

אמ.ג'י.ג'י. (בי.וי.איי.) לימיטד

2 במרץ, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

Clayton Montgomery, ניו יורק, 1-212-4385079 clayton.montromery@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

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

תוכן עניינים

2	תמצית
3	תחזית הדירוג
3	התרחיש השלילי
3	התרחיש החיובי
3	שיקולים עיקריים לדירוג
3	סקירת הקרן ואסטרטגיית השקעה
4	מינוף מותאם לסיכון
4	מימון ונזילות
7	רשימת דירוגים

אמ.ג'י.ג'י. (בי.וי.איי.) לימיטד

ilA+/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

חולשות	חוזקות
<ul style="list-style-type: none"> היסטוריית ביצועים קצרה יחסית מספר קטן יחסית של חשיפות מהווה חלק משמעותי מהתיק תיק ההשקעות מורכב מהלוואות לא נזילות ללווים קטנים וממונפים ביחס לשוק בו פועלת החברה פרופיל מימון פחות מפותח מחלק מהמתחרות המדורגות בדירוג גבוה יותר 	<ul style="list-style-type: none"> התמקדות בהלוואות המגובות בשעבוד ראשון עם הגנה טובה של התניות פיננסיות ביצועי השקעות טובים יחסית משיכות ההשקעות קשורות למימושי הנכסים, מה שתומך בהון הקרן

הריכוזיות עדיין גבוהה. נכון ל-30 בספטמבר, 2020, החשיפה הגדולה ביותר של הקרן היוותה 19% מההון העצמי (לפי שווי הוגן), וחמש החשיפות הגדולות ביותר היוו 63% מההון העצמי. אף שאנו צופים ירידה קלה בריכוזיות עם מכירתה החלקית של ההלוואה הגדולה ביותר של החברה ברבעון הרביעי של 2020, תיק ההשקעות של הקרן ימשיך להיות ריכוזי להערכתנו.

המינוף עדיין בתחום ההולם את הדירוג. ב-30 בספטמבר, 2020, עמד מינוף החברה, הנמדד לפי היחס בין נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה (Recourse Liabilities), על 1.2x, ומשקף מרווח מסוים מעל הסף שלנו להורדת דירוג, 1.0x.

מגפת הקורונה וההיחלשות הכלכלית שבאה בעקבותיה פגעה משמעותית במעט מהשקעות של הקרן. לדוגמה, ההאטה בענף התעופה פגעה משמעותית בפוזיציות Runway של הקרן, הלוואה שניתנה למפעילת שירותים בשדות תעופה. ההלוואה (בשווי הוגן של 31 מיליון דולר) תעמוד לפירעון ביולי 2022 והיא משוערכת ב-90% מהעלות נכון ל-30 בספטמבר. במקביל לקרן היו גם כמה מימושים מוצלחים ב-2020, כמה חברות הרוויחו מהמשבר. סך תיק ההשקעות משוערך ב-94% מהעלות הכוללת, אולם ישנו מספר מועט של הלוואות הרשומות מתחת ל-80% (מה שמעיד על בעיה עמוקה יותר).

עדיין ישנם חששות לגבי אחת מחשיפותיה הגדולות של הקרן. ההלוואות Cabaret-i Museum, Vineyard של הקרן, שיחדיו מהוות את החשיפה הגדולה ביותר של הקרן נכון ל-30 בספטמבר (אם כי חשיפה זו קטנה

בשל הקטנת פוזיציה משמעותית ברבעון הרביעי), נכנסו לחדלות פירעון ברבעון השלישי של 2020. הקרן ממשיכה לפעול להשבת מלוא הסכום של קרן ההלוואה, המגובה בבטוחה ובערבות אישית. פוזיציה זו רשומה ב-97% מהעלות נכון ל-30 בספטמבר.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך MGG להתמקד בהשקעות בחוב בכיר מובטח עם התניות פיננסיות רבות, ותשמור על יחס נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה של בין 1.0x-1.5x ועל נזילות הולמת לצורכי שירות החוב שלה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יחס נכסים תחת לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה ירד מתחת ל-1.0x או אם הנזילות תישחק או אם איכות תיק ההשקעות של החברה תתדרדר.

התרחיש החיובי

איננו צופים העלאת דירוג בשלב זה. בטווח הארוך אנו עשויים להעלות את הדירוג אם הקרן תשפר משמעותית את פיזור ההשקעות, אם רמת הסיכון בתיק ההשקעות תפחת או אם יחס הנכסים תחת לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה יעלה על 1.75x באופן בר קיימא.

שיקולים עיקריים לדירוג

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 Evergreen. קווין גריפין, מנכ"ל קבוצת MGG וסמנכ"ל ההשקעות שלה, מנהל את הקרן המתמחה ואת קרן Evergreen. אולם ב-2019 תרמו שלוש קרנות נוספות את נכסיהן ל-MGG: Canada Fund, IDF Fund, ו-MGG Specialty Finance II Fund L.P. מתמקדת באמצעות הקרנות שלה במתן הלוואות לחברות בינוניות-קטנות המתקשות להשיג הלוואות ממלווים אחרים, 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 Highbridge Principal Strategies, Octavian Fortress (Drawbridge), Houlihan American Capital, ו-MGG Investment Group, יחד עם גרג רץ המכהן כנשיא, אתו עבד ב-Octavian. MGG פועלת כקרן מאז 14 באוקטובר, 2014, ובתקופת זמן קצרה זו הציגה ביצועים טובים.

מינוף מותאם לסיכון

אנו מחשבים את המינוף של MGG באמצעות היחס בין נכסים תחת תרחיש לחץ להתחייבויות עם זכות חזרה, בהתאם לגישה המקובלת לגבי קרנות מסורתיות הפועלות בשיטת buy-and-hold. ב-30 בספטמבר, 2020, עמד יחס המינוף של MGG על כ-1.2x, דבר 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 החברה, המשקפת את הערכתנו הסטנדרטית להלוואות בדירוג ספקולטיבי עמוק לשלוש עד חמש שנים (המח"מ בתיק ההלוואות של MGG הוא כ-3 שנים). אנו מניחים גם כי החברה תשמור על מזומנים לא מוגבלים בהיקף של לפחות 10 מיליון דולר ברמת הקרן. ההתחייבויות ללא זכות חזרה של MGG כוללות את איגרות החוב הבכירות המובטחות שלה (שייתרן ב-30 לספטמבר עמדה על כ-175 מיליון דולר) ועל איגרות חוב לא מובטחות (כ-65 מיליון דולר ב-30 בספטמבר). שני סוגי האג"ח נפרעות לשיעורין לפי לוח סילוקין, ותשלומיהן מואצים ככל שמתקרב מועד הפירעון הסופי (2025 עבור איגרות החוב הבכירות המובטחות ו-2023 עבור איגרות החוב הלא מובטחות).

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, היו לחברה השקעות במעט יותר מ-30 חברות ובהיקף כולל של כ-667 מיליון דולר. הלוואות החברה מתמקדות בחברות בינוניות-שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים, המייצרות EBITDA של 10-50 מיליון דולר עם יחס חוב ל-EBITDA ממוצע של 3.0x-4.5x. אנו סבורים שתיק ההשקעות ריכוזי יחסית, היות שב-30 בספטמבר, 2020, ההשקעה הגדולה ביותר היוותה כ-19% מסך ההון וחמש ההלוואות הגדולות ביותר היוו כ-63% ממנו. החשיפה הגדולה ביותר לחברה בודדת בתיק כוללת שלוש הלוואות (Cabaret ו-Vineyard, Museum), עם ערבות צולבת, המגובות בשלושה נכסים נפרדים ובערבות אישית של הלווה. בפוזיציה זו בוצעו שתי פריסות מחדש ב-2019, והיא נכנסה לכשל פירעון ב-2020. היא רשומה ב-97% מהעלות נכון ל-30 בספטמבר.

לאחר ההקטנה המשמעותית של פוזיציה זו ברבעון הרביעי (שאנו צופים שתשפר מעט את מדדי הריכוזיות כשיעור מההון), פוזיצית Mantle של הקרן, הלוואה בשעבוד ראשון לחברה בטכנולוגיית קצה אל קצה המתמחה בטלמרקטינג ומאגרי לקוחות, תהיה החזקתה הגדולה ביותר. Mantle רשומה ב-100% מהעלות ומהווה 16% מההון של הקרן נכון ל-30 בספטמבר.

נציין לחיוב שכ-80% מהשקעות החברה כוללות יותר משלוש התניות פיננסיות, הגנה רבה בהשוואה למרבית החברות לפיתוח עסקים (BDCs) בקבוצת ההשוואה.

מימון ונדילות

MGG ממומנת בעיקר בהון עצמי - נכון ל-30 בספטמבר, היו ההון העצמי של הקרן עמד על 486 מיליון דולר ואילו החוב הסתכם ב-230 מיליון דולר. בחישוב ההון של MGG אנו כוללים את הלוואות הבעלים

אמ.ג'י.ג'י. (בי.וי.איי.) לימיטד

הפרמננטיות ממשקיעי הון בישראל. הלוואות אלו מסווגות כהון גם בהתניות של איגרות החוב. המשקיעים ב Evergreen Fund אינם יכולים למשוך את ההון בשנה הראשונה, ובשנה השנייה עליהם לשלם קנס של 2% 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.

נכון ל-30 בספטמבר, היו לקרן גם התחייבויות שלא נמשכו בהיקף של 227 מיליון דולר. אנו מעריכים כי החברה תשמור על כ-10% הון מובטח לא מנוצל, מה שייתן לה גישה למקורות מימון בתרחיש לחץ פוטנציאלי. הקרן כבר אינה ממומנת באמצעות מסגרות ריפו, אשר כוללות אפשרות לדרישת בטוחות (margin calls). עם זאת, הקרן צריכה לעמוד בהתניות פיננסיות רבות על איגרות החוב שלה. לדוגמה, לפי ההתניות הפיננסיות של הנפקת איגרות החוב הבכירות המבטחות, על הקרן לשמור הון עצמי של לפחות 180 מיליון דולר, על יחס חוב נטו לנכסים נטו נמוך מ-65% ועל יחס חוב נטו להון עצמי נמוך מ-150%. נכון ל-30 בספטמבר, 2020, החברה עומדת בכל התניות הפיננסיות.

אנו מעריכים כי מקורות הנזילות של החברה יעלו על צורכי הנזילות שלה ביחס של 1.3x תחת תרחיש לחץ מסוג 'BBB'. חששות לגבי הנזילות של החברה ממותנות על ידי הכנסות הריבית הקבועות והפירעון החלקי של קרן הלוואות בתיק. עם זאת, נציין כי בתרחיש לחץ הלוואות אלו יהיו מאד לא נזילות עקב היעדר שוק משני להלוואות מסוג זה.

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, שימושי הנזילות בתרחיש לחץ מסוג 'BBB' (כ-100 מיליון דולר סה"כ) ב-12 החודשים הקרובים כוללים:

- משיכת התחייבויות על ידי לווים (34 מיליון דולר)
- הוצאות, הפחתה וריבית (65 מיליון דולר)

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, מקורות הנזילות בתרחיש לחץ מסוג 'BBB' (כ-130 מיליון דולר סה"כ) 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 (95 מיליון דולר), בניכוי נכסים מוחזקים ב-SPV.

שתי סדרות האג"ח מופחתות לאורך חייהן. אף שחלויות האג"ח לרוב קטנות יחסית, ב-2023 יחול פירעון של 60% מאיגרות החוב הלא מובטחות (כ-40 מיליון דולר) ושל 12.5% מהקרן של איגרות החוב המובטחות (כ-24 מיליון דולר), ולכן צורכי הנזילות יהיו משמעותיים יותר. אם נזילות הקרן תתדרדר לקראת פירעונות אלו או שלקרן לא תהיה תכנית הולמת לעמידה בצורכי שירות החוב שלה, צפוי לחץ על הדירוג.

אמ.ג'י.ג'י. (בי.וי.איי.) לימיטד

כיום יש לקרן משאבי נזילות מספיקים בהינתן ההיקף הגדול של התחייבויות הון שלא נמשכו (אם כי אנו צופים שהקרן תמשיך יותר מהן לאורך זמן על מנת להרחיב את תיק ההשקעות שלה). אולם אין ל-MGG מסגרת אשראי מתחדשת לתמיכה בצרכי הנזילות שלה, ואנו סבורים שפרופיל המימון שלה פחות מפותח מזה של מתחרות אחרות המדורגות בדירוג גבוה יותר.

דירוג איגרות החוב הבכירות המובטחות זהה לדירוג המנפיק, בשל עדיפותן בסדר הנשייה. גם דירוג איגרות החוב הלא מובטחות זהה לדירוג המנפיק, בשל ההיקף הגדול של נכסים לא משועבדים התומכים בהן. אם שיעור החוב המועדף של החברה מסך הנכסים המותאמים יעלה על 30% (כיום הוא כ-24%), אנו עשויים להוריד את דירוג איגרות החוב הלא מובטחות של החברה.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [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 בינואר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

אמ.ג'י.ג'י. (בי.וי.איי.) לימיטד	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA+\Stable	10/11/2018	3/9/2020
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u> אגח סדרה ב	+ilA	9/11/2019	3/9/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> אגח סדרה א	ilA+	10/11/2018	3/9/2020
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך			
מרץ , 09 2020 ספטמבר , 11 2019 נובמבר , 10 2018	ilA+\Stable ilA+\Positive ilA+\Stable		
פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג	13:40 02/03/2021 13:40 02/03/2021 החברה המדורגת		

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמנים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.