

500 miljoen euro bedragen.

Door de onvermijdelijke afboeking zal het eigen vermogen flink slinken. De solvabiliteitsratio viel na de overname al terug van 69 procent tot 39 procent door het aantrekken van 1,5 miljard aan vreemd vermogen ter financiering van Tele Atlas. De hierdoor hoge rentelasten, gecombineerd met een afnemende vraag naar navigatietoepassingen, zullen het resultaat van TomTom onder druk zetten. Hoe hoog de impairment precies is, zal duidelijk worden bij de publicatie van de jaarcijfers op 24 februari.

RANDSTADS LAST

De overname eind 2007 van Vedior door Randstad voor 3,5 miljard euro is de grootste in de uitzendgeschiedenis. Randstad betaalde vlak voor de economische teruggang een premie van 64 procent. Is de uitzendgigant met het knock-outbod slachtoffer geworden van de 'winner's curse' die stelt dat je te veel betaalt voor iets omdat niemand anders bereid was om meer te betalen? Aandeelhouders spreken duidelijke taal: het aandeel noteerde halverwege juli nog 62,60 euro, inmiddels is hier iets meer dan 15 euro van over.

Sinds de overname is de balans van Randstad behoorlijk opgerekt. In het derde kwartaal van 2007 bedroeg het balanstotaal 2,9 miljard euro, nu 8,9 miljard euro. Hoofdverantwoordelijke aan de activazijde is de post immateriële activa, vooral goodwill dus. Na de overname vertienvoudigde deze post van 361,2 miljoen euro in het vierde kwartaal 2007 tot een kleine 4 miljard euro in het derde kwartaal 2008.

De omvang van de impairment hangt deels af van de resultaten in het vierde kwartaal 2008. De cijfers van concurrent Manpower voorspellen een erbarmelijk scenario. Manpowers omzet in Frankrijk – waar Randstad sinds het inlijven van Vedior ongeveer een kwart van zijn omzet vandaan haalt – ging met 28 procent onderuit in het vierde kwartaal. En het is waarschijnlijk dat het vroegcyclische concern ook in de andere landen en markten te maken heeft met harde economische tegenwind. Daar kan tegen ingebracht worden dat Randstad zich nog niet negatief heeft uitgelaten over het vierde kwartaal. Ook heeft Randstad de no-

Consolidated balance sheet

(unaudited) (in € thousands)	30 Sep 2008
Non-current assets	
Goodwill	1,942,379
Intangible assets	1,002,708
Property, plant and equipment	50,697
Investments	7,106
Deferred tax assets	33,756
Total non-current assets	3,036,646
Current Assets	
Inventories	199,529
Trade receivables	276,165
Other receivables	30,988
Other financial assets	35,287
Cash and cash equivalents	262,514
Total current assets	804,483
Total assets	3,841,129
Equity and liabilities	
Shareholders' equity	
Share capital	24,704
Share Premium	574,075
Legal reserves	6,566
Stock compensation reserve	60,012
Retained earnings	815,259
Minority interests	4,861
Total equity	1,485,477

dige ervaring met het snijden in de kosten om lagere omzetten het hoofd te bieden. Zo bleef Randstad gedurende de recessie van begin deze eeuw zwarte cijfers schrijven. Bij de presentatie van de cijfers over 2008 op 26 februari weten beleggers meer.

De solvabiliteit van Randstad is sinds de overname nagenoeg onveranderd gebleven (30%) omdat een deel van de acquisitie met 'dure' Randstad-aandelen werd betaald. Combineer dit met een sterke kasstroom en het is niet waarschijnlijk dat banken de convenanten zullen aanscherpen als de post goodwill een klap krijgt.

DURE SCHOENEN

Het goodwillspook waart ook rond in kleinere ondernemingen die zich hebben vergaloppeerd aan dure overnames. Zo nam Macintosh, onder andere eigenaar van Scapino, Kwantum en Halfords, de schoenenketen Brantano over. De totale overnamesom bedroeg 160,2 miljoen euro waarvan ruim de helft bestond uit goodwill. De totale goodwillpost kwam hiermee op 192,5 miljoen euro. Dit is meer dan de marktkapitalisatie (178 miljoen euro) en het eigen vermogen van Macintosh (184,5 miljoen euro).

De VEB ventileerde in de aandeelhoudersvergadering waarin de overname goedgekeurd moest worden al haar twijfels. Zo was

de prijs aanzienlijk en de timing ongelukkig. Brantano behaalde een groot deel van zijn omzet in Groot-Brittannië waar het pond ook toen al onder druk stond, net als het consumentenvertrouwen. De halfjaarcijfers – Macintosh publiceert geen kwartaalcijfers – lieten dan ook een somber beeld zien. In de eerste helft van 2008 werd het bedrijf al hard geraakt door sterk teruglopende consumentenbestedingen.

Zo duikelde de nettowinst van 17 miljoen euro in de eerste helft van 2007 tot 5,2 miljoen euro in dezelfde periode van dit jaar. De bijdrage van Brantano aan de nettowinst inclusief integratie, reorganisatie en financieringskosten was negatief (-6,3 miljoen euro). Vooral de financieringslasten zijn een blok aan het been van de onderneming. Door de overname volledig met vreemd vermogen te financieren viel de solvabiliteitsratio van 49,3 eind 2007 terug tot 27,8 procent in de eerste helft van

2008. Met als gevolg sterk toegenomen rentelasten met meer dan 200 procent tot 6,8 miljoen euro (2007: 2,1 miljoen euro).

Hoeveel uiteindelijk afgeboekt wordt op goodwill is onzeker. Zeker is dat Macintosh nog jarenlang last zal hebben van een hoge schuldenlast en de daarmee samenhangende renteverplichtingen.

NIEUWE SPELREGELS

Hoeveel ondernemingen daadwerkelijk moeten afboeken, zal uit de jaarcijfers blijken. Duidelijk is wel dat hun er veel aan gelegen is om zo min mogelijk lucht uit de goodwillbubbel te laten ontsnappen. Vroeg of laat moeten bestuursvoorzitters echter in de spiegel kijken en concluderen dat er te veel betaald is.

Dat neemt niet weg dat men twijfels kan hebben bij de in goede tijden overnames-timulerende en sterk cyclische boekhoudregels. Terugvallen op een oude methode waarbij goodwill direct en volledig ten laste komt van de resultatenrekening lijkt geen gekke optie. Opportunistische overnames zullen hierdoor zonder twijfel afnemen. Dit lijkt niet problematisch: onderzoek toont aan dat ruim twee derde van de gepleegde overnames aandeelhouderswaarde vernietigt. ■