

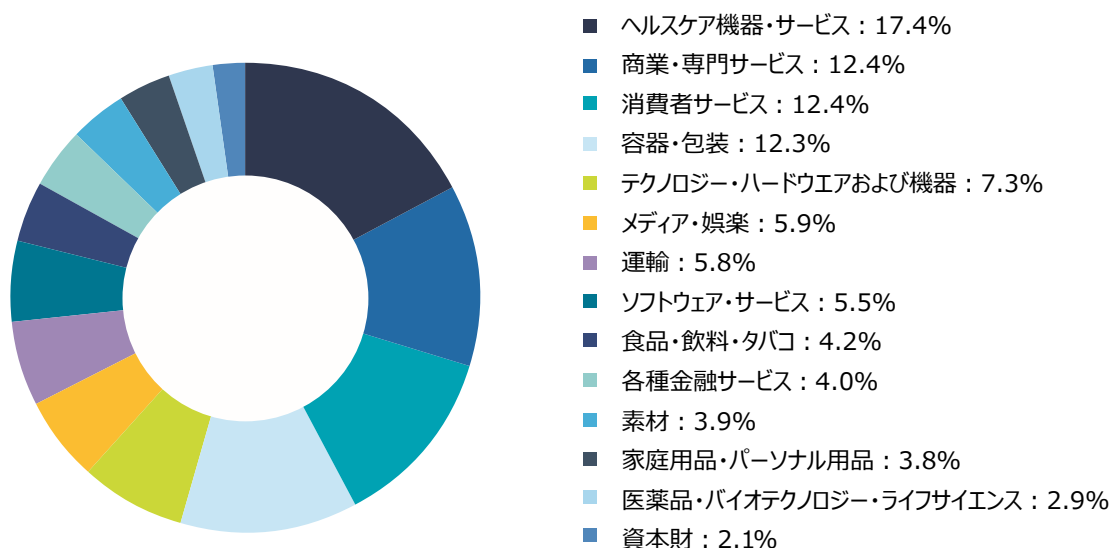
## プリンシパル・オルタナティブ・クレジット・ダイレクト・レンディング

# 金利上昇とインフレ環境下における ダイレクト・レンディング戦略

2022年6月

## 要旨

多くの投資家の皆様から、インフレと金利上昇がプリンシパル・オルタナティブ・クレジット\*（以下プリンシパル）のポートフォリオや今後のミドルマーケット向けダイレクト・レンディングの投資環境にどのような影響を与えるかについてご質問をいただきました。以下では、明らかな直接的な影響がある一方で、重要な二次的影響と考えられるものについても触れています。プリンシパルの戦略は、ミドルマーケットの中でも企業規模が相対的に小さいローワー・ミドルマーケット、特に利益率が高く資本集約的でない事業への投資を重視し、また、あまりグローバルでない、よりローカルでサービス指向の事業を選好しているため、金利上昇やインフレの環境下でも競争力を維持出来る戦略であると考えます。



2022年3月31日時点、出所：Principal Global Investors

## 金利の上昇

### 直接的な影響

ミドルマーケットのダイレクト・レンディング投資の大半は変動金利であるため、金利上昇は実現利回りの上昇につながります。とはいえ、金利が上昇すると、借り手にとっては利払い額の増加となるため、キャッシュフローは減少します。従って、金利上昇の環境下で成功するための鍵は、金利上昇の影響を吸収できる資本構造を持つ企業に融資し、金利負担が増加しても借り手が手元流動性と支払能力を維持していることです。クーポンが上昇しても、借り手がそれを支払えなければ、投資家にとって何のメリットもありません。

\*プリンシパル・オルタナティブ・クレジットは、プリンシパル・グローバル・インベスターズ・エルエルシー内の専門的な社内の投資ブティックです。

企業によって有利子負債の水準は大きく異なるため、金利上昇に伴う借り手の利払い負担の増加幅は大きく異なります。コア・ミドルマーケットおよびローワー・ミドルマーケット企業のレバレッジ水準は、アッパー・ミドルマーケット企業やハイイールド社債を発行している企業よりも低い傾向があります。従って、大企業に比べて一般的にレバレッジの低い資本構造を持つコア・ミドルマーケットおよびローワー・ミドルマーケットに重点的に投資することで、金利上昇時の借り手側の金利負担が大きく変わる可能性があります。以下の図式では、アッパー・ミドルマーケットのレバレッジが高い案件においては、担保付翌日物調達金利（SOFR）が3%になると、固定費用カバレッジ・レシオ（FCCR）が1.0倍まで低下（利益はすべて利払いや元本償還、支払リース料に消えてしまうことを示唆）することを例示しています。

	ローワー・ミドルマーケット	コア・ミドルマーケット	アッパー・ミドルマーケット
<b>EBITDA（百万米ドル）</b>	\$7.5	\$25.0	\$50.0
<b>レバレッジ</b>	4.0x	5.5x	7.0x
<b>スプレッド（bps）</b>	600	575	550
<b>FCCR（現在）</b>	1.5x	1.3x	1.2x
<b>FCCR（SOFRが3%まで上昇）</b>	1.3x	1.1x	1.0x

**注記：**

- (i) 上記は、減価償却資産の償却率が1%、ローンに設定されたSOFRフロアが1%、資本支出および減価償却費の合計がEBITDAの25%、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）に対する法人税が40%を前提として算出しています。
- (ii) FCCRは、(EBITDA - 資本支出) / (支払利息 + 減価償却費 + 税金)で算出しています。

もちろん、各市場におけるクレジットの選別も極めて重要です。利益率が高く、資本集約的でない企業は、利益率が低く、資本集約的な企業に比べて、一般的にコスト圧力や金利上昇に耐えられるため、貸し手はそうした企業を選別することにより、金利上昇時に投資家に対して高い収益率を実現する貸し手の能力を大きく向上させることができます。上記の例と同じですが、資本集約的でない借り手の場合、資本支出はEBITDAの25%ではなく10%となり、以下のようにFCCRクッションは大幅に改善されます。

	ローワー・ミドルマーケット	コア・ミドルマーケット	アッパー・ミドルマーケット
<b>EBITDA（百万米ドル）</b>	\$7.5	\$25.0	\$50.0
<b>レバレッジ</b>	4.0x	5.5x	7.0x
<b>スプレッド（bps）</b>	600	575	550
<b>FCCR（現在）</b>	1.6x	1.4x	1.3x
<b>FCCR（SOFRが3%まで上昇）</b>	1.4x	1.2x	1.1x

**注記：**

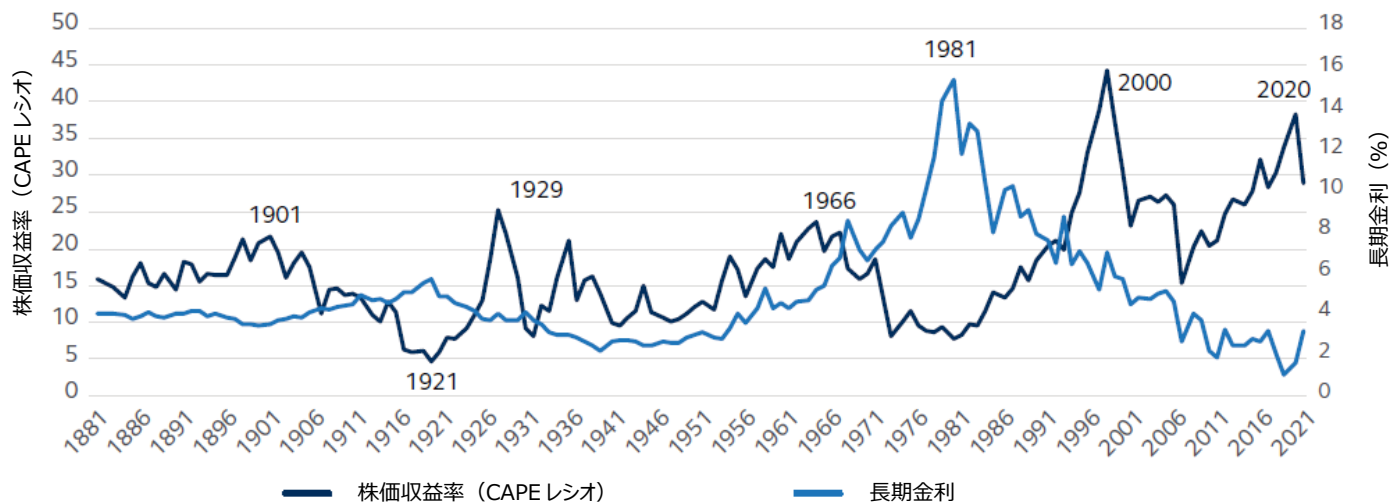
- (i) 上記は、減価償却資産の償却率が1%、ローンに設定されたSOFRフロアが1%、資本支出および減価償却費の合計がEBITDAの10%、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）に対する法人税が40%を前提として算出しています。
- (ii) FCCRは、(EBITDA - 資本支出) / (支払利息 + 減価償却費 + 税金)で算出しています。

プリンシパルの借り手の平均FCCRは1.6倍で、金利上昇に対して十分な余裕があり、資本集約度の低いビジネスに重点を置いていることが分かります。プリンシパルでは、各案件のベースケースに金利のフォワードカーブを使用し、金利が200ベーシスポイント以上上昇した場合のストレステスト分析を行っています。

上記に示した情報は例示であり、現在の市場の状況や観察に基づくもので、時間の経過とともに変動し、保証されるものではありません。本資料は、将来の事象を予測・予想するものではなく、プリンシパルが市場全般で観察した特性を示すものです。

## 間接的な影響

金利の上昇は、しばしばバリュエーションの低下を招きます。下図に示すように、金利水準と企業評価の間には逆相関がある傾向があり、この関係は 1970 年代後半から顕著になっています。

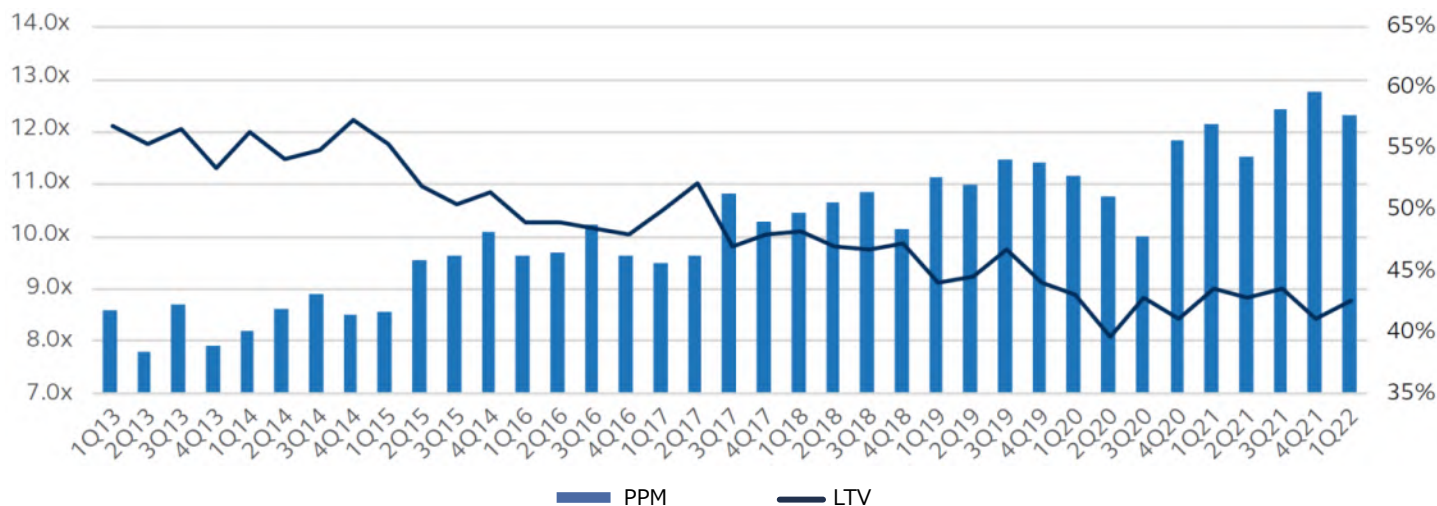


出所：Robert Shiller

株価収益率（CAPE レシオ）は米国企業のデータを参照。上記は過去の実績であり、将来の結果を示唆・保証するものではありません。

以下に示すように、ミドルマーケット企業の Loan-to-Value (LTV) で測定される平均レバレッジは、近年着実に低下しています。EBITDA に対する負債の平均倍率は、2013 年第 1 四半期の 4.8 倍から 2022 年第 1 四半期の 5.1 倍へとわずかに上昇していますが、同時期に評価額は EBITDA の数倍に上昇しています。企業価値と LTV がクッションとなり、貸し手からの信頼につながることを考えると、金利上昇局面ではレバレッジの絶対額がより重要になると思われます。レバレッジが低い企業（他の条件がすべて同じ）は、債務返済に利用できるキャッシュフローが大きく、希望に応じて債務を期限前に返済する能力が高く、また（レバレッジが高い企業と比較して）余剰キャッシュフローが大きく、その一部はクレジット契約に従って負債の返済に回されることがよくあります。このような構造的なメリットは、借り手と貸し手のインセンティブを一致させ、企業価値の短期的な変動に対する懸念を軽減し、金利上昇環境下におけるクッションを強化します。ローワー・ミドルマーケット企業向け案件の一般的なクレジット契約では、負債増加の制限を強化し、レバレッジをステップダウンさせるコバナンツ、キャッシュフローの使途に対する厳しい制限、その他のコバナンツ・パッケージ全体の側面を通じて、デレバレッジ（債務の削減）を強制しています。これらの要因は、ローワー・ミドルマーケットの借り手が金利上昇に脆弱な資本構造にさらにレバレッジをかけることを防ぐのに資すると考えられます。

## 評価額に対するマルチプルの倍率（PPM : Purchase Price Multiples）と LTV



出所：Refinitiv

LTV は米国企業のデータを参照。上記は過去の実績であり、将来の結果を示唆・保証するものではありません。

## インフレーション

### 直接的な影響

多くの借り手は、インフレ圧力による逆風にある程度さらされています。価格決定力のある企業は、必要な価格上昇を（時には遅れをとってはいるものの）転嫁していますが、そうでない企業はマージンの圧縮に耐えなければならない状況にあります。インフレ環境は、金利上昇に耐えることのできる借り手と同じタイプの借り手、つまり資本集約的でない、利益率の高い企業に有利です。資本集約的な企業は、インフレに追いつき、利益圧縮の程度を抑える可能性のある収益成長を支えるために資本支出や運転資本のニーズにより多くの現金を使わなければならないからです。プリンシパルのポートフォリオにおける平均的な資本支出は EBITDA の 13%に相当します。また、資本集約的な借り手の多くは、必要な保守的資本支出よりも、延期可能な成長志向の資本支出に資金を費やしています。インフレ環境は、借り手の資本集約的な性質に加え、価格決定力を持ち、参入障壁から利益を得る借り手を選択する上で、慎重な競争分析の必要性を浮き彫りにしています。

### 間接的な影響

最近の米ドル高にもかかわらず、米国内のインフレ圧力はドルの切り下げにつながる可能性があります。そして、ドルの切り下げは、グローバルに資材や製品などを調達している米国企業にとってさらなる圧力となることが考えられます。グローバルなサプライチェーンには緊張が続いており、為替の影響にかかわらず、グローバルに調達している企業にとって投入コストへの圧力はさらに高まると予想されます。短期的な収益性よりも、供給源の多様性やサプライチェーンの安全性を重視する企業や経営陣は、インフレ環境下でも利益を上げ続けることができると考えます。また、このようなマクロ経済環境下では、複雑なグローバル企業よりも地域密着型のサービス業を愛好しています。

### 結論

金利上昇とインフレの環境下においては、チャンスと課題の両方が存在します。そして、投資目標を達成するには、意図したポートフォリオの構築、機敏な投資アプローチ、綿密な分析に基づくオリジネーション、および適切なアンダーライティングが必要となります。また、市場サイクルの中で様々な経験を積んできた運用会社こそ、投資家に利益をもたらす投資プロセスや投資アプローチを有している可能性が高いと考えられます。ダイレクト・レンディング戦略の運用を担うプリンシパル・オルタレイティブ・クレジットの運用チームは、プリンシパルのグループ全体のクレジット投資における経験やリソースを活用できることに加え、16 の異なるダイレクト・レンディング会社での経験を持ち、複数のクレジット・サイクルを経験してきた平均 20 年の経験を持つシニアな専門家を擁しています。さらに、プリンシパルのダイレクト・レンディング戦略では、ローワー・ミドルマーケットおよびコア・ミドルマーケットにおけるプリンシパルの豊富な投資経験に加え、収益率が高く、資本集約的でなく、かつ強い競争力を有する企業にフォーカスしており、これがダイレクト・レンディング市場における成功の鍵となると信じています。

当戦略の運用は、弊社の海外グループ会社プリンシパル・グローバル・インベスターズ・エルエルシーの一部門であるプリンシパル・グローバル・フィクスト・インカムが行っています。本資料中の意見、予測及び運用方針は作成時点に置ける判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また、将来起こり得る事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく変わる可能性があります。

## Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Investments in private debt, including leveraged loans, middle market loans, and mezzanine debt, are subject to various risk factors, including credit risk, liquidity risk and interest rate risk. Fixed Income investments are subject to interest rate risk; when interest rates rise, the price of debt typically declines. **Important Information**

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

Proprietary model output is based upon certain assumptions that may change, are not guaranteed and should not be relied upon as a significant basis for an investment decision. Investment guidelines are subject to change.

Principal Global Investors, LLC (PGI) is registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) as a commodity trading advisor (CTA), a commodity pool operator (CPO) and is a member of the National Futures Association (NFA). PGI advises qualified eligible persons (QEPs) under CFTC Regulation 4.7.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is intent for use in:

The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.

Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.

United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").

This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.

Hong Kong SAR (China) by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.

Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.

Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.

United Arab Emirates by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.

Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Other APAC Countries, this material is issued for Institutional Investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. Principal Alternative Credit is an investment management team within Principal Global Investors.

MM12953 | 062022 | 2228811-062023

## ダイレクト・レンディング戦略に伴う主なリスクについて

資本に対するリスク：利益を得られる可能性がある一方で、損失を被る可能性もあります。

債券全般：債券の市場価値は金利の変動に影響されるほか、債券への投資により信用リスクにさらされる場合があります。

非投資適格債券：非投資適格債券はより高い期待リターンを提供しますが、同時により大きなリスクを伴います。投資家は、債券投資には信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスク、法的リスク、カウンターパーティー・リスク、および評価リスクが伴うことを認識する必要があります。

ローンの担保に関するリスクおよびデフォルト・リスク：一般的な市場リスク、信用リスク、金利リスクに加え、ローンの担保に関するリスクおよびデフォルト・リスクが存在します。当戦略では、主に担保が設定されている第一順位抵当権付きローンに投資を行いますが、借手の経営危機時やデフォルト時に、担保の価値が不十分であった場合や、借手の信用状況および抵当権の順位によっては、損失が発生する可能性があります。また、特定の状況下では、担保の原資産を直接保有する場合があります。このような資産を売却することで元本や利息の回収に努めますが、売却に伴う清算収益は必ずしもローンの元本および未払いの利息の全てを満たすものではなく、その結果、損失が発生する可能性があります。

変動金利：当戦略では主に変動利付ローンに投資を行いますが、一般的に感応度は低いものの、金利が変動することによって価格が変化するリスクを伴います。また、変動金利であることから、金利が変動することによって将来の利払い額や期限前償還のスケジュールの予測可能性は低くなります。

独自モデル：当戦略では独自のモデルを使用することがありますが、モデルによるアウトプットは特定の前提に基づいたものであり、その内容が保証されているわけではなく、投資判断の重要な要素として依拠すべきものではありません。

運用目標：当戦略の運用目標が達成されることを保証するものではありません。

流動性：当戦略はクローズド・エンド型であり、プライベート・クレジット・ローンに投資を行います。投資期間は4年間で、四半期ごとに投資家に収益を分配する予定です。当該金融商品取引契約が投資対象とするリミテッド・パートナーシップは償還期限前の解約が出来ない為、お客様と弊社が合意した場合を除き、本契約を終了ならびに中途解約はできません。

**本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。**

## 費用について

### 投資一任契約に係る運用報酬

投資一任契約に係る運用報酬（消費税 10%を含む）は、年率最大 0.11%または年間 110 万円のいずれか大きいほうです。

### 投資先ファンドで発生する費用

当戦略の投資先ファンド（Principal Alternative Credit Fund (Offshore), LP）の中で以下の費用が発生します。

- 運用報酬：コミットメント金額ではなく出資残高に基づき、年率 100 ベーシス（支払いは四半期毎）が課されます
- 成功報酬（ジェネラル・パートナーへの分配）：分配の支払いは以下の順序で行われます。
  - 1) 出資金の返還：リミテッド・パートナーの出資金の合計額に達するまでは、全ての分配金はリミテッド・パートナーに支払われず。
  - 2) 優先分配：リミテッド・パートナーが出資額の年率 7%に相当する額の分配金を受け取るまでは、全ての分配金はリミテッド・パートナーに支払われます。
  - 3) ジェネラル・パートナーの成功報酬（キャッチアップ）：優先分配にてリミテッド・パートナーに支払った額の 15%に相当する額がジェネラル・パートナーに支払われます。
  - 4) 残余財産の分配：85%がリミテッド・パートナーに、15%がジェネラル・パートナーに支払われます。
- 経費：
  - ファンド設定費用：ファンド設定・募集・登録等に関連する弁護士費用、その他費用として、3 百万米ドルを上限としてファンドから徴収します
  - その他諸費用：運用財産の取得・保有・売却に関する費用、弁護士費用、コンサルティング費用、銀行関連費用、借入に係る費用、カストディ関連費用、調査費用、監査報酬などがファンドから徴収されますが、状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。

また、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様に表示することができません。

**本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。**

## 重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表）

ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会