

קרדן N.V.

10 יולי, 2014

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'B+'; פירעון חוב בפברואר 2015 תלוי במכירה מהירה של נכסים

אנליסט אשראי ראשי:

יובל טורבטי, 972-3-7539701 yuval.torbati@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

צבי בוימר, 972-3-7539736 zvi.boimer@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

אשרור דירוג 'ilB'; פירעון חוב בפברואר 2015 תלוי במכירה מהירה של נכסים

תמצית

- לדעתנו, קרדן N.V. נדרשת למכור נכסים המוחזקים על ידי החברות שבשליטתה, ולהזרים את התקבולים לרמת ההחזקות בטווח הזמן המידי, על מנת לעמוד בפירעונות אג"ח (קרן וריבית) בסך של כ-100 מיליון אירו בחודש פברואר 2015.
- אנו מתרשמים שהנהלת החברה פועלת נמרצות לביצוע מימושים כאמור, אולם טרם הבשילו העסקאות הנבחנות לכדי הסכמים מחייבים. כמו כן, מדובר במכירתם של נכסים לא סחירים, משימה מאתגרת במיוחד שמעצימה את סיכון האשראי של החברה בטווח המידי.
- לדעתנו, ככל שמתעכבת החברה בביצוע המימושים, כך גוברים סיכונים אי ביצוע בזמן (execution risk) של מכירת נכסים, וכל זאת על רקע גמישות פיננסית נמוכה מאד שנובעת ממאפיינים חלשים של תיק ההשקעות ורמת מינוף גבוהה מאד.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilB' של חברת החזקות ההולנדית, קרדן N.V.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את מצוקת הנזילות של החברה ואת התלות המוחלטת שלה במימושים מהירים של נכסים לא סחירים בטווח המידי. נפעל להוריד את הדירוג בחודש ספטמבר 2014 אם החברה לא תגשר על צרכי המזומן של פברואר 2015.

פעולת הדירוג

ב-10 יולי, 2014, אשררה Standard & Poor's Maalot את הדירוג 'ilB' לחברת החזקות ההולנדית קרדן N.V. תחזית הדירוג שלילית.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג האשראי של קרדן N.V. משקף את מצוקת הנזילות של החברה בטווח הקצר. תרחיש הנזילות שלנו מצביע על גירעון של כ-100 מיליון אירו בין המקורות של החברה לשימושים שלה בתקופה שבין 1 ליוני 2014 לבין סוף שנת 2015, כאשר העומס העיקרי יגיע בחודש פברואר 2015, אז תצטרך החברה לעמוד בפירעון אג"ח (קרן וריבית) של כמעט 100 מיליון אירו. להערכתנו לחברה אין ברירות ריאליות אחרות מלבד ביצוע מהיר של מכירת נכסים על מנת לעמוד בחלויות החוב לעיל.

ברבעון האחרון של 2013 השכילה הנהלת החברה למכור את מלוא אחזקותיה בחברה הציבורית GTC SA, פעולה אשר הניבה לחברה כ-157 מיליון אירו (נטו) ואפשרה לה לעמוד בהחזר חוב בנקאי ופירעונות אג"ח משמעותיים בפברואר 2014. נכון למועד זה, ובדומה לשנת 2013, אנו מתרשמים שהנהלת החברה פועלת נמרצות לביצוע מימושים. עם זאת, המגעים עם הרוכשים הפוטנציאליים טרם הבשילו לכדי עסקאות מחייבות. על כן, ובהתחשב בכך שמכירתם של נכסים לא סחירים היא משימה מאתגרת יותר ממכירת נכסים סחירים, אנו סבורים שהחברה חשופה בטווח הקצר לסיכונים אי-ביצוע בזמן (execution risk) משמעותיים של מימוש נכסים.

להערכתנו, יחס המינוף (loan to value) של החברה עומד כיום על 85%, כאשר חישוב המינוף מתבסס על שווי תיק נכסים מוערך של 425 מיליון אירו מול חוב (נטו) של 360 מיליון אירו. נציין כי בהיעדר נגישות שלנו להערכות שווי עדכניות שבוצעו על ידי צדדים בלתי קשורים, חישוב יחס המינוף נעשה בהתאם למתודולוגיה שלנו ומתבסס על שווי הספרים של שלושת הנכסים המוחזקים (Tahal, KFS, Kardan Land China) נכון ל-31 למרץ 2014. עוד נציין, כי הנכס המרכזי של קרדן, Kardan Land China, מהווה כ-60% מסך שווי התיק הנכסים. לדעתנו, רמת המינוף הנוכחית של קרדן אינה בת קיימא, שכן היא מובילה לרמת גמישות פיננסית נמוכה מאד כפי שעולה, בין היתר, גם ממאפייני תיק הנכסים, בעיקר היעדר החזקות סחירות ופעילות בשווקים מתפתחים שהנם מסוכנים מטבעם. הנסיבות המפורטות לעיל, יחד עם רמת התשואות הגבוהות של סדרות האג"ח הנסחרות, הופכות את הסיכוי למימון מחדש לאתגרי במיוחד.

קרדן N.V.

להבנתנו, הנהלת החברה פועלת ביסודיות במספר מישורים שונים להבטחת המקורות הנדרשים לפירעון חובותיה. כאמור, הזמן שנותר לביצוע המימושים הנ"ל מתקצר, ובין היתר, מגדיל להערכתנו את הסבירות להכללתה של הערת "עסק חי" בדוחות הכספיים של החברה. נציין כי לעיכובים בגיוס המזומנים הנדרשים, מעבר לספטמבר 2014, יהיו השלכות חמורות מאד עד כדי אירוע כשל פירעון בטווח הקצר.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, פרופיל הנזילות של קרדן N.V. הוא "חלש". על פי תרחיש הנזילות שלנו, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה עומד על 0.1x בשנת 2015. להערכתנו, החברה תידרש למקורות נוספים של כ-100 מיליון אירו על מנת לעמוד בפירעונות החוב של הרבעון הראשון של שנת 2015. נציין כי תרחיש הנזילות שלנו אינו כולל תקבולים בגין מימוש נכסים, שכן התהליכים טרם הבשילו לעסקאות מוגמרות. לחברה מספר תניות פיננסיות בקשר עם חוב בנקאי (מגובה בטוחות) של כ-33 מיליון אירו. החברה עומדת כיום בהתניות הפיננסיות שלה.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה, נכון ל-1 ליוני, 2014, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-2 מיליון אירו;
- תקבולים בגין החזר הלוואות מחברות בנות בסך כ-40 מיליון אירו עד סוף 2015.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ל-1 ליוני, 2014, הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-133 מיליון אירו עד לסוף שנת 2015;
- הוצאות הנהלה וכלליות של כ-10 מיליון אירו עד לסוף שנת 2015.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את מצוקת הנזילות של החברה, כפי שהיא באה לידי ביטוי בתלות של החברה במימושים מהירים בטווח המידי. על כן, להערכתנו, ישנה חשיפה מהותית וגוברת לסיכויי אי-ביצוע בזמן של מהלכים שמטבעם אינם תלויים אך ורק בהנהלת החברה.

נפעל להוריד את דירוג החברה ואת דירוג אגרות החוב (סדרות א', ו-ב') ל-'ilCCC' בספטמבר 2014 אם החברה לא תגיע להסכמים סופיים ומחייבים למימוש נכסים שיאפשרו לה, להערכתנו, לעמוד בצורכי המזומן שלה לשנת 2015. כמו כן, נפעל באופן מידי להוריד את הדירוג ל-'ilCC' (דרגה אחת לפני חדלות פירעון) אם תיכלל הערת "עסק חי" בדוחותיה הכספיים של החברה או אם החברה תיכנס למו"מ עם הנושים שלה לגבי דחיית מועדי החזר החוב הנוכחיים או החלפת חוב (distressed exchange). תחת הנסיבות הקיימות, הסדר עם הנושים כמתואר לעיל יוגדר על ידינו ככשל פירעון (D), וזאת בהתאם למתודולוגיה שלנו.

מחקר קשור

- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לבחינת רכישות חוזרות של חוב תחת תנאי לחץ ראה: מתודולוגיה – "השלכות דירוגיות של הצעות המרה וארגון מחדש של חוב", פורסם במאי 2009. <http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/exchangeoffers.pdf>
- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לשימוש בדירוגים נמוכים המעידים על סבירות גבוהה לכשל פירעון ראה: מאמר מתודולוגי: "How Standard & Poor's Uses Its 'CCC' Rating", אוקטובר 2012. <http://www.maalot.co.il/publications/MT20131212112800d.pdf>
- למידע אודות המתודולוגיה שלנו לבחינת נזילות חברות וההשפעה על הדירוג ראה: מתודולוגיה – "הערכת רמת הנזילות למנפיק", ספטמבר 2011. http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/haarahat_nezilut.pdf
- למידע אודות הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי ראה: מתודולוגיה – "הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי", פברואר 2013. <http://www.maalot.co.il/publications/RS20130207103905.pdf>
- למידע אודות המשמעות של דירוג אשראי ראה: מאמר - "מעלות ומגבלות של דירוג אשראי", מאי 2012. <http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf>

רשימת דירוגים

| מדירוג קודם | דירוג נוכחי | N.V. קרדן |
|--------------|--------------|---------------|
| iiB/Negative | iiB/Negative | דירוג המנפיק |
| iiB | iiB | 'אג"ח סדרה א' |
| iiB | iiB | 'אג"ח סדרה ב' |

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. 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 יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.