

MGG (BVI) Ltd.

11 באוקטובר, 2018

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'ilA+', התחזית יציבה; קביעת דירוג 'ilA+' להנפקת אג"ח בהיקף של עד 300 מיליון ₪.ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

lana.schwartz@spglobal.com 972-3-7539716, תל-אביב, לנה שוורץ

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

דירוג חדש

קביעת דירוג מנפיק 'ilA+', התחזית יציבה; קביעת דירוג 'ilA+' להנפקת אג"ח בהיקף של עד 300 מיליון ₪.ע.נ.

תמצית

- הדירוג ל-MGG (BVI) Ltd. ("MGG" או "החברה"), משקף את היסטורית הביצועים הקצרה שלה, את הריכוזיות בתיק ההשקעות ואת החשיפה לדרישות בטוחות (margin calls) או לאובדן מימון מובטח.
- אנו רואים בחיוב את התמקדות החברה בהשקעות בחוב בכיר מבטוח עם התניות פיננסיות מרובות, ומצפים כי החברה תפעל במינוף (יחס חוב להון עצמי) נמוך.
- אנו קובעים דירוג מנפיק 'ilA+' לחברת MGG (BVI) Ltd., כמו כן, אנו קובעים דירוג הנפקה 'ilA+' לאגרות החוב שתנפיק החברה בהיקף של עד 300 מיליון ₪.ע.נ.
- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תפעל בטווח שיעורי מינוף, כפי שנמדדים באמצעות יחס חוב להון עצמי, של 0.8x-0.6x ועל ביצועים השקעות טובים.

פעולת הדירוג

ב-11 באוקטובר, 2018, קבעה S&P מעלות דירוג 'ilA+' לחברת MGG (BVI) Ltd. תחזית הדירוג יציבה. בה בעת קבעה S&P מעלות דירוג 'ilA+' לאגרות חוב בהיקף של 300 מיליון ₪.ע.נ. שבכוונת החברה להנפיק.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של MGG משקף את המינוף הנמוך של החברה, את התמקדותה בהלוואות לחברות בינוניות-קטנות שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים, ואת התמקדותה בהלוואות בכירות מבטוחות עם התניות פיננסיות רבות. מאידך, הדירוג משקף את הניסיון המועט של החברה כקרבן, את הריכוזיות היחסית בתיק ההשקעות ובפרופיל המימון ואת חשיפתה הפוטנציאלית לדרישות בטוחות או לאובדן מימון מובטח.

MGG (BVI) Ltd. נמצאת בבעלות MGG (BVI) Holdings LLC, שהינה בבעלות מלאה של 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 ומנהל ההשקעות הראשי שלה מנהל את הקרן המתמחה ואת קרן העד. MGG מתמקדת באמצעות שתי קרנות אלו במתן הלוואות לחברות בינוניות-קטנות המתקשות בגיוס חוב ממלווים אחרים, שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים, ושבדרך כלל צריכות הלוואות מורכבות אשר MGG מרכיבה על בסיס בכיר מובטח (96% מהתיק) עם התניות פיננסיות מגבילות רבות.

נכון ל-30 ביוני, 2018, היו לחברה השקעות בהיקף של מעט יותר מ-360 מיליון דולר המחולקות בין 24 חברות שונות. ההשקעה הממוצעת היא 12 מיליון דולר, 95% מתיק השקעות הוא בריבית משתנה והתשואה המשוקללת הממוצעת של תיק ההשקעות היא 12.2%, גבוהה מעט מהממוצע בענף החברות לפיתוח עסקים (BDC). עם זאת, אנו סבורים שתיק ההשקעות ריכוזי יחסית, כשההשקעה הגדולה ביותר מהווה כ-21% מסך ההון וחמש ההלוואות הגדולות ביותר מהוות כ-70% ממנו, נכון ל-30 ביוני, 2018. מאידך, נציין לחיוב כי 72% מההשקעות החברה כוללות יותר משלוש התניות פיננסיות, הגנה גדולה יחסית למרבית חברות BDC בקבוצת ההשוואה.

ב-2014, הקים קווין גריפין, לשעבר בחברות American, Fortress (Drawbridge), Octavian, Highbridge Principal Strategies, Houlihan ו-Capital, את MGG Investment Group, יחד עם גרג רץ המכהן כנשיא, איתו עבד ב-Octavian. MGG פועלת כקרן החל מה-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. בהתחשב בעובדה שהקרנות עדיין בתחילת מחזור החיים, הריכוזיות בתיקי ההשקעות שלהן עדיין גבוהה מעט בהשוואה לחברות לפיתוח עסקים וקרנות גידור אחרות. עם זאת, אנו מעריכים כי עם צמיחת תיק ההשקעות (ודרישות לקבלת הון מובטח בשתי הקרנות), פיזור התיק יתיישר עם המתחרות.

MGG (BVI) Ltd. גייסה ממייסדיה הון פנימי בהיקף של 202 מיליון דולר באמצעות MGG Specialty Finance Fund. נכון ל-30 ביוני, 2018, 137 מיליון דולר, שהם 68% מההון, כבר גויסו. קרן MGG SF Evergreen Fund LP, היא קרן פתוחה עם הון מובטח בהיקף של 243 מיליון דולר, מהם 97 מיליון דולר, שהם 40%, מומנו נכון ל-30 ביוני, 2018. נכון ל-11 באוקטובר, 2018, אנו מעריכים כי גויסו כ-456 מיליון דולר בשתי הקרנות יחד, מתוכם 363 מיליון דולר הון נדרש (called) ו-93 מיליון דולר הון לא נדרש (uncalled). המשקיעים בקרן זו אינם יכולים למשוך את ההון בשנה הראשונה, ובשנה השנייה עליהם לשלם קנס של 2% על משיכה. המשיכות מופחתות בהתבסס על מועדי הפירעון של הנכסים ותשלומים למשקיע, ולכן החברה לעולם לא תאלץ למכור נכס בגלל משיכות של משקיעים, מה שמגביל את הסיכונים הכרוכים בהון לא קבוע. אנו מעריכים כי החברה תמשיך רק 85%-90% מההון המובטח, מה שיתיר לה גישה למזומנים בתרחיש דחק פוטנציאלי.

החברה ממומנת כיום באמצעות הון משקיעים ומסגרת אשראי מובטחת של בנק UBS. שיעור הניצול של מסגרת האשראי הוא 55% ו-MGG ניצלה כבר עד תום את 165 מיליון הדולר שהוקצו מול הביטחונות שהעמידה בהיקף של 300 מיליון דולר נכון ל-11 באוקטובר 2018. MGG עשויה להתבקש להפקיד בטוחות אם שיעור ה-MTM (mark to market) של כלל התיק ירד מתחת ל-92.5%. כרגע הוא עומד על +99%. הקרן יכולה לערער על שיעור זה, שמחשבת UBS, באמצעות אחת משלוש חברות הערכה עצמאיות. אובדן נזילות בתרחיש דחק עשוי להתרחש כתוצאה משתי סיבות אפשריות: דרישות בטוחות, או במקרה הגרוע ביותר אובדן מימון שהובטח, בקווי האשראי; ומשיכות (מוגבלות) מצד חברות ש-MGG כבר התחייבה להשקיע בהן. אנו סבורים כי לחברה היקף גדול של נכסים שאינם משועבדים לקרן היעודית (כ-333 מיליון דולר נכון ל-11 באוקטובר, 2018) והיקף גדול של הכנסות מובטחות שלא נמשכו (93 מיליון דולר נכון ל-11 באוקטובר, 2018), והיא יכולה להשתמש בהם כדי להתמודד עם אובדן נזילות במקרה דחק, דבר ההולם את הדירוג.

המינוף של MGG, כפי שנמדד ביחס חוב להון עצמי, עמד ב-30 ביוני, 2018 על 0.63x, נמוך מרוב חברות BDC בקבוצת ההשוואה. לאחר הנפקת החוב המתוכננת בישראל בהיקף של כ-300 מיליון ₪ והון נדרש בהיקף של 125 מיליון דולר באוקטובר, יחס המינוף פרו-פורמה של MGG נשאר יציב, ברמה של כ-0.6x. אנו מעריכים כי החברה תמשיך לגייס הון בקרנות שלה וכי המינוף שלה יהיה בטווח של 0.6x-0.8x, התומך בדירוג הנוכחי.

אנו מעריכים כי החברה תשתמש בתמורה מהנפקת האג"ח בסך של כ-300 מיליון ₪ להשקעה בהלוואות חדשות ולפירעון חלקי של מסגרת האשראי המובטחת לאורך הזמן. אנו מדרגים איגרות החוב ברמה זהה לזו של המנפיק בהתחשב בכמות המינימלית של חוב מועדף ובהיקף המשמעותי של נכסים לא משועבדים התומכים בהנפקה.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי במהלך 12 החודשים הקרובים תמשיך MGG (BVI) Ltd. להתמקד בהשקעות בחוב בכיר מובטח עם תנאות פיננסיות רבות, בעודה שומרת על יציבות בביצועי ההשקעות הללו. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי מינוף החברה, כמשתקף ביחס חוב להון העצמי, יישאר בטווח 0.6x-0.8x.

התרחיש השלילי

אנו עלולים להוריד את הדירוג במהלך 12 החודשים הקרובים אם החברה תגדיל את המינוף למעל $1.0\times$, או אם הביצועים התפעוליים של החברה יתדרדרו משמעותית. בנוסף, אנו עלולים להוריד את הדירוג אם החברה תגדיל את פרופיל הסיכון של השקעותיה או תצמצם את הנזילות הפנויה לדרישות בטוחות (margin calls) או אובדן מימון מובטח.

התרחיש החיובי

הסיכוי לפעולת דירוג חיובית ב-12 החודשים הקרובים הוא נמוך. עם זאת, אנו עשויים להעלות את הדירוג אם החברה תקטין את הסתמכותה על מסגרות אשראי מובטחות תוך שמירה על גמישות פיננסית. בטווח הארוך, אנו עשויים גם להעלות את הדירוג אם החברה תוציא לפועל גיוס הון מוצלח ותגדיל את הפיזור בתיק ההשקעות שלה, תוך צבירת ניסיון רב יותר של ביצועים יציבים.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג ישויות השקעה אלטרנטיביות - קרנות גידור](#), 12 בספטמבר, 2006
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 19 באפריל, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

פרטים כלליים (נכון ל-11 באוקטובר, 2018)

MGG BVI Ltd	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Stable	
דירוג(י) הנפקה	
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
ilA+	
אגח סדרה א	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Stable	
אוקטובר 11, 2018	
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	12:54 11/10/2018
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:54 11/10/2018
יזם הדירוג	החברה המדורגת

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, "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") 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 האמינות 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.

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.