



# PEMBERTON

CONNECTING CAPITAL ACROSS EUROPE

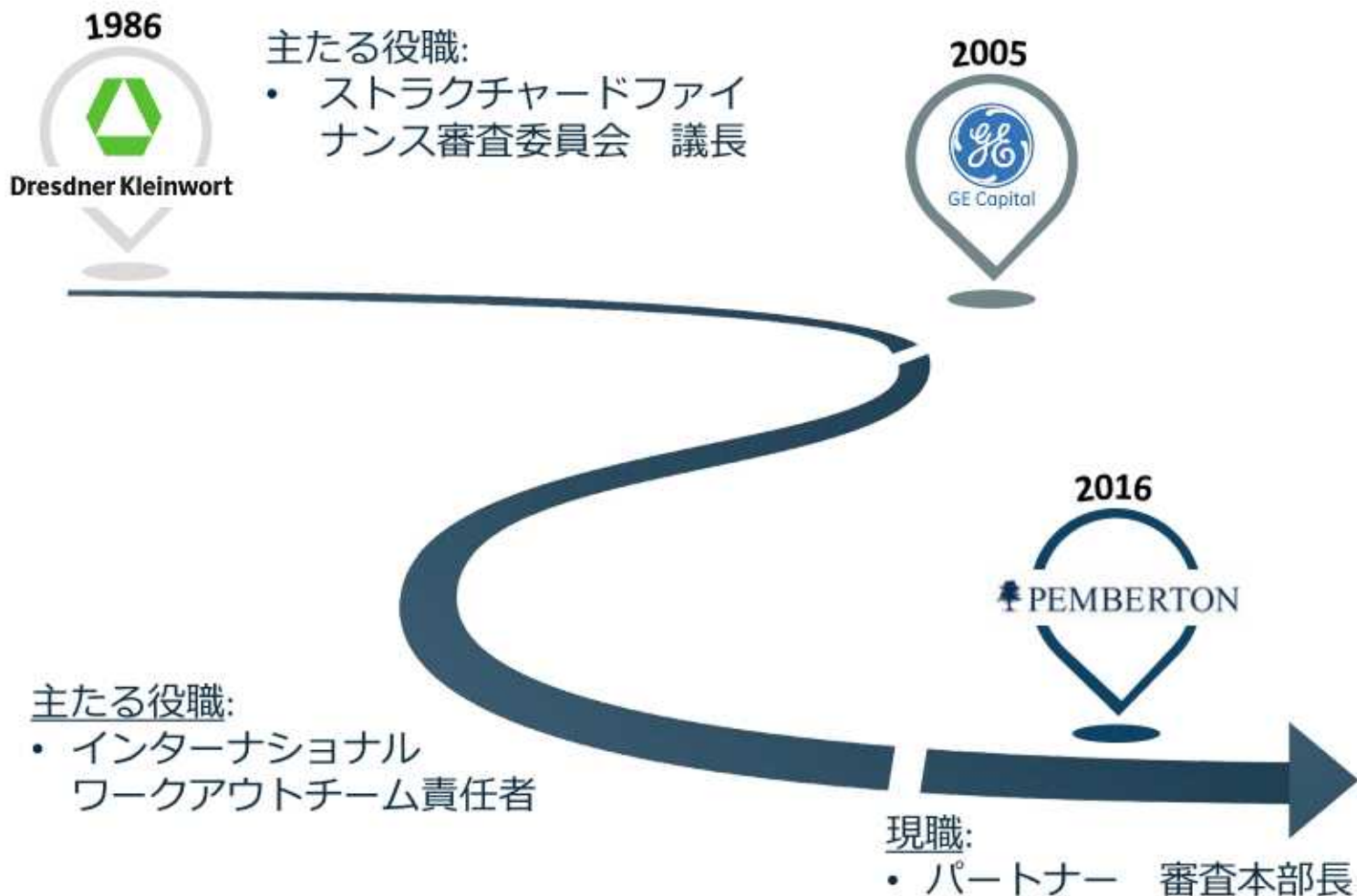
EUROPEAN DIRECT LENDING:  
Addressing investors' concern for downside risks

PDI TOKYO FORUM  
5<sup>th</sup> November 2019

*Nicole Gates, Chief Credit Officer*

# 自己紹介

Nicole Gates – ペンバートン社 審査本部長



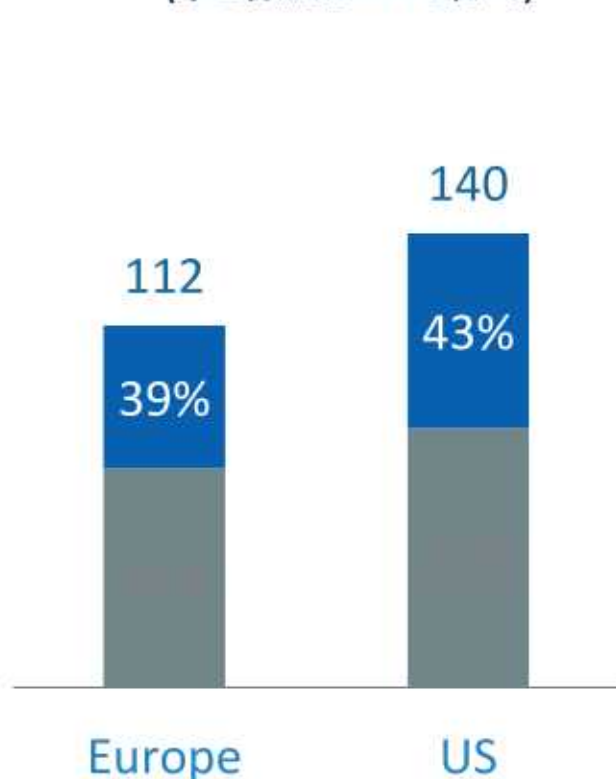
- 2016年 ペンバートン社入社
- GE Capital や Dresdner Kleinwort のリスク管理部門のマネジメント職を含め30年にわたり金融界で要職を歴任
- 欧米主要各国並びにアジア主要国で幾多ものワークアウト事例を直接指揮してきた経験
- GE Capitalの早期警戒システム、債権管理システム、時価評価システムの設計と監修を担当



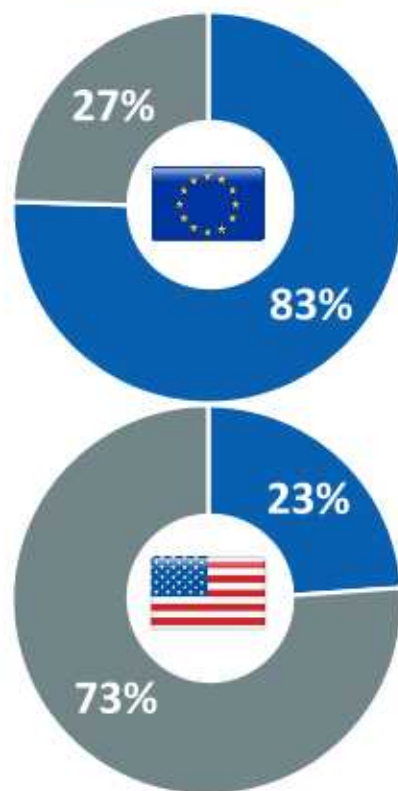
# ドライ・パウダー

## 欧州ダイレクトレンディング市場は急速な拡大途上で現行のドライパウダーは懸念材料ではない

AUM/ ドライパウダー (\$bn)<sup>1</sup>  
(米国数値はBDCを除く)



貸出市場シェア<sup>2</sup>



- 米コンサル・マッキンゼー社は欧州の銀行は引き続き困難に直面し(米国対比)、**欧州銀行セクターの更なる統廃合を予測<sup>3</sup>**
- 欧州ダイレクトレンディング市場は急速に**拡大途上**(vs 米国市場は飽和状態)
- 欧州のドライ・パウダー水準は**米国より低い**(~\$45bn vs ~\$60bn)
- 欧州貸付市場は引き続き銀行に依存 – **銀行シェアは引続き高い** (83% vs 23%)<sup>2</sup>
- 欧州銀行セクターの中小企業向け貸付は**抑制傾向が当面は継続** (バーゼルIII, 個社向け貸出上限, レバレッジ規制, 銀行再編等)

■ ドライ・パウダー ■ 実投資額

■ 銀行 ■ ノンバンク

Note: <sup>1</sup> AUM of funds categorised as funds with a direct lending strategy and with a geographic focus to respective country / region by Preqin (2018 Sep-end figure), excludes other strategies defined by Preqin such as mezz, special situations, distressed debt, etc., Preqin data also doesn't include BDCs (in the US); <sup>2</sup> Bank lending as a % of long-term financing - Europe (2017) and US (2016), Europe - Calculated as Loans vis-à-vis NFCs by MFIs / Total Loans vis-à-vis NFCs; <sup>3</sup> McKinsey Global Banking Annual Review 2019  
Source: Preqin (AUM/dry powder); ECB, EBF (bank lending %; Europe); ECB (bank lending %; US); Pemberton Capital Advisors LLP, October 2019

# 企業審査

## きめ細かな信用分析を励行 – 分析項目例

例示

### 企業実態

- 市場におけるポジション / セクター属性
- ビジネスモデルリスクとリスク軽減要因
- マネジメントトラックレコード / キーマンリスク
- 財務安定性・柔軟性 / 顧客集中リスク
- 仕入れ・製造・販売能力と効率性

### スポンサー（PE企業）

- 特徴/トラックレコード（グローバル、地域、業界）
- ディールチームの強みとトラックレコード
- 投資戦略の確実性(買収価額や売却戦略の妥当性含む)

### キャッシュフローモデル

- マネジメント・スポンサー ベースケース
- 当社ベースケース (感度分析も同時に考慮)
- 当社ストレスケース (最低2ケース)
- ワークアウト戦略 (有事の場合の対応策を事前に想定)
- ハードブレイクジットケース (英国企業の場合)

### 貸出条件/契約書

- コベンанツ / ヘッドルーム / エクイティ・キュア / バスケット
- EBITDA アジャストメント
- 重要資産の売却/新規買収に係る制限 次頁で詳述
- 株式担保/ストラクチャー
- 財務情報開示の内容と頻度、準拠法等



# EBITDA アジャストメント

アジャストメント項目はデューデリジェンスのプロセスで個別に精査を実行

例示

## 1 標準化アジャストメント

- 収入と費用の標準化調整が正しく行われているか（経常外項目、例外的項目の除外等）
- 異なる会計基準を用いる企業間の合併の場合基準を統一し比較可能な形に正しく読み替えられているか

## 2 プロフォーマ (PF) アジャストメント

- 企業間で会計項目の定義や適用範囲が適正に反映されているか（成長戦略が買収による場合は特に重要）
  - M&Aではこの観点でヒストリカルな財務数値が正しく調整されているか確認することが重要
- シナジー推計 (ビジネスの統合効果、クロスセル効果) が現実的で達成可能か
  - 時間軸（合併後18か月までなど）や効果の上限（EBITDAの15%までなど）を融資契約上で規定すること
  - シナジー推計が過大な場合には第3者の検証レポートを要求 (将来の追加買収においても重要)

## 3 ランレート (RR) アジャストメント

- 直近の実績値を将来時点まで線形補完する場合、新規店舗の回転率の見積もりがある場合、リストラした業務のオペレーションを推計している場合、数値が現実的で達成可能か

## デューデリジェンス/ストラクチャリング時の考慮点 各国の法制度によって注意すべきことは異なる

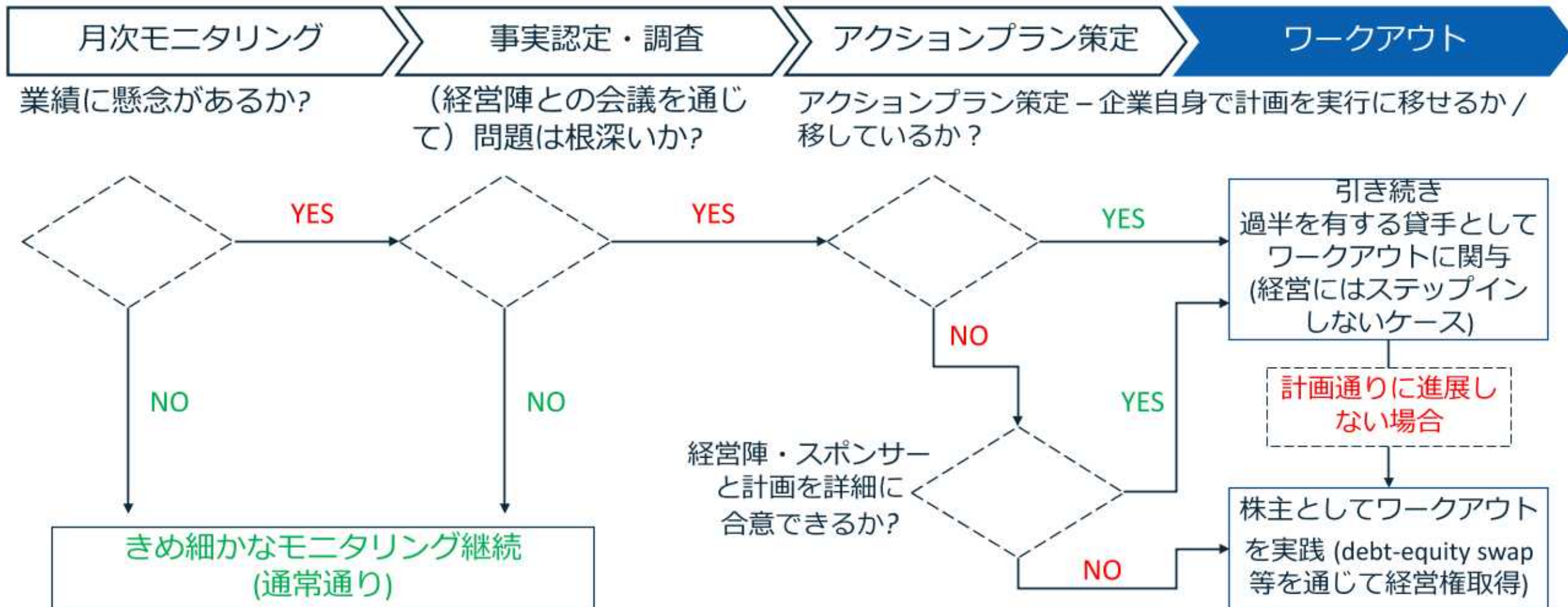
		英	独	仏	伊	西
債権者間の争点	<ul style="list-style-type: none"> <li>債権者の権利や支払いを一時停止する条項</li> <li>担保権解除</li> </ul>					
担保権	<ul style="list-style-type: none"> <li>設定可能性・有効性</li> <li>設定/実行費用</li> </ul>					
再生計画承認 & 定足数	<ul style="list-style-type: none"> <li>変更契約の可否</li> <li>100%合意は不要（国・事案毎に必要な割合が異なる）</li> </ul>					
企業再生の実際	<ul style="list-style-type: none"> <li>デフォルトの種類</li> <li>利害関係人の特定方法</li> <li>倒産法廷主導/法廷外</li> </ul>					
新規運転資金	<ul style="list-style-type: none"> <li>資金注入スキームの差（スーパーシニア等）</li> <li>既存レンダー vs 株主</li> <li>融資契約上の規定</li> </ul>					



# 月次モニタリング/ワークアウト

きめ細かなモニタリングをし、必要に応じて経営への関与を行う

簡易版フローチャート



## まとめ

### 欧州ダイレクトレンディングは魅力的なリスク調整後リターンを提供する

- 欧州ダイレクトレンディングは引き続き拡大局面にあり米国とは異なる段階にある
  - 欧州のドライパウダーは米国より**低水準**
  - 欧州では今後商業銀行の再編が不可避であり**ダイレクトレンディングの重要度は益々高まる**
- 欧州のマクロファンダメンタルズは引き続きダイレクトレンディングには追い風
  - 欧州経済の期待成長率は年率1%程度と**低位安定** (予想GDP成長率)
  - 緩和的金融政策 – ‘lower for longer’ - **超低金利がより長く継続**する可能性大
- 融資規律の緩和が懸念要因と指摘されるが実は**目新しいものではない**
  - (例) EBITDAアジャストメントは20年前から存在
- ただ、ダイレクトレンディングのマネージャーには以下のような視点と資質が極めて重要:
  - 常に経営のストレス耐性を理解し**緩和傾向の融資規律の下で適切なリスク管理を実践する能力**
  - きめ細かなモニタリングを徹底することに加え、必要に応じて**欧州各国でワークアウトを遂行する能力**



# APPENDIX

# PEMBERTON PLATFORM

Europe's largest direct lending network



\$6bn AUM



Global investor base with > 90 investors<sup>1</sup>



Award-winning manager



c.75 members dedicated to direct lending<sup>2</sup>



\$3.4bn invested in the last 18 months<sup>3</sup>



Committed to ESG

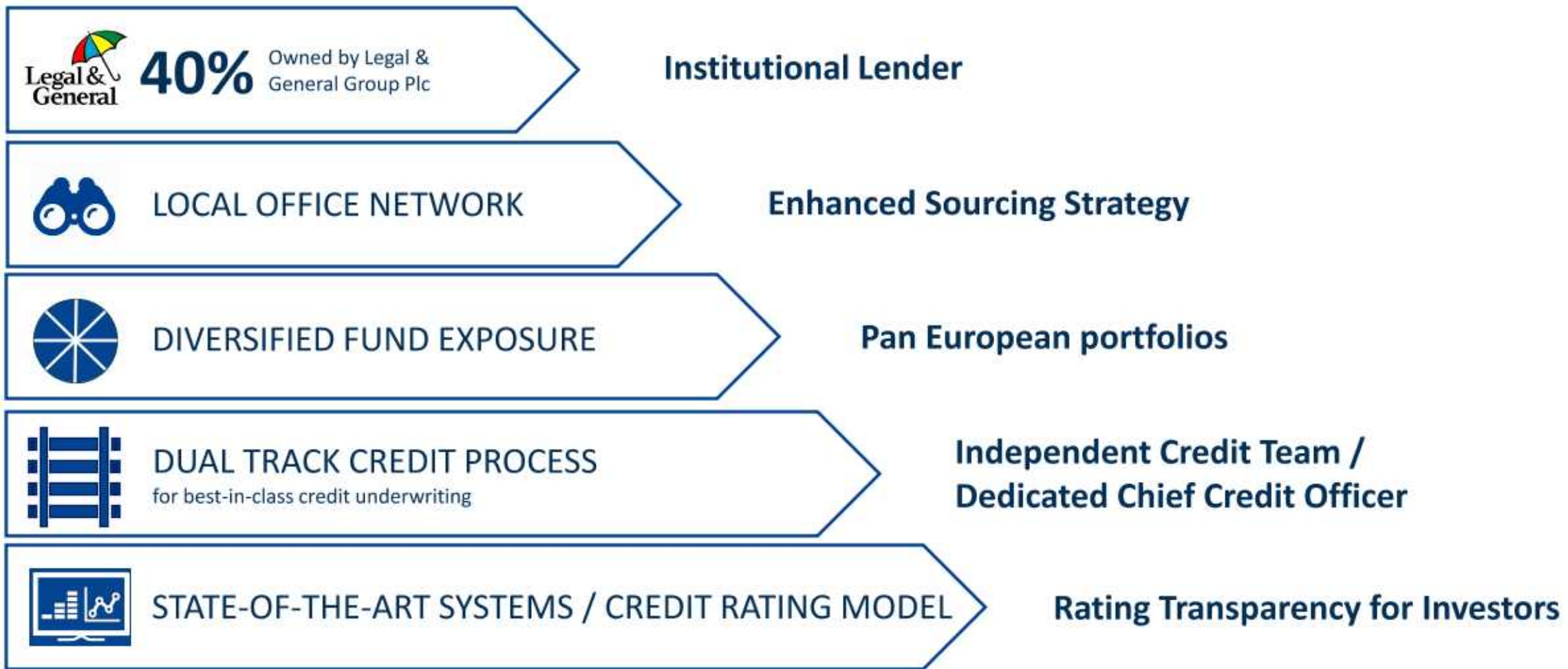


<sup>1</sup> Across all strategies; <sup>2</sup> Include consultants, fixed term contractors and assistants (as of 31/09/2019); <sup>3</sup> Pemberton Capital Advisors LLP, September 2019.



# PEMBERTON PLATFORM

*Institutional lender with fund flexibility*



# PEMBERTON STRATEGIES

Strategies designed to meet investors' specific risk & return requirements

	PAYABLES AND RECEIVABLES OPPORTUNITIES	SENIOR LOANS	EUROPEAN MID-MARKET DIRECT LENDING	STRATEGIC CREDIT
<b>Strategy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Confirmed trade payables &amp; receivables that benefit from Irrevocable Payment Undertakings</li> <li>Sourced from large multi-national OEMs and their network of core suppliers and distributors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senior loans to European mid-market companies</li> <li>Low-levered companies</li> <li>Non-Sponsor and Sponsor opportunities, capitalising on Pemberton's long-standing relationships with leading banks active in the European mid-market</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senior loans to European mid-market companies</li> <li>Non-Sponsor and Sponsor opportunities</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senior and subordinated loans to European mid-market companies</li> <li>Non-Sponsor and Sponsor opportunities</li> </ul>
<b>Target Returns<sup>1</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gross target return of USD 3-month LIBOR + 215bps / uninsured</li> <li>Gross target return of USD 3-month LIBOR + 160bps / credit insured</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5.0 – 5.5% Gross IRR</li> <li>4.0 – 4.5% Net IRR</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8.0 - 8.5% Gross IRR</li> <li>6.5 - 7.0% Net IRR</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>12.75 - 13.25% Gross IRR</li> <li>10.25 - 10.75% Net IRR</li> </ul>
<b>Seniority</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Irrevocable Payment Undertaking (IPU) from Obligors</li> <li>First loss collateral embedded in insured structure</li> <li>Insured product has BBB equivalent credit quality</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senior loans</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senior loans</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>65% - 70% senior debt / unitranche</li> <li>30% - 35% second lien / mezzanine</li> </ul>
<b>Average Leverage</b>	N/A	3.5x	4.5x +	4.0x +
<b>Average Rating</b>	N/A	BB-	B	B
<b>Geography</b>	Global	Europe	Europe	Europe
<b>Maturity</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Class A Monthly/ Monthly</li> <li>Class B Monthly/ Quarterly</li> <li>Class C Quarterly/ 6 months</li> </ul>	8 years (+1 +1)	8 years (+1 +1)	8 years (+1 +1)
<b>Denomination</b>	USD	EUR, USD	EUR, USD, GBP	EUR, USD, GBP
<b>Investment Opportunities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financing leading global IT companies (OEMs) and their core distributors</li> <li>Established programmes which are strategic to the OEMs global distribution</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LBOs</li> <li>Growth financings</li> <li>Acquisition financings</li> <li>Refinancings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LBOs</li> <li>Growth financings</li> <li>Acquisition financings</li> <li>Refinancings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Growth financings</li> <li>Acquisition financings</li> <li>Lender stress</li> <li>Market dislocation</li> </ul>

<sup>1</sup> There is no guarantee that target returns will be achieved. Target returns are based on Pemberton's current market observations and reasonable assumptions. Additional information is available upon request. Please note that Gross IRR does not reflect the deduction of management or incentive fees, which would reduce an investor's actual return.



# ペンバートン: アジア・カバレッジチーム

## 森 晋太郎

**Managing Director, Head of Asia Pacific**

Pemberton Capital Advisors LLP

shintaro.mori@pembertonam.com

T: +44 (0)20 7993 9328

M: +44 (0)752 3518 707

52 Grosvenor Gardens, London SW1W 0AU

## 略歴

慶應義塾大学経済学部卒業後、1988年4月日本長期信用銀行入行。東京、ロンドンにて企業融資、デリバティブトレーディング、仕組債組成ビジネスに従事。

1998年1月米国ドイツ証券入社、本邦大手金融法人向けクレジットセールス営業に従事。2000年12月以降ドイツ証券東京でクレジットセールス、リレーションシップマネジメント統括、資本市場統括などを歴任。

2014年10月三井住友信託銀行ロンドン支店入社。主に市場性クレジット投資業務の立上げに従事。

2017年9月Pemberton Capital Advisors LLPのロンドン本社に入社し、アジアビジネスの拡大及びリレーションシップマネジメントを担当。

## 成井 淳

**Director, Business Development**

Pemberton Capital Advisors LLP

Jun.narui@pembertonam.com

T: +44 (0)20 7993 9316

M: +44 (0)771 9919 106

52 Grosvenor Gardens, London SW1W 0AU

## 略歴

慶應義塾大学経済学部卒業後、2006年4月にドイツ証券（東京）に入社。グローバルマーケティング本部、金融法人営業部にてクレジット・円金利セールス業務に6年間従事。

米ノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院にてMBA取得後、2014年9月戦略コンサルティングファーム、Bain & Company Inc. のロンドンオフィスに参画、欧州企業・政府機関等の幅広い戦略立案プロジェクトに5年間従事。

2019年6月Pemberton Capital Advisors LLPのロンドン本社に入社し、アジアビジネスの拡大及びCEO直下で全社的戦略プロジェクトに携わる。

# DISCLAIMER: Pemberton Capital Advisors LLP

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes and does not constitute an offer or a commitment of any kind to provide any investment opportunity, fund structure or return. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such.

**Investments of a direct lending nature are likely to be long-term and of an illiquid nature. Such investments are also likely to involve an above average level of risk. This document does not purport to identify the risk factors associated with such investments and prospective investors need to make their own assessment. There is no guarantee of trading performance and past or projected performance is no indication of current or future performance / results. The value of investments may fall as well as rise.**

An investment in direct lending is suitable for sophisticated investors only and requires the financial ability and willingness to accept for an indefinite period of time the risk and lack of liquidity inherent in the market. Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Capital Advisors LLP (“we”, “our” or “us”) and has not been independently verified. Statements of opinion and/or belief, or any projected or forecast financial, market or performance information and any forecasts, estimates and expressions of opinion, intention and expectation contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached (it being understood that such forecasts, estimates and expressions of opinion, intention and expectation may be subject to significant contingencies and uncertainties which are beyond our control and no assurance can be given that they will be realised or achieved) believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of their respective affiliates or their respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document or any other information (whether written or oral), notice or document supplied or otherwise made available to any interested party or its advisers. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on our behalf in connection with any potential investment. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

**This document has been prepared and issued by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”) and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 52 Grosvenor Gardens, London, SW1W 0AU, United Kingdom. Registered with the US. Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757.**

Tel: +44(0) 207 993 9300 [www.pembertonam.com](http://www.pembertonam.com)

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton.