

PennantPark Floating Rate Capital Ltd

26 באוקטובר, 2017

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'iAA-', תחזית הדירוג יציבה;
קביעת דירוג 'iAA-' לסדרת אג"ח א'

אנליסט אשראי ראשי:

טרנס קלינגמן, תל אביב, 972-3-7539742 terence.klingman@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

Gaurav Parikh, ניו יורק, 1-212-4381131 gaurav.parikh@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'ilAA', תחזית הדירוג יציבה; קביעת דירוג 'ilAA' לסדרת אג"ח א'

תמצית

- PennantPark Floating Rate Capital Ltd היא חברת השקעות אמריקאית אשר פועלת כחברה לפיתוח עסקים (Business Development Company או BDC) על פי חוק חברות ההשקעות האמריקאי של 1940 (הנודע כ-Act 1940). מטרת החברה ליצור הכנסה שוטפת ורווחי הון באמצעות השקעות בעיקר בהלוואות בריבית משתנה.
- אנו קובעים דירוג מנפיק 'ilAA' ל-PennantPark Floating Rate Capital Ltd ודירוג הנפקה 'ilAA' לאג"ח סדרה א' בהיקף של עד 400 מיליון \$ ע.נ. שבכוונת החברה להנפיק.
- התחזית היציבה משקפת את מדיניות מתן האשראי השמרנית יחסית בהשוואה לחברות לפיתוח עסקים אחרות, לדעתנו, ואת הצפי שלנו שיחס החוב להון העצמי המתואם יישאר נמוך מ-1.0x.

פעולת הדירוג

ב-26 באוקטובר, 2017, קבעה S&P מעלות את הדירוג 'ilAA' לחברת PennantPark Floating Rate Capital Ltd. תחזית הדירוג יציבה. בה בעת, קבעה S&P מעלות דירוג 'ilAA' לאג"ח סדרה א' בהיקף של עד 400 מיליון \$ ע.נ. שבכוונת החברה להנפיק.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג שלנו משקף את מדיניות מתן האשראי השמרנית יחסית של Pennant Park Floating Rate Capital Ltd בהשוואה לחברות פיתוח עסקים אחרות, איזון בין מח"מ הנכסים למח"מ מקורות המימון, ויחס מינוף נמוך באופן עקבי.

מתודולוגיית הדירוג של S&P מעלות לחברות פיתוח עסקים מתבססת על נקודת פתיחה (או "עוגן") למגזר כולו, הנמוך בשתי רמות דירוג (נוצ'ים) מהעוגן של המערכת הבנקאית בארה"ב. העוגן של המערכת הבנקאית כולל התייחסות לסיכון הכלכלי ולסיכון ענף הבנקאות בה הישות פועלת. הפער בין העוגן של המערכת הבנקאית בארה"ב לבין העוגן של מגזר חברות פיתוח העסקים משקף את הסיכון הנוסף במגזר חברות פיתוח העסקים הנובע מהיעדר גישה לתמיכה של הבנק המרכזי ומסיכון תחרותי גבוה יותר בהשוואה לבנקים. מאידך, העוגן של מגזר חברות פיתוח העסקים גבוה ברמת דירוג אחת מהעוגן של מגזר החברות הפיננסיות החוץ בנקאיות בארה"ב, היות שאנו סבורים שמגזר חברות פיתוח העסקים נהנה ממסגרת מוסדית חזקה יותר בדגש על פיקוח רגולטורי הדוק יותר, כולל דיווח ציבורי, גילוי ופירוט לגבי תיק ההשקעות ומגבלות מינוף. כדי לקבוע את דירוג החברה, אנו מבצעים התאמות לעוגן המשקפות את הערכתנו לגבי גורמים ספציפיים לחברה המדורגת, ביניהם מעמד עסקי; הון, מינוף ורווחיות; פרופיל סיכון; ומימון ונזילות.

מעמד עסקי: התמקדות במתן הלוואות בכירות לעסקים בינונים המגובות בשעבוד ראשון

Pennant Park Floating Rate Capital Ltd (להלן PFLT), חברה אמריקאית אשר התאגדה במדינת מרילנד ב-2010, היא חברת השקעות סגורה ולא מפוזרת בניהול חיצוני (closed-ended externally managed non-diversified investment company) הפועלת כחברה לפיתוח עסקים (Business Development Company או BDC) על פי חוק חברות ההשקעות האמריקאית של 1940 (הנודע כ-Act 1940). מטרת החברה הנם ליצור הכנסות שוטפות ורווחי הון בעיקר באמצעות השקעה בהלוואות בריבית משתנה. מנהל ההשקעות החיצוני של החברה, PennantPark Investment Advisers, LLC, מנהלת חברה לפיתוח עסקים

ציבורית נוספת, PennantPark Investment Corp (PNNT) וגם קרן הזדמנויות אשראי פרטית, PennantPark Credit Opportunities Fund II (PCOF). לדעתנו לצוות ההשקעות של מנהל ההשקעות החיצוני ניסיון רב בחיתום הלוואות לעסקים בינוניים באמצעות שלושת הגופים הללו. PFLT היא החברה לפיתוח עסקים הקטנה ביותר שקבוצת S&P מדרגת, עם תיק ההשקעות של כ-700 מיליון דולר, אולם איננו מחשיבים זאת כחיסרון משמעותי, היות ש-PennantPark Investment Advisers מנהלת נכסים בהיקף כולל של יותר מ-2 מיליארד דולר.

PFLT מתמקדת בעיקר במתן הלוואות לחברות בינוניות בארה"ב עם EBITDA ממוצע של בין 10 ל-100 מיליון דולר הנתמכות על ידי משקיעים פיננסיים כגון קרנות השקעה פרטיות (private equity funds). ההלוואות הן לרוב לתקופה של עד שש שנים, בהיקף של 5 עד 25 מיליון דולר, ובשיעורי ריבית של ליבור פלוס 6.5%.

ביוני 2017 עמד סך ההשקעות של PFLT על 699 מיליון דולר, גידול של 17% לעומת סוף השנה הפיסקלית הקודמת בספטמבר 2016. כתוצאה מכך, בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 ביוני, 2017, גדל סך ההכנסות מהשקעות ב-33% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, והגיע לסך 41 מיליון דולר. באותה תקופה חילקה PFLT דיבידנדים של 0.866 דולר למניה בהיקף כולל של 25 מיליון דולר.

ברבעון השני נכנסה PFLT למיזם משותף (שאינו מאוחד בדוחותיה) עם Kemper Corporation בו הקימו קרן חוב בכיר מובטח (PSSL או senior secure loan fund) להשקעה במכשירי חוב של חברות בינוניות בהתאם לאסטרטגיה של PFLT. PFLT מחזיקה ב-87.5% מהמיזם ו-Kemper Corporation מחזיקה ב-12.5%.

נכון ל-30 ביוני, 2017, השקיעה PFLT כ-700 מיליון דולר ב-86 חברות על פני 25 ענפים שונים, כולל ההשקעות דרך המיזם המשותף. תיק ההשקעות מפוזר היטב בין הענפים ואף ענף אינו אחראי ליותר מ-8% מהתיק במונחי שווי הוגן נכון ליוני 2017.

הון מינוף ורווחיות: מינוף נמוך ורווחים יציבים

לדעתנו, המינוף הנמוך יחסית של PFLT מהווה נקודת חוזקה משמעותית התומכת בדירוג. יחס החוב לסך ההון המתואם עמד בסוף יוני 2017 על $0.7x$, לעומת $0.6x$ ברבעון הקודם. אנו צופים שיחס המינוף יגדל בצורה הדרגתית עד $0.9x$ במקביל לגידול בתיק ההשקעות של החברה, אך יישאר מתחת ל- $1.0x$. יחס כיסוי הנכסים (ה-asset coverage ratio כפי שהוגדר ב-Act 1940) של PFLT עומד על 255%, גבוהה משמעותית מהדרישה הרגולטורית של 200%.

להלן שלושה מדדי רווחיות כמותיים הנמדדים על בסיס 12 החודשים האחרונים עבור PFLT ותנאי הסף שלהם שנביא בחשבון במסגרת הערכה חלשה יותר של הון, מינוף ורווחיות אם המינוף יעלה מעל $1.0x$ באופן עקבי:

- יחס כיסוי ריבית שאינו תלוי עסקאות (non-deal dependent coverage): $4.6x$ לעומת תנאי סף של $3.0x$;
- יחס כיסוי ריבית ודיבידנדים שאינו תלוי עסקאות: $0.9x$ לעומת תנאי סף של $1.0x$;
- תשואה ללא שערוכים (realized income) על ממוצע ההשקעות: 5.9% לעומת תנאי סף של 5.0%.

פרופיל סיכון: תיק השקעות באיכות גבוהה יחסית, היסטוריית הפסדים נמוכה

בדומה לחברות לפיתוח עסקים אחרות, תנאי החיתום של PFLT פחות מחמירים בהשוואה לבנקים בשל ההתמקדות במתן הלוואות לחברות בינוניות. נכון ל-30 ביוני, 2017, עמד היקף תיק ההשקעות על כ-700 מיליון דולר, מתוכם 613 מיליון דולר חוב בכיר מובטח (88% מתיק ההשקעות), 32 מיליון דולר חוב מובטח בשעבוד שני (4% מהתיק), 33 מיליון דולר חוב נחות (5% מהתיק) ו-21 מיליון דולר מניות בכורה ומניות רגילות (3% מתיק).

אנו סבורים שנתוני הרכב תיק ההשקעות והתשואה הממוצעת המשוקללת משקפים פרופיל סיכון שמרני יחסית בהשוואה לחברות לפיתוח עסקים רבות אחרות שקבוצת S&P מדרגת. ביוני 2017 עמדה ההשקעה הממוצעת לחברה על 8 מיליון דולר והתשואה

הממוצעת המשוקללת עמדה על 8.2%. התשואה הנמוכה בהשוואה לחלק מהחברות המתחרות במגזר נובעת מהתמקדות בהשקעה בחוב בכיר.

בתקופת הפעילות הקצרה יחסית של החברה, כשש שנים, היא השקיעה סך של 1.8 מיליארד דולר ב-300 השקעות ורק חמש מהן (המהוות 1.4% מהון החברה) הפכו לחוב שאינו נושא הכנסה (non-accrual) עם שיעור שיקום (recovery) ממוצע משוקלל של 105%. נכון ל-30 ביוני, 2017, יש ל-PLFT רק הלוואה אחת שאינה נושאת הכנסה, המהווה כ-0.4% מסך התיק במונחי עלות. ההשקעה הגדולה ביותר ברמת הלוואה הבודדת (לא כולל המיזם המשותף עם Kemper Corporation) מהווה כ-4% מסך התיק במונחי שווי הוגן או 6% מההון העצמי המתואם, וחמש ההשקעות הגדולות ביותר מהוות 14% מסך התיק.

מימון ונזילות: תלות רבה במסגרות אשראי מובטחות ונזילות הולמת

אנו סבורים כי הישענותה של PFLT על מסגרת אשראי מובטחת יחידה מהווה נקודת חולשה עבור הדירוג. בדומה לקרנות פיתוח עסקי רבות אחרות, PLFT מממנת את מתן הלוואות באמצעות מסגרת אשראי מובטחת מתחדשת, אך מקורות המימון שלה ריכוזיים יותר. כדי לממן את הגידול בתיק ההשקעות נשענת PFLT על מסגרת אשראי בכירה מובטחת ומתחדשת (secured revolving credit facility) של 375 מיליון דולר. על אף שכמה בנקים משתתפים במסגרת, בנק אחד מספק יותר מ-50% ממנה, דבר היוצר סיכון ריכוזיות לדעתנו. נכון ליוני 2017, ניצלה החברה 291 מיליון דולר ממסגרת זו. נזילות הקרן הולמת לדעתנו, היות שתחזית תזרים המזומנים ל-12 חודשים מספקת את צרכי המימון שלה גם תחת תרחיש הבסיס וגם במבחן הלחץ שלנו. ביוני 2017 עמדו לרשות PFLT מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-49 מיליון דולר.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-18-24 החודשים הבאים ינוע המינוף (יחס חוב לסך ההון המתואם) של PFLT בטווח של 0.75x-0.90x ויחס כיסוי הנכסים יישאר מעל 220%. התחזית מביאה בחשבון גם את הצפי שלנו ש-PFLT תשמור על ההרכב הנוכחי של התיק, שבו 80% מושקעים בחוב בכיר בריבית משתנה המובטח בשעבוד ראשון.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג ב-12-24 חודשים הבאים אם יחס כיסוי הנכסים ירד מתחת ל-220% באופן עקבי. אנו עשויים להוריד את הדירוג גם אם יחס המינוף יעלה באופן עקבי מעל 1.0x או אם נראה מגמה שלילית בהפסדי אשראי.

התרחיש החיובי

הסיכוי לפעולת דירוג חיובית נמוך יחסית בטווח התחזית. עם זאת, אנו עשויים להעלות את הדירוג אם החברה תמשיך לגוון את מקורות המימון שלה, יחס כיסוי הנכסים יישאר קרוב יותר ל-250%, יחס החוב להון המותאם יהיה נמוך משמעותית מ-0.75x והחברה תשמור על הרכב תיק ההשקעות הנוכחי.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון ענף הבנקאות \(BICRA\)](#), 9 בנובמבר, 2011
- [מתודולוגיה: מדדים כמותיים לדירוגי בנקים בעולם](#), 17 ביולי, 2013
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014

- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג קרנות פיתוח עסקי בארה"ב](#), 9 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג הנפקות של חברות פיננסיות וחברות לשירותים פיננסיים שאינן בנקים](#), 9 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות פיננסיות שאינן בנקים](#), 9 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 14 באוגוסט, 2017
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

פרטים כלליים (נכון ל-26 באוקטובר, 2017)

PennantPark Floating Rate Capital Ltd	
דירוג(י) המנפיק	
ilAA-\Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilAA-	סדרה א
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilAA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך אוקטובר 26, 2017
פרטים נוספים	
13:12 26/10/2017	זמן בו התרחש האירוע
13:12 26/10/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדרגת	יזום הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחידו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחידו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחידו, ה"הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P .AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים גלויים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.