

MGG (BVI) Ltd.

9 במרץ, 2020

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A+' ועדכון תחזית ליציבה מחיובית עקב אי הקטנת ריכוזיות תיק ההשקעות

אנליסט אשראי ראשי:

Adam Grossbard, ניו-יורק, 1-212-4380762, adam.grossbard@spglobal.com

איש קשר נוסף:

אביטל קורן, רמת גן, 972-3-7539708, avital.koren@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
3	סקירת הקרן ואסטרטגיית השקעה
3	מינוף מותאם לסיכון
4	מימון ונזילות
5	תחזית הדירוג
5	התרשיש השלילי
5	התרשיש החיובי
6	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון תחזית ליציבה מחיובית עקב אי הקטנת ריכוזיות תיק ההשקעות

תמצית פעולת הדירוג

- ריכוזיות תיק ההשקעות של MGG (BVI) Ltd. ("MGG") לא השתפרה במידה שצפינו, ואילו ההלוואה הגדולה ביותר של החברה נפרסה מחדש מספר פעמים, עקב אי עמידה בתשלום הראשון כמצופה.
- כתוצאה מכך, אנו מעדכנים את תחזית הדירוג של MGG ליציבה מחיובית, ומאשררים את דירוג המנפיק, 'ilA+' ואת דירוג ההנפקה 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות והלא מבוטחות של החברה.
- ב-13 בינואר, 2020, פרסמה S&P Global Ratings את המתודולוגיה המעודכנת לדירוג קרנות השקעה אלטרנטיביות.
- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור ב-12 החודשים הקרובים על יחס של 1.0x-1.5x בין הנכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה (recourse).

פעולת הדירוג

ב-8 במרץ, 2020, אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק 'ilA+' של חברת MGG (BVI) Ltd. ואת דירוג ההנפקה 'ilA+' לאיגרות החוב הבכירות המובטחות ולאגרות החוב הלא מבוטחות של החברה ועדכנה את תחזית הדירוג ליציבה מחיובית.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

ריכוזיות תיק ההשקעות של MGG לא פחתה במידה שצפינו, ואילו ההלוואה הגדולה ביותר של החברה נפרסה מחדש עקב אי עמידה בתשלום הראשון כמצופה. החברה צופה כעת כי הלוואה של ההלוואה הגדולה ביותר, אשר מגובה בנכסים, יצטרך למכור נכסים כדי לפרוע חלק מקרן ההלוואה ונדרש לבצע התאמה למועד התשלום. אף ש-MGG הצליחה להגדיל את ההכנסות מעמלות מהלוואה זו בשל פריסתה מחדש, שינוי מבנה ההלוואה משקף חלק מהסיכונים הטמונים באסטרטגיה של החברה, שעשויים לפגוע במצבה העסקי של החברה בתרחישי קיצון. בנוסף, העובדה שהלוואה זו מהווה כיום כ-20% מההון העצמי של החברה, משקפת את הסיכון הכרוך בריכוזיות תיק ההשקעות של MGG, הגבוה מעט בהשוואה למתחריה. כתוצאה מכך אנו משנים את תחזית הדירוג ליציבה מחיובית.

הדירוג של MGG משקף את המינוף הבינוני של החברה ואת התמקדותה בהלוואות בכירות מובטחות עם התניות פיננסיות רבות. מאידך, הדירוג משקף את הניסיון המועט של החברה כקרן ואת הריכוזיות היחסית של תיק ההשקעות.

אנו מדרגים את איגרות החוב הבכירות המובטחות של החברה ברמה זהה לדירוג המנפיק, דירוג אשר משקף את העדיפות של איגרות חוב מובטחות אלו. דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות זהה גם הוא לדירוג המנפיק בשל ההיקף המשמעותי של נכסים לא משועבדים התומכים בהן. אם היקף החוב המועדף של החברה כאחוז מסך הנכסים המותאמים יעלה מעל ל- 30% (כיום הוא 27%), אנו עשויים להוריד את דירוג איגרות החוב הלא מובטחות של החברה.

סקירת הקרן ואסטרטגיית השקעה

MGG, כחברה, הוחזקה על ידי שתי שותפויות מוגבלות: MGG Specialty Finance Fund LP – קרן מתמחה, ו-MGG SF Evergreen Fund LP – קרן עד (evergreen fund). קווין גריפין, מנכ"ל קבוצת MGG וסמנכ"ל ההשקעות שלה, מנהל את הקרן המתמחה ואת קרן העד. ב-2019, שלוש קרנות נוספות תרמו את נכסיהן ל-MGG: MGG Specialty Finance II Fund L.P., IDF Fund, Canada Fund. MGG מתמקדת באמצעות הקרנות שלה במתן הלוואות לחברות בינוניות-קטנות שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים, ושבדרך כלל צריכות הלוואות מורכבות אשר MGG מעמידה על בסיס חוב בכיר מובטח עם התניות פיננסיות מגבילות רבות.

ב-2014 הקים קווין גריפין, לשעבר בחברות Octavian Fortress, Highbridge Principal Strategies, (Drawbridge), Houlihan American Capital ו-MGG Investment Group, יחד עם גרג רץ המכהן כנשיא, איתו עבד ב-Octavian. MGG פועלת כקרן מאז 14 באוקטובר, 2014, ובתקופת זמן קצרה זו הציגה ביצועים טובים. יתר על כן, אנו צופים שהיסטוריית הביצועים החזקה של המייסדים לפני הקמת MGG תסייע לחברה לגייס הון נוסף.

מינוף מותאם לסיכון

החברה ממומנת כיום באמצעות איגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של כ-195 מיליון דולר ובאמצעות איגרות חוב בכירות לא מובטחות בהיקף של 65 מיליון דולר. אנו מעריכים את המינוף של MGG באמצעות היחס בין נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה, בהתאם לגישה המקובלת לגבי קרנות buy-and-hold. ב-30 בספטמבר, 2019, עמד יחס המינוף של MGG על 1.1x (פרופורמה עבור חוב שהונפק ברבעון האחרון), המראה כי הנזלת הנכסים בתרחיש לחץ מסוג 'BBB' תהיה מספקת על מנת שהחברה תעמוד בהתחייבויותיה.

החישוב שלנו ליחס נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה כולל תספורת של 59% על השקעות החוב של החברה, המשקפת את היותן של ההלוואות בדירוג ספקולטיבי. יתר על כן, אנו מניחים כי החברה תשמור על מזומנים לא מוגבלים בהיקף של לפחות 10 מיליון דולר ברמת הקרן.

ב-30 בספטמבר, 2019, היו לחברה השקעות בהיקף של מעט יותר מ-655 מיליון דולר, המחולקות בין 33 חברות שונות, לעומת היקף השקעות של 415 מיליון דולר ב-30 בספטמבר, 2018. הלוואת החברה מתמקדות

בחברות בינוניות-קטנות עם EBITDA ממוצע של 10-50 מיליון דולר ויחס חוב ל-EBITDA ממוצע של 3.0x-4.5x. עם זאת, אנו סבורים שתיק ההשקעות ריכוזי יחסית, היות שב-30 בספטמבר, 2019, ההשקעה הגדולה ביותר היוותה כ-20% מסך ההון וחמש ההלוואות הגדולות ביותר היוו כ-65% ממנו. בהלוואה הגדולה ביותר, המגובה בשלושה נכסים נפרדים ובערבות אישית, בוצעו שתי פריסות מחדש ב-2019, אולם כיום היא אינה מסווגת כנכס בעייתי. נציין לחיוב שכ-80% מההשקעות החברה כוללות יותר משלוש התניות פיננסיות, הגנה רבה בהשוואה למרבית החברות לפיתוח עסקים (BDCs) בקבוצת ההשוואה.

מימון ונזילות

MGG גייסה באמצעות כל הקרנות שלה הון בהיקף של כ-466 מיליון דולר נכון לספטמבר 2019, עם אפשרות למשיכת כ-100 מיליון דולר נוספים שטרם נוצלה. חישוב ההון העצמי שלנו עבור MGG כולל הלוואות פרמננטיות מבעלי המניות של הקרן, ובנוסף הן מסווגות כהון עצמי גם בהתניות הפיננסיות של איגרות החוב. המשקיעים ב-Evergreen Fund אינם יכולים למשוך את ההון בשנה הראשונה, ובשנה השנייה עליהם לשלם קנס של 3% על משיכה. המשיכות מופחתות בהתבסס על מועדי הפירעון של הנכסים והתשלומים למשקיע, ולכן החברה לעולם לא תיאלץ למכור נכס בגלל משיכות של משקיעים, מה שמגביל את הסיכונים הכרוכים בהון שאינו פרמננטי. אנו מעריכים כי החברה תשמור על כ-10%-15% הון מובטח לא מנוצל, מה שייתן לה גישה למקורות מימון בתרחיש לחץ פוטנציאלי.

הקרן כבר אינה ממומנת באמצעות מסגרות ריפו, אשר מגבירות את סיכון הנזילות עקב דרישת בטוחות (margin calls) אפשרית. עם זאת, החברה צריכה לעמוד בהתניות פיננסיות רבות על איגרות החוב שלה. לפי ההתניות הפיננסיות של הנפקת איגרות החוב הבכירות המבוטחות, על החברה לשמור על סך נכסים ב-SPV (חברת מטרה משועבדת) בהיקף גבוה מ-70% Loan to Value (כשמזומנים נחשבים כ-100%), השווים לסך של 279 מיליון דולר ביחס להנפקה של 195 מיליון דולר, בהנחה שאין מזומנים בתוך ה-SPV. אם אחת ההשקעות של החברה תרד בערכה, החברה לא תהיה חשופה לדרישת בטוחות או לאירוע שיהווה עילה לפירעון מידי של איגרות החוב. בנוסף ועל פי ההתניות, על החברה לשמור על הון עצמי מינימלי של 180 מיליון דולר, אחרת תהיה חשופה לאפשרות של עילה לפירעון מידי של איגרות החוב. נכון ל-30 בספטמבר, 2019, החברה עומדת בכל התניותיה הפיננסיות.

אנו מעריכים כי מקורות הנזילות של החברה יעלו על צורכי הנזילות שלה ביחס של 1.5x תחת תרחיש לחץ מסוג 'BBB'. חולשות הנזילות של החברה ממותנות חלקית על ידי הכנסות הריבית הקבועות והפירעון החלקי של קרן ההלוואות בתיק. עם זאת, נציין כי בתרחיש לחץ הלוואות אלו תהיינה מאד לא נזילות עקב היעדר שוק משני להלוואות מסוג זה.

נכון ל-30 בספטמבר, 2019, שימושי הנזילות בתרחיש לחץ מסוג 'BBB' (כ-70 מיליון דולר) ב-12 החודשים הקרובים כוללים:

- משיכת התחייבויות על ידי לווים (20 מיליון דולר)
 - הוצאות, הפחתה וריבית (50 מיליון דולר)
- נכון ל-30 בספטמבר, 2019, מקורות הנזילות בתרחיש לחץ מסוג 'BBB' (כ-105 מיליון דולר) ב-12 החודשים הקרובים כוללים:

- הון לא מנוצל לאחר תספורת (25 מיליון דולר)
- מזומנים ושווי מזומנים (10 מיליון דולר)
- אמורטיזציה של קרן על השקעות והכנסות ריבית לאחר תספורת (70 מיליון דולר), בניכוי נכסים מוחזקים ב-SPV.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך MGG להתמקד בהשקעות בחוב בכיר מובטח עם התניות פיננסיות רבות, תוך שמירה על יחס נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה של $1.0x-1.5x$. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי החברה תמשיך להנפיק הון ולפזר את תיק ההשקעות שלה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יחס נכסים תחת לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה ירד מתחת ל- $1.0x$ או אם ביצועי ההשקעות של החברה יתדרדרו.

התרחיש החיובי

איננו צופים עליית דירוג בשלב זה. בטווח הארוך אנו עשויים להעלות את הדירוג אם החברה תשפר משמעותית את הפיזור, רמת הריכוזיות בתיק ההשקעות תרד, ורמת הסיכון בתיק ההשקעות תפחת או אם תפעל עם יחס מינוף של נכסים תחת לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה של מעל $1.75x$.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CW](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג קרנות השקעה אלטרנטיביות](#), 13 בינואר, 2020
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-9 במרץ, 2020)

ilA+\Stable	אמ.ג'י.ג'י (בי.וי.איי) לימיטד דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
ilA+	דירוג(י) הנפקה חוב בכיר מובטח אגח סדרה ב
ilA+	חוב בכיר בלתי מובטח אגח סדרה א
ilA+\Stable ilA+\Positive ilA+\Stable	היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך מרץ 09, 2020 ספטמבר 11, 2019 אוקטובר 11, 2018
15:44 09/03/2020 15:44 09/03/2020 החברה המדורגת	פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע 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, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחדיו, S&P") צדדים (הקשורים) 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 AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האכזריות 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 נלווים 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.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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 מהחתימים 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.