

## MGG (BVI) Ltd.

11 בספטמבר, 2019

### עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A+' ועדכון התחזית לחיובית עקב כוונת החברה להנפיק איגרות חוב בכירות מובטחות. מתן דירוג 'A+' להנפקה בסך של עד 680 מיליון ₪ ע.ג.

אנליסט אשראי ראשי:

Adam Grossbard, ניו-יורק, 1-212-4380762 [adam.grossbard@spglobal.com](mailto:adam.grossbard@spglobal.com)

איש קשר נוסף:

לנה שוורץ, רמת גן, 972-3-7539716 [lena.schwartz@spglobal.com](mailto:lena.schwartz@spglobal.com)

### תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
5	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
5	רשימת דירוגים

## עדכון דירוג

# אשרור דירוג 'ilA+' ועדכון התחזית לחיובית עקב כוונת החברה להנפיק איגרות חוב בכירות מובטחות. מתן דירוג 'ilA+' להנפקה בסך של עד 680 מיליון ₪ ע.ג.

### תמצית פעולת הדירוג

- הדירוג הנוכחי של MGG (BVI) Ltd. ("MGG") משקף את היסטוריית הביצועים הקצרה שלה, את ריכוזיות תיק ההשקעות ואת המינוף הנמוך כמתבטא ביחס החוב להון העצמי.
- באמצעות הנפקת איגרות החוב הבכירות המובטחות המוצעת צפויה החברה לפרוע במלואה את מסגרת האשראי שלה ב-UBS, ולהפחית את סיכון הנזילות של החברה מכיוון שלא תהיה חשופה לדרישות בטוחות (margin calls).
- כתוצאה מכך, אנו מאשררים את דירוג המנפיק של MGG (BVI) Ltd. 'ilA+' ומעדכנים את תחזית הדירוג לחיובית מיציבה. בנוסף אנו קובעים דירוג 'ilA+' להנפקת איגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של 680 מיליון ₪ ע.ג.
- התחזית החיובית משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחס מינוף חוב להון עצמי של  $0.7x-0.5x$  ואת האפשרות שהחברה תקטין את הריכוזיות בתיק ההשקעות שלה ותשמור על איכות נכסים גבוהה ב-12 החודשים הקרובים.

### פעולת הדירוג

ב-11 בספטמבר, 2019, אשררה S&P מעלות את דירוג המנפיק 'ilA+' של חברת MGG (BVI) Ltd. ועדכנה את תחזית הדירוג לחיובית מיציבה. בד בבד קבעה S&P מעלות דירוג 'ilA+' לאיגרות חוב בכירות מובטחות בהיקף של 680 מיליון ₪ ע.ג. שבכוונת החברה להנפיק.

### שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

עדכון תחזית הדירוג לחיובית משקף את הערכתנו כי החברה תחליף את מסגרת האשראי שלה בבנק UBS ואת האפשרות שתפחית את הריכוזיות בתיק ההשקעות ותשמור על איכות נכסים גבוהה ב-12 החודשים הקרובים. אנו מדרגים את איגרות החוב שבכוונת החברה להנפיק ברמה זהה לדירוג המנפיק, בשל היותן בכירות ומובטחות. דירוג איגרות החוב הבכירות הלא מובטחות זהה גם הוא לדירוג המנפיק בשל ההיקף הנמוך של חוב מועדף ובשל היקף המשמעותי של נכסים לא משועבדים התומכים בהנפקה.

הדירוג של MGG משקף את המינוף הנמוך של החברה, את התמקדותה בהלוואות לחברות בינוניות-קטנות שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים (PE), ואת התמקדותה בהלוואות בכירות מובטחות עם התניות

פיננסיות רבות. מאידך, הדירוג משקף את הניסיון המועט של החברה כקרבן ואת הריכוזיות היחסית של תיק ההשקעות.

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 ומנהל ההשקעות הראשי 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 המתקשות בגיוס חוב ממלווים אחרים, שאינן נתמכות על ידי משקיעים פיננסיים (PE), ושדרך כלל צריכות הלוואות מורכבות אשר MGG מעמידה על בסיס בכיר מובטח עם התניות פיננסיות מגבילות רבות.

ב-2014 הקים קווין גריפין, לשעבר בחברות Highbridge Principal Strategies, Octavian Fortress (Drawbridge), Houlihan ו-American Capital, את MGG Investment Group, יחד עם גרג רץ המכהן כנשיא, איתו עבד ב-Octavian. MGG פועלת כקרבן 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. בהתחשב בעובדה שהקרנות עדיין בתחילת מחזור החיים שלהן, 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 יהיה דומה יותר לזה של המתחרות.

ב-30 ביוני, 2019, היו לחברה השקעות בהיקף של מעט יותר מ-596 מיליון דולר, המחולקות בין 32 חברות שונות. ההשקעה הממוצעת הייתה 18 מיליון דולר, 97% מתיק השקעות היו בריבית משתנה והתשואה המשוקללת הממוצעת של תיק ההשקעות הייתה 12.4%, גבוהה מעט מהממוצע בענף החברות לפיתוח עסקים. עם זאת, אנו סבורים שתיק ההשקעות ריכוזי יחסית, היות שב-30 ביוני, 2019, ההשקעה הגדולה ביותר היוותה כ-23% מסך ההון וחמש ההלוואות הגדולות ביותר היו כ-69% ממנו. בהלוואה הגדולה ביותר, המגובה בשלושה נכסים ובערבות אישית, בוצעו שני הסדרי חוב ב-2019, אולם כיום היא אינה מסווגת כנכס בעייתי. נציין לחיוב שכ-73% מהשקעות החברה כוללות יותר משלוש התניות פיננסיות, הגנה רבה יחסית למרבית החברות לפיתוח עסקים בקבוצת ההשוואה. יחד עם זאת, החברה דיווחה ב-8 בספטמבר כי הרשות לניירות ערך מקיימת לגביה הליך בירור מנהלי בנוגע להפרה אפשרית של חובות הדיווח בנוגע לשתי הלוואות אחרות שלה.

באוגוסט 2019 עמד ההון העצמי של MGG על סך של כ-454 מיליון דולר, ובנוסף התחייבות בלתי חוזרת להזרמת הון בהיקף של כ-92 מיליון דולר הון. חישוב ההון העצמי שלנו עבור MGG כולל הלוואות לטווח ארוך מבעלי המניות, המסווגות כהון עצמי גם בהתניות הפיננסיות של איגרות החוב. המשקיעים בקרבן העד וב-

Canada 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 ותשלומים למשקיע, ולכן החברה לעולם לא תיאלץ למכור נכס בגלל משיכות של משקיעים, מה שמגביל את הסיכונים הכרוכים בהון לא קבוע. אנו מעריכים כי החברה תשמור כ-10%-15% מההון המובטח אחרי משיכות, מה שיתיר לה גישה למזומנים בתרחיש דחק פוטנציאלי.

החברה ממומנת כיום באמצעות הון משקיעים, חוב לא מובטח וההנפקה המוצעת של החוב הבכיר המובטח. אנו צופים כי החברה תשתמש בתמורה מהנפקת האג"ח כדי לפרוע במלואה את מסגרת האשראי בבנק UBS, וכך תפחית את סיכון הנזילות הכרוך בדרישות בטוחות (margin calls) אפשריות. בעקבות הנפקת החוב הבכיר המתוכננת, יחס המינוף חוב להון עצמי פרפורמה של MGG, עומד על  $0.57x$ , נמוך מרוב החברות לפיתוח עסקים בקבוצת ההשוואה. אנו מעריכים כי החברה תמשיך לגייס הון בקרנות שלה וכי המינוף שלה יהיה בטווח של  $0.5x-0.7x$ , שאנו מעריכים לחיוב בדירוג.

## **תחזית הדירוג**

התחזית החיובית משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך MGG להתמקד בהשקעות בחוב בכיר מובטח עם התניות פיננסיות רבות, ותשמור על יציבות בביצועי ההשקעות. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי מינוף החברה, כמשתקף ביחס חוב להון העצמי, יישאר בטווח של  $0.5x-0.7x$ .

## **התרחיש השלילי**

אנו עשויים לעדכן את התחזית ליציבה אם:

- החברה תגדיל את פרופיל הסיכון של השקעותיה או תצמצם את גמישותה הפיננסית, למשל על ידי הנפקת חוב זמן קצר לא יציב, או;
- החברה לא תפרע את מסגרת האשראי בבנק UBS או תחליף אותה במימון אחר, שלא יפחית משמעותית את סיכון הנזילות ואת החשיפה לדרישות בטוחות, או;
- הליך הבירור המנהלי של הרשות לניירות ערך יביא להתפתחויות שליליות מהותיות.

## **התרחיש החיובי**

אנו עשויים להעלות את הדירוג ב-12 החודשים הקרובים אם החברה תחליף בהצלחה את מסגרת האשראי ב-UBS, מה שיפחית את סיכון הנזילות ואת החשיפה לדרישת בטוחות ותשמור על מבנה הון ללא מימון קצר טווח לא יציב. עליית הדירוג תלויה גם בהקטנת הריכוזיות של תיק ההשקעות ובשמירה על איכות נכסים גבוהה עם מינוף הנמוך מ- $0.7x$ .

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג ישויות השקעה אלטרנטיביות - קרנות גידור](#), 12 בספטמבר, 2006
- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [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
- [סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולם הדירוג](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

## רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-11 בספטמבר, 2019)

אמ.ג'י.ג'י (בי.וי.איי) לימיטד	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Positive	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
אגח סדרה ב	
ilA+	
חוב בכיר בלתי מובטח	
אגח סדרה א	
ilA+	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Positive	ספטמבר 11, 2019
ilA+\Stable	אוקטובר 11, 2018
פרטים נוספים	
09:51 11/09/2019	זמן בו התרחש האירוע
09:51 11/09/2019	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם 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](http://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, "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 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 נטלת 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](http://www.maalot.co.il) ובאתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.