ"ל השיווק, מר יואש בן אליעזר, גם לתפקיד משנה למנכ"ל. להערכת מידרוג, ההסתמכות על מספר מצומצם של יחסית של בעלי תפקיד בכירים גוזרת ריכוזיות בסמכויות ועשויה ליצור עומס על הגרעין הניהולי, בפרט, במהלך תקופת ביצוע ההשקעות המהותיות לפניה עומדת החברה.

המשך הרחבת סל המוצרים

הרחבה נוספת של סל המוצרים המגוון תוביל להעמקת אחיזת החברה בערוצי המכירה השונים ותגביר את מיצוי הפוטנציאל ממערך ההפצה הארצי. במסגרת זו, בכוונת החברה להתחיל בשיווק מוצר תה קר. שוק התה הקר נאמד כיום בכ-100 מיליון ₪, בעיקר מפעילות המתחרות הגדולות. כמו כן, החלה החברה לאחרונה לשווק משקה אנרגיה (XL), אשר הופץ עד כה על ידי מתחרה קטן בשוק. שוק משקאות האנרגיה נאמד בכ-200 מיליון ₪ מזה מהווה XL כ-50%, לדברי החברה. מהלך זה צפוי להגדיל את היקפי המכירות של החברה בערוץ ההפצה המרכזי של משקאות האנרגיה: השוק הפרטי הקר, שם נוכחות החברה כיום נמוכה (15%) ביחס למתחרים.

חסכון בעלויות הפצה באמצעות השקעה בהקמת מחסן אוטומטי

עיקר תמורת ההנפקה מיועדת להקמת מרכז לוגיסטי בנתניה שיהווה בסיס לכל פעילות ההפצה של החברה ויכלול מחסן אוטומטי, איזור ליקוט ומערכת אוטומטית לשינוע מוצרים מהמפעל אל המחסן. הקמת המרכז הלוגיסטי תיארך שנתיים ולהערכת מידרוג תתחיל בשנת 2010 תוך שהנהלת החברה נעזרת בשירותי חברות ייעוץ. עלות הפרויקט צפויה להסתכם בכ-70 מיליון ₪. להערכתנו החיסכון בעלויות הפצה הינו מהותי וכמו כן החיסכון בדמי שכירות מסגירת ארבעה אתרי הפצה קיימים באזור המרכז והדרום. יחס הכיסוי של תוכנית ההשקעות דומה ליחסי הכיסוי של החברה כיום. רובד שני של תוכנית ההשקעות, הכולל הקמת מערך ייצור היינקה בשטח המפעל, טרם אושר בדירקטוריון החברה. אם תבוצע ההשקעה, צפוי הרווח התפעולי לגדול כתוצאה מהקטנת עלויות רכישת תוצרת גמורה. החברה תוכל לממן גם השקעה זו מתמורת ההנפקה.

שיקולים עיקריים לדירוג

החוזקות הבולטות של החברה כוללות מעמד דומיננטי בישראל בשוק הבירה, היין והמשקאות האלכוהוליים, המתבטא בנתח שוק מהותי, בבעלות על מותגים ותיקים וחזקים ובפריסה רחבה על פני ערוצי הפצה. בשנים האחרונות חל שיפור ברווחיות, על רקע גידול בהיקפי הפעילות, התייעלות פנימית ורכישת האחזקה בברקן. ענף המשקאות מאופיין בביקושים יציבים יחסית ובסיכון מתון לאורך זמן. הסיכונים העיקריים בפעילות החברה כוללים: חשיפה לתנודות בשערי החליפין נוכח רכישת חלק מחומרי הגלם ומהמוצרים במט"ח; חולשה מול המתחרים בשוק המשקאות הקלים; נוכחות חלשה יחסית בנקודות המכירה בשוק הפרטי הקר; סל המוצרים רחב ומגוון ויחד עם זאת, הרווחיות מרוכזת בתחום המשקאות האלכוהוליים התורם חלק ניכר מהרווח התפעולי; לצד היתרונות של תזרים שוטף חיובי לאורך השנים, לחברה גמישות פיננסית צרה, נזילות נמוכה יחסית ומדיניות פיננסית הכוללת תשלום דיבידנד לבעלי המניות; קיימת ריכוזיות בדרגי הניהול; החברה עומדת בפני תוכנית השקעות רחבה, הכרוך בהעלאת רמת המינוף ורמת הסיכון העסקי.

ביקושים יציבים יחסית

ענף המשקאות מאופיין בשיעורי צמיחה מתונים מאוד של 1.5%-1% בשנה וביקושים יציבים לקטגוריות השונות לאורך זמן. תחום המשקאות האלכוהוליים מאופיין בצמיחה בכמויות בעשור האחרון ובכלל זה, הוכפלה כמויות צריכת היין הנצרך בישראל (ליטר/נפש). מנועי הצמיחה בפעילות החברות בענף מבוססים על חדשנות שיווקית ומתבטאים בהוספת מוצרים, הנתפסים כבריאים יותר (דוגמת מים בטעמים ותה קר) או מוצרים שמדגישים פינוק ונוחות (כגון משקאות מוגזים נטולי קלוריות ומשקאות אנרגיה).

בעלות על מותגים מקומיים מובילים, בשילוב תמיכה של יצרניות בינלאומיות מהווים חסמי כניסה גבוהים

מיתוג מוצרי החברה תומך בביקוש למוצרי החברה, לעומת מוצרי המתחרים בכל קטגוריה. בניית מותג חדש דורשת השקעה ראשונית גבוהה בפרסום וקידום ולאחריה יש צורך בחיזוק מתמשך של המותג. לחברה בעלות בלעדית על מותגים מקומיים מובילים בתחום הבירה (גולדסטאר, מכבי ונשר), המעניקים לחברה חסינות במעמדה המוביל בתחום זה מול המתחרים. שיתופי פעולה אסטרטגיים עם יצרניות בינלאומיות מובילות כגון פפסיקו והיינקו, בעלות מעמד מוביל בעולם, אשר שוקדות על חדשנות המוצרים, מקנה לחברה חיזוק. חסם כניסה נוסף כולל צורך במערך הפצה יעיל בפריסה ארצית. המערך הלוגיסטי הרחב של החברה מקנה לה יתרון ברור בענף והרחבת היקפי הפעילות על הפלטפורמה הקיימת מניבה תרומה שולית גבוהה לרווח. במודים מציינים כי ענף המשקאות הקלים בעולם מאופיין בתהליכי מיזוג הפועלים להרחבת סל המוצרים של החברות, לצד ניצול מערכי ייצור והפצה קיימים.

פיזור בין מגוון רחב של מוצרים מחזק את מעמדה התחרותי של החברה

קשת המוצרים רחבה ביותר ומאפשרת לספק ללקוחותיה מגוון מוצרים רחב, במספר קטגוריות מספק אחד. שיתופי פעולה אסטרטגיים עם יצרניות בינלאומיות מובילות בתחום המשקאות תורם לגיוון נוסף של סל המשקאות תוך חדשנות מתמשכת. כל אלה משפרים את אחיזת החברה ונוכחותה בשווקים המרכזיים.

בסיס לקוחות מפוזר ונוכחות טובה במרבית הקטגוריות

לחברה למעלה מ-11,000 נקודות מכירה ברחבי הארץ, מרביתן בשוק החם (כ-75% מהכנסות החברה בתקופה 1-9/09). נוכחות החברה טובה ברשתות השיווק המאורגנות, רשתות השיווק הפרטיות, בשוק המוסדי (בתי מלון) ובאתרי בילוי לילה. נוכחות החברה נמוכה יחסית במסעדות, ובמזנונים ופיצוציות, עקב דומיננטיות גבוהה לחברה המרכזית. הלקוחות העיקריים של טמפו הינם שתי רשתות השיווק הגדולות, מהן נבעו כ-14.1% ממכירות החברה במהלך שנת 2008.

נתח שוק דומיננטי בתחום הבירה והיין

מגזר המשקאות האלכוהוליים מניב את עיקר הרווח התפעולי. טמפו שמרה על מעמדה בשוק הבירה המקומי, גם לאחר כניסת מותגים מתחרים חזקים ונתח השוק בתחום זה יציב יחסית בשנים האחרונות והיווה כ-50% בשנת 2008. שוק היין בישראל מתחלק בין שלושה מתחרים עיקריים, כאשר לחברה נתח שוק השני בגודלו ונאמד בכ-24.7% המצוי במגמת עלייה. להערכת מידרוג, לרפורמה במיסי המשקאות האלכוהוליים החריפים לא צפויה השפעה מהותית על התוצאות בעתיד.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

שוק המשקאות הינו עתיר הון ומאופיין ברמת תחרות גבוה

הענף מאופיין בהשקעה גבוהה בציוד ייצור ותחזוקתו השוטפת ומאידיך - ברמת תחרות גבוהה, הנגזרת ממיעוט המתחרים ובתחליפיות גבוהה בין מוצרי החברה למוצרים המתחרים באותה קטגוריה. על מנת לשמר את נתח השוק של החברות, נאלצות החברות בתחום להשקיע סכומים ניכרים בחיזוק מעמד מותגיהן בתודעה הציבורית וחיזוק נאמנות הלקוחות. לצד זאת, התחזקות מעמד רשתות השיווק והתחרות ביניהן לוחצת את מחירי המכירה כלפי מטה ומשפיעה על שיעורי הרווחיות בענף. בנוסף לצעדי התייעלות בלתי פוסקים, בהם נוקטת החברה, בולט מעבר לייצור מקומי של מוצרים חלף ייבוא.

צורך בהבטחת איכות

פעילות החברה בתחום המזון חושפת את התוצאות הכספיות, במקרה של חשש לפגם באיכות המוצרים ועשויה להביא להשפעה על מוניטין החברה.

חשיפה מטבעית

הרווחיות הגולמית של החברה מושפעת מתנודות בשערי החליפין, לנוכח רכישת תמציות למשקאות מוגזים מפפסיקו בדולר וכן יבוא תוצרת קנויה (בירה ו-XL) באירו. מדיניות החברה הינה לבצע עסקאות הגנה מפני שינויים בשער"ח של הדולר והאירו, בהתאם לשער חליפין על פיו נערך תקציב החברה. עסקאות ההגנה המתבצעות באופן שוטף במהלך השנה מקטינות את החשיפה ונזקפות לסעיפי המימון.

חשיפה לסיכוני חקלאות נוכח הפעילות בתחום היין

רכישת השליטה ביקבי ברקן חשפה את החברה לסיכונים חקלאיים הכרוכים בגידול היבולים או כתוצאה מפגע טבע. במטרה לפזר את הסיכונים, הבעלות על הכרם הינה בעסקה משותפת של קיבוץ ושל חברה. בנוסף, החברה מפזרת את הכרמים בהם היא משתמשת לייצור יין באזורים גיאוגרפיים שונים על-מנת למזער, עד כמה שניתן, פגיעה ביבול.

רווחיות החברה מרוכזת בתחום המשקאות האלכוהוליים

המכירות בתחום המשקאות האלכוהוליים מהוות כמחצית ממכירות החברה. יחד עם זאת, תרומתן לרווח התפעולי הינה מוכרת ונעה בטווח 70%-80%, פועל יוצא ממיטוג גבוה וייצור עצמי. נוכח הריכוזיות הגדולה, שינוי במעמדה של החברה בתחום המשקאות האלכוהוליים, הנשען על מספר מותגים נמוך, עשוי להשפיע בצורה מהותית על התוצאות העסקיות של החברה.

תלות בהסכמי הפצה עם יצרנים בינלאומיים

בדומה למתחרים בענף, לחברה תלות בחידוש הסכמי זיכיון להפצה בישראל של מותגים בינלאומיים של קונצרנים בתחום המשקאות: פפסיקו והיינקן. הקשרים העסקיים עם ספקים אלה הינם ארוכי טווח ומעוגנים בהסכמים המתחדשים מעת לעת. היינקן נמנית על בעלי השליטה וזכאית לתמלוגים שנתיים ממכירות המותג בשיעורים שבין 6%-9%, בהתאם לסוג המוצר הנמכר. בשנת 2009 הפסיקה ברקן למכור את מותגי האלכוהול החרף של קבוצת פרנו בעקבות רכישתה של היצרנית ע"י תאגיד המיוצג בישראל ע"י מפיץ אחר. היקף המכירות של מותגי פרנו היה כ-25 מיליון ₪ בשנת 2008, מזה עמלת ההפצה של טמפו היתה כסך כ-5.0 מיליון ₪. מנגד, בשנת 2010 עבר לידי החברה הזיכיון להפצת אקסל מידי מפיצה אחרת.

עונתיות בפעילות החברה מרכזת עיקר הכנסות בשני רבעונים בשנה

פעילות החברה מאופיינת בעונתיות ענפית, בהתאם למועדי חגי ישראל וחודשי הקיץ, המאופיינים בצריכה מוגברת של המשקאות באותן התקופות ומשפיעים באופן מכריע על היקף ההכנסות והרווח התפעולי בתוצאות השנתיות. המכירות במהלך רבעונים 2 ו-3 מהוות יותר מ-50% ממחזור המכירות של החברה במהלך השנה והרווחיות התפעולית באותה תקופה מהווה יותר מ-75% מסך הרווחיות התפעולית השנתית. החברה מווסתת את היקף מצבת כוח האדם וכלי השינוע בהתאם להיקף הפעילות. אירועים חריגים במהלך הרבעונים הנ"ל יכולים לפגוע משמעותית בתוצאות העסקיות השנתיות של החברה.

גמישות פיננסית צרה ונזילות נמוכה

החברה אינה נוהגת להחזיק מזומנים אלא לצרכים שוטפים בלבד בהיקף כספי שלא יעלה על 10 מיליון ש"ח בשנים האחרונות. על נכסי החברה וחברות מוחזקות מוטלים שעבודים קבועים ושוטפים לטובת הבנקים המממנים ללא הגבלה בסכום, פארי פאסו בין מספר בנקים, המממנים מסגרות אשראי, שאינן חתומות ומנוצלות נכון ל-31/12/2009 בכ-84%. לדברי החברה נגישותה למערכת הבנקאית הינה טובה. לחברה אין נכסים לא משועבדים. מפעלי החברה ממוקמים על קרקע בבעלות טמפו משקאות אשר טרם שוערכה.

ניתוח פיננסי

גידול בהכנסות לצד שיפור מהותי ברווחיות

במהלך השנים 2005-2008 מכירות החברה אופיינו במגמת עלייה המוסברת בעיקר על-ידי עלייה במחירי המכירה בכ-5-6% בשנה בממוצע מדי שנה, תוך עלייה, מתונה יחסית בכמויות במונחי ליטרים. מכירות החברה נחלקות באופן שווה בין שני מגזרי הפעילות: משקאות קלים (49% ממחזור המכירות בשנת 2008) ומשקאות אלכוהוליים (51% ממחזור המכירות בשנת 2008). במהלך השנים 2005-2008 צמחו הכנסות מגזר המשקאות הקלים בממוצע ב-7%, בשעה שהכנסות מגזר המשקאות האלכוהוליים צמחו בממוצע ב-6.2% באותה התקופה. הצמיחה במגזר המשקאות הקלים נבעה בעיקר מכיתוג מחדש של פפסי מקס.

שיפור הרווחיות הגולמית של החברה נבע מעליית מחירי המכירה ומכניסה של טמפו לתחום היין והאלכוהול החריף, באמצעות רכישת ברקן במהלך שנת 2005. במהלך השנים 2005-2008 הושפעה הרווחיות הגולמית של טמפו באופן חלקי, בגין שיווק מוצרי ברקן באמצעות עמלת הפצה אשר הקטינה את עלות המכר של החברה באותן השנים. החל מתחילת 2009 מאוחדים דוחות ברקן באופן מלא וטמפו נהנית ממלוא התרומה של ברקן לרווח התפעולי.

הכנסות החברה במהלך תשעה חודשים ראשונים של 2009 ירדו בכ-1.6% לעומת התקופה המקבילה. הירידה נבעה מצמצום היקפו של שוק המים המינרליים בישראל, והפסקת שיווק מותגי פרנו. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2009 הרווחיות הגולמית הושפעה משתי מגמות מנוגדות: עליית שער הדולר מול השקל שחקה את הרווחיות, עקב מרכיב רכישת תמציות המוגזים (בסך כ-17 מיליון ש"ח לעומת התקופה המקבילה) ואיחוד מלא לראשונה של ברקן, המאופיינת ברווחיות גולמית גבוהה מזו של החברה, אשר תרם לשיפור הרווחיות.

המגמות ברווחיות התפעולית במהלך 2006-2008 תואמות את המגמות ברווחיות הגולמית ואת ההתייעלות בתקופה. אך הן מותנו בשל עלייה בשיעור ההוצאות הנהלה וכלליות אשר נבעה בעיקרה מאיחוד יקבי ברקן ועלייה בהוצאות המכירה והשיווק, תוך תנודות בשיעורן מהמכירות.

הוצאות הפרסום של החברה, כולל הוצאות הפרסום של ברקן, מהוות בממוצע כ-5.3% ממחזור המכירות של החברה. הוצאות הפרסום של יצרניות מזון גדולות, דוגמת שטראוס ואסם, מהוות כ-6.0% מסך מחזור המכירות השנתיות. סעיף המימון ברווח והפסד בתקופה 9-1/09 כולל הכנסות נטו בסך 3.0 מיליון ₪ מעסקאות גידור שע"ח (דולר, אירו).

טמפו, תמצית רווח והפסד יחסי רווחיות, במיליוני ₪ ובאחוזים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	1-9 2008	1-9 2009	
666	689	771	808	638	628	הכנסות
123	126	138	152	129	118	מזה בגין שיווק מוצרי ברקן
220	239	306	333	266	276	רווח גולמי
(202)	(194)	(235)	(243)	(188)	(193)	הוצאות מכירה ושיווק
(30)	(29)	(39)	(43)	(35)	(39)	הוצאות הנהלה וכלליות
(12)	17	32	46	43	44	רווח תפעולי לפני הכנסות / הוצאות אחרות
(22)	(23)	(30)	(24)	(19)	(9)	הוצאות מימון, נטו
(44)	(8)	6	24	26	28	רווח נקי
	3.4%	11.9%	4.8%	10.0%	(1.6%)	שינוי במכירות % ביחס לתקופה המקבילה
33.0%	34.7%	39.7%	41.2%	41.7%	43.9%	גולמי רווח %
(30.3%)	(28.2%)	(30.5%)	(30.1%)	(29.5%)	(30.8%)	הוצאות מכירה ושיווק %
(4.5%)	(4.2%)	(5.1%)	(5.4%)	(5.4%)	(6.1%)	הוצאות הנהלה וכלליות %
(5.2%)	(4.8%)	(5.2%)	(5.5%)			הוצאות פרסום (טמפו+ברקן) מתוך הכנסות טמפו %
(1.7%)	2.4%	4.2%	5.8%	6.8%	7.0%	תפעולי רווח %
(3.9%)	1.2%	3.4%	5.5%			רווח תפעולי בניטרול ברקן %
5.5%	9.0%	10.3%	11.8%	12.4%	14.2%	% EBITDA
(6.6%)	(1.1%)	0.8%	3.0%	4.0%	5.0%	נקי רווח %

ההון החוזר מאופיין בתגודתיות במהלך השנה

התגודתיות בהון החוזר של החברה תואמת את העונתיות בפעילות הענף: כמויות המכירה בשני מגזרי הפעילות גדולות ברבעון השני והרבעון השלישי, נוכח מועדי החגים וחודשי הקיץ. כפועל יוצא, מאופיינים רבעונים אלה בעלייה בהון החוזר התפעולי לעומת הרבעון הרביעי והראשון. העלייה בימי המלאי החל משנת 2009 נובעת מאיחוד מלא של דוחות ברקן. פעילות בתחום היין מאופיינת בימי מלאי גבוהים נוכח תהליך הייצור הארוך המאפיין את ענף היין.

Q4 06	Q1 07	Q2 07	Q3 07	Q4 07	Q1 08	Q2 08	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	
0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	יחס שוטף
91	117	117	102	101	107	104	101	84	102	109	104	ימי אשראי לקוחות
57	106	94	87	107	121	109	107	102	115	103	99	ימי אשראי ספקים
45	62	52	39	57	76	59	51	68	119	110	91	ימי מלאי
24.2%	24.6%	24.3%	23.1%	22.7%	22.3%	21.3%	20.9%	20.7%	22.7%	25.1%	27.7%	הון חוזר תפעולי / הכנסות

התזרים השוטף מצוי במגמת עלייה נוכח השיפור בתוצאות העסקיות

השיפור ב-EBITDA במהלך 9 חודשים ראשונים של 2009 לעומת התקופה המקבילה נובע מאיחוד מלא של דוחות ברקן החל מתחילת 2009.

התזרים מפעולות (FFO) במהלך השנים 2005-2009 הושפע לטובה מהשיפור בתוצאות העסקיות. במרבית השנים כיסה התזרים מפעולות את צורכי ההון החוזר התגודתיים, גם בעונת הפעילות החזקה. השקעות החברה ברכוש קבוע גדלו בשנים האחרונות ולהערכתנו גם בשנים 2010-2011 צפויות השקעות ברכוש קבוע במפעל בנתניה ובמתקני ברקן גם

מעבר לשימור הקיים ומעבר להשקעות בהקמת המרכז הלוגיסטי. בשנים האחרונות לא חולק דיבידנד כך שהתזרים החופשי היה נמוך יחסית, אם כי עדיין חיובי במרבית התקופות.

טמפו, נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים, במיליוני ₪

2005	2006	2007	2008	1-9 2008	1-9 2009	
36	62	79	95	79	89	EBITDA
16	36	42	65	55	73	תזמ"ז פרמנט- FFO
(16)	7	16	10	(15)	(44)	ירידה (עלייה) בהון חוזר
0	43	58	75	39	29	תזמ"ז מפעילות שוטפת- CFO
(72)	(15)	(22)	(44)	(30)	(35)	השקעה ברכוש קבוע
(2)	(3)	(7)	(3)	(1)	(3)	רכישת נכסים לא מוחשיים
(75)	25	29	28	8	(9)	תזרים מזומנים חופשי - FCF

מרבית החוב הפיננסי הינו לטווח קצר. האיתנות הפיננסית תואמת את הדירוג

החוב הפיננסי של החברה ליום 30/9/09 הינו בסך 358 מיליוני ₪, מרביתו המוחלטת - אשראי לז"ק (און-קולים) כבעבר. ככלל, מנצלת החברה את מרבית מסגרות האשראי המאושרות לה ומתחדשות מעת לעת בשנים האחרונות ללא שינויים מהותיים. ליום 31/12/09 החברה מנצלת 84% ממסגרות האשראי שלה בתאגידים בנקאיים. החוב הפיננסי יממן בעיקר את צרכי ההון החוזר התפעולי. פירעונות הקרן לז"א כ- 11 מיליוני ₪ בשנים 2010-2011. במהלך 2006-2008 החברה הציגה שיפור ביחסי הכיסוי, נוכח שיפור בתוצאות העסקיות והקטנת רמת החוב לז"א. בשנת 2009 חל גידול בהיקפי החוב במקביל לגידול משמעותי ביתרת המלאי והרכוש הקבוע כתוצאה מאיחוד ברקן ומעונותיות המאפיינת את פעילות. כפועל, יוצא חלה האטה ביחסי הכיסוי. ככלל, יחסי הכיסוי של החברה הינם איטיים ביחס ליצרניות מזון גדולות בישראל.

טמפו, תמצית מאזן, במיליוני ₪

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2008	30.09.2009	
167	178	187	187	271	276	לקוחות
0	13	17	13	14	15	חייבים אחרים
69	56	72	88	148	132	מלאי *
225	199	167	172	275	278	רכוש קבוע *
96	88	109	133	166	143	ספקים
47	47	75	65	85	108	זכאים

* נתונים ל-30.09.2008 מחושבים לפי איחוד של טמפו וברקן

טמפו, ריכוז נתוני מינוף ואיתנות, במיליוני ₪ ובאחוזים

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2009	
227	203	192	201	347	חוב ז"ק
46	27	17	8	11	חוב ז"א
273	231	209	209	358	חוב פיננסי ברוטו
0	1	1	2	8	יתרות נזילות
273	230	209	207	350	חוב פיננסי נטו
103	95	112	135	178	הון עצמי
547	500	548	573	821	סך נכסים
18.8%	19.1%	20.4%	23.5%	21.6%	הון עצמי למאזן
72.0%	68.5%	67.5%	62.9%	67.0%	חוב פיננסי ל-Cap

7.5	3.7	2.6	2.2	3.4	חוב פיננסי ל-EBITDA
16.8	6.5	5.0	3.2	4.3	חוב פיננסי ל-FFO
n/a	5.4	3.6	2.8	5.5	חוב פיננסי ל-CFO
5.7	5.1	4.4	7.5	32.0	חוב פיננסי ל-FCF

* יחסי הכיסוי חושבו על בסיס יתרת החוב ליום המאזן ותזרים מצטבר בארבעת הרבעונים האחרונים.

ברקן, תמצית מאזן ויחסים מאזניים, במיליוני ₪ ובאחוזים

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2009	
214	201	247	248	265	סך נכסים במאזן
0	1	3	7	6	סה"כ נכסים פיננסיים נזילים
44	41	38	31	45	לקוחות וחייבים אחרים (שוטף)
33	34	35	40	39	ספקים, נותני שירותים וזכאים אחרים
135	124	126	115	120	חוב פיננסי
35	36	69	76	89	הון עצמי
169	159	203	198	216	Cap
79.9%	77.9%	62.2%	57.8%	55.7%	חוב פיננסי ל-Cap
16.4%	17.9%	28.1%	30.5%	33.4%	הון עצמי למאזן

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול ניכר בהיקפי הפעילות המלווה בשיפור יחסי הרווחיות לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA מעל 4.5 שנים
- חלוקת דיבידנד בהיקפים העולים על ציפיות מידרוג שהינן: עד 12 מיליון ₪ בכל אחת מן השנים 2010-2011, ועד 50% מהרווח הנקי לאחר מסן

רשימת 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 בציד, 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.

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 מאד.
	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 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.

דו"ח מספר: CIT050210120M

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכושה 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.

14

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 לסיכוני 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 צריכה 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 שבכונתו 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 מודיס (Moody's להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.