

Credit View: 28. August 2018 / FEC

Groupe Rallye (RAL FP)

Ratings

I-CV: CCC / No Go
 Ratingagenturen: Not rated
 Market Implied: Cash: CCC / CDS: CCC
 Umsatz / Leverage (LTM): auf konsolidierter Basis EUR 38.0 Mia. / 10.3x

Tätigkeit und Geschäftsbescrieb

Groupe Rallye (Rallye) ist über verschiedene vorgelagerte Investmentgesellschaften das Beteiligungsvehikel des französischen Investors Jean-Charles Naouri. Das Haupt-Asset ist eine 51.4%-Beteiligung (64.3% der Stimmen) am französischen Detailhandelsunternehmen Casino Guichard Perrachon (CO; I-CV: BB / S&P: BB+ negativ / Moody's: Ba1 stabil). Daneben hält Rallye auch zu 100% die Gruppe Go Sport. Halbjahresabschlüsse werden nur auf konsolidierter Basis und nicht auf „parent-only“ Ebene veröffentlicht, weshalb wir uns bei der Beurteilung von Rallye auf eine NAV-Berechnung stützen:

NAV-Berechnung aufgrund aktueller Aktienkurse						
Beteiligung	Anzahl Aktien in Mio.	Preis (EUR)	%Anteil	%Stimmrechte	Wert in EUR Mio.	
Casino	55.93	32	51.40%	64.30%	1'790	
Go Sport (Schätzung I-CV)	8.75	8	100%	100%	70	
Finanzinvestments					47	
Übriges (inkl. Treasury shares)					12	
Total Assets					1'919	
Ausstehende Bankdarlehen (pledged shares)					-250	
Ausstehende Bankdarlehen Ungesichert					-290	
Commercial Paper					-386	
Ausstehende Bonds Sr Unsecured					-2'140	
Private Placements					-110	
Total Schulden					-3'176	
Cash per 30.06.2018 & Other					205	
Total Nettoschulden					-2'971	
Rallye NAV					-1'052	
Rallye NAV/Aktie					-19.13	
Rallye Aktienpreis per 23.08.2018		10.16				
Total Asset Cover (Assets / Net Debt)					0.65x	
LTV					155%	
Asset Cover auf Stufe Senior Unsecured					0.46x	

Quelle: I-CV, Geschäftsberichte, Bloomberg

Aufgrund der schwächer als vom Markt erwarteten operativen Performance des Haupt-Assets Casino verzeichnete dessen Aktienkurs einen starken Rückgang seit Anfang 2018, womit sich die Vermögensbasis deutlich reduzierte und das schon strapazierte Finanzprofil von Rallye weiter unter Druck geriet. Der Asset Cover verschlechterte sich entsprechend seit Januar 2018 von 0.96x auf 0.65x (Januar 2016: 0.78x), womit die Schulden von Rallye weiterhin nicht gedeckt sind. Gleichzeitig erhöhte sich der LTV von 104% auf 155% (Januar 2016: 127%).

Bei den Bankdarlehen und Kreditlinien von Rallye bestehen seit längerer Zeit Covenants, welche unabhängig von Rallyes NAV, Asset Cover oder CO's Aktienkurs sind und halbjährlich berechnet werden: Consolidated EBITDA / consolidated cost of net financial debt > 2.75x (4.04x per 31.12.2017); standalone equity of Rallye SA (statutory accounts) > EUR 1.2 Mia. (EUR 1.4 Mia.). Per 30.12.2017 konnten somit die verlangten Mindest ratios eingehalten werden. Sollte das standalone equity allerdings weiterhin abnehmen, bleibt wenig finanzielle Flexibilität unter den Covenants.

Bemerkenswert ist u.E., dass die Banken trotz des hohen LTVs und der grossen Differenz zwischen Rallyes Aktienkurs und dem NAV relativ entspannt mit diesem doch signifikanten Kreditrisiko umgehen. Dank der liberalen Buchhaltungspraxis musste Rallye bisher kaum Abschreibungen auf ihren Buchwerten vornehmen.

Die Hauptgrundlage für die Bedienung der Schulden bleibt die Beteiligung an Casino und deren Dividenden, auf welche die verschuldete Eigentümerkaskade (Foncière Euris – Finatis – Euris – J.C. Naouri; siehe Organigramm) angewiesen ist. Bei einer anhaltenden Einschränkung der Dividendenkapazität von Casino dürften die Eigentümer noch stärker unter Druck geraten (s. nachfolgende Cashflow-Berechnung):

	2018e	2017	2016	2015
Dividenden von Casino	168	177	265	171
Dividenden Rallye	-30	-15	-89	-89
Nettofinanzkosten	-114	-119	-130	-134
Holdingkosten	-15	-14	-17	-21
Assetverkäufe	-8	5	25	-80
Other	-6	-11	16	-16
Cash-Flow	-5	23	70	-169
Zinsdeckung	1.21x	1.36x	1.35x	0.61x

Quelle: I—CV, Geschäftsberichte, Bloomberg

Für 2018 erwarten wir eine leicht tiefere Dividende von Casino als im Vorjahr, während die Finanzkosten auch durch kleinere Bond-Rückkäufe und neue Bondemissionen zur Verbesserung der Fälligkeitsstruktur keine wesentliche Entlastung auf der Kostenseite bringen. Aufgrund des zu erwartenden Cash-Outflows ist nicht mit einem Abbau der Nettoverschuldung zu rechnen, es sei denn, Rallye ist bereit, dafür Casino-Aktien zu verkaufen.

Liquiditätssituation

Solange die rund 20 Banken die Kreditfazilitäten für Rallye offenhalten und auch das Kreditumfeld für High-Yield Schuldner so unterstützend bleibt, dürfte sich die Firma über Wasser halten können (s. Aufstellung unten). Sollten die Kreditfazilitäten allerdings für die Bedienung der Fälligkeiten im 2018 in Anspruch genommen werden, resultiert eine verstärkte Subordinierung (und geringerer Recovery Wert) der senior unsecured Schulden.

Liquiditätssituation (Stand 30.06.2018)	in EUR Mio.
Cash	205
Unausgeschöpfte Kreditlinien bei 20 verschiedenen Banken	1'740
Total Liquidität	1'945
Fälligkeiten 2018 (inkl. Put-Optionen für Minderheitsbeteiligte)	-922
Fälligkeiten 2019	-350
Fälligkeiten 2020	-270
Fälligkeiten 2021	-615
Fälligkeiten 2022+	-740
Verpfändete Casino-Aktien per 31.12.2017: 6.7 Mio.	342
Verpfändete Rallye-Aktien per 31.12.2017: 20.6 Mio. (bei Euris)	304

Quelle: I—CV, Geschäftsberichte, Bloomberg

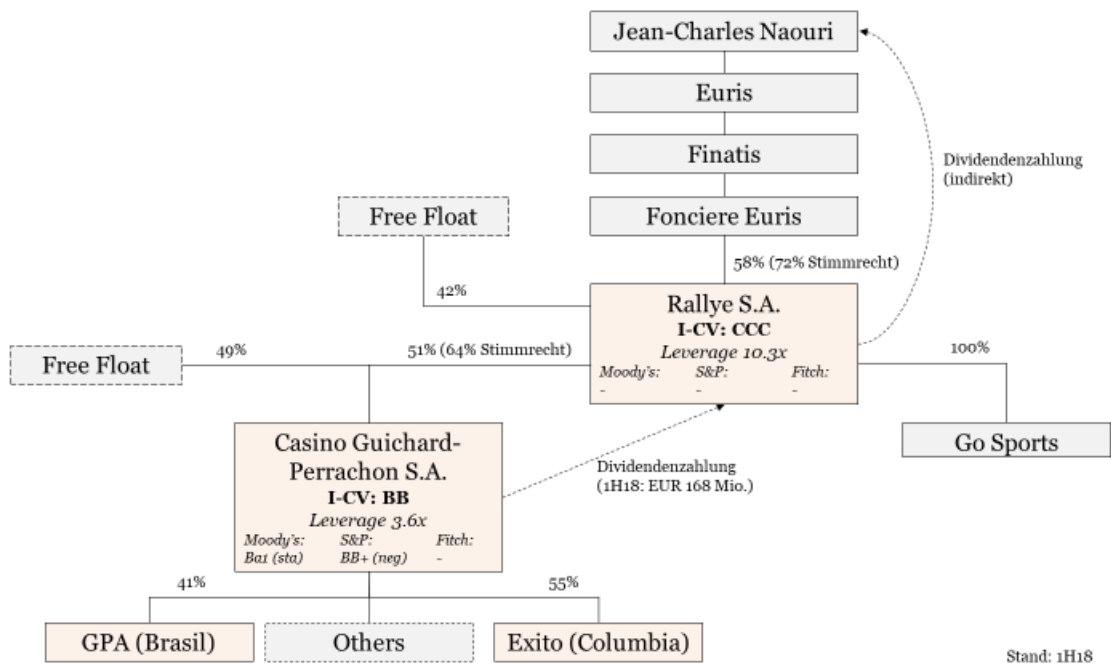
Stärken / Schwächen

- + Beteiligung an französischem Einzelhändler Casino mit einem soliden Geschäftsrisikoprofil
- Finanzprofil von Casino unter Druck aufgrund schwacher operativer Performance und hoher Verschuldung
- Hohe Event-Risiken bezüglich Aktionärsstruktur, welche aus einer Kaskade von hoch verschuldeten Unternehmen besteht, die für den Schuldendienst auf Dividenden von CO respektive Rallye angewiesen sind
- Auf Basis Marktbewertung ungenügender Asset Coverage und Zinsdeckung durch Dividende von Casino

Konklusion / Empfehlung

Der Bewertungseinbruch bringt erneut die Verwundbarkeit des Finanzprofils von Rallye ans Licht, welches von Dividendenzahlungen der unter Druck stehenden französischen Retail-Tochtergesellschaft Casino abhängig ist und zugleich dessen Aktien als Besicherungsgrundlage für Bankkredite verwendet. Solange die Muttergesellschaft auf die Dividenden angewiesen ist gehen wir langfristig nicht von einem Deleveraging aus. Rallye ist für die Refinanzierung auf den anhaltenden Goodwill und Support ihrer Bankbeziehungen sowie auf ein günstiges Kapitalmarktumfeld angewiesen. Wir sehen somit eine höhere Unsicherheit bezüglich der mittelfristigen Liquiditäts-/Refinanzierungssituation. Entsprechend reduzieren wir unsere Einstufung auf CCC (bisher B-) und raten von einer Investition ab (**No Go**).

Anhang: Organigramm



Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.