

HOMBURG-PERPETUAL: NIET ZONDER RISICO'S

TEKST: MARIEN VAN DEN HEUVEL

De afgelopen jaren heeft vastgoedbedrijf Homburg kapitaal aangetrokken middels uitgifte van obligaties met een looptijd van vijf tot zeven jaar (Homburg Bonds). Maar nu komt Homburg op de proppen met een eeuwigdurende obligatie: de 9,5% Homburg Capital Security. Deze heeft een looptijd van 99 jaar, omdat de Canadese toezichthouder dit vereist. Bij inschrijving betalen beleggers eenmalig 3 procent emissiekosten.

VERSTERKING BALANSPOSITIE

Het aandeel Homburg heeft in de afgelopen twee jaar een duikvlucht gemaakt van 45 euro tot nu 3,97 euro. Volgens de meest recent gepubliceerde cijfers van 30 september 2008 bedraagt de intrinsieke waarde 28 euro. De beurskoers wijkt hiermee 85 procent af van de gepubliceerde intrinsieke waarde.

Beleggers tonen zich in het huidige economische klimaat bezorgd over de zwakke balanspositie. Op 30 september 2008 bedroeg het eigen vermogen 22 procent van het balanstotaal. De hefboom in de financiering was tot voor kort geen probleem. Maar nu het vastgoed in waarde daalt en vastgoedmaatschappijen in problemen komen, zit de schrik er goed. Reden voor Homburg om te zoeken naar financieringsmogelijkheden om onder andere de balans te versterken. Meer Homburg Bonds uitgeven of aandelen emitteren is momenteel geen voor de hand liggende optie.

De eeuwigdurende obligatie, ook wel 'perpetual', 'capital security' of 'hybride effect' genoemd, is een populair instrument om de solvabiliteit te verbeteren. Toezichthouders staan toe dat dit soort schuld, onder bepaalde voorwaarden, meegenomen wordt in het eigen vermogen. Een perpetual heeft een aantal kenmerken gemeen met een aandeel. De couponbetaling kan bij veruit de meeste perpetuals net zoals het dividend gepasseerd worden. Positief is wel dat tot op zekere hoogte de coupon bij de meeste perpetuals cumulatief is.

Qua senioriteit hebben perpetuals een risicoprofiel dat tussen (gewone) obligaties en aandelen in zit. De schuld is achtergesteld ingeval van een faillissementsafwikkeling, al heeft de perpetualhouder dan wel

voorrang op de aandeelhouders. Voor beide beleggingen geldt echter dat de belegger achteraan in de rij staat.

CONTANTE COUPON ONZEKER

De Homburg Capital Security onderscheidt zich van vele andere perpetuals doordat Homburg de keuze heeft de coupon uit te betalen in Class A Preferred Shares in plaats van in contanten. Het prospectus meldt dat Homburg niet van plan is een notering aan te vragen voor deze shares. Zodoende kunnen beleggers, als Homburg besluit de rente niet cash uit te betalen, de coupon in de vorm van deze aandelen niet contant maken zolang er geen markt voor is. Het valt nog te bezien wat de marktwaarde hiervan zal zijn.

Maar als Homburg op aandelen die qua senioriteit lager liggen dan de capital securities dividend uitbetaalt, wordt Homburg volgens het prospectus geacht ook de coupon (met terugwerkende kracht) contant te voldoen. Dit geeft de belegger echter geen 100 procent zekerheid.

Perpetuals zijn in dit klimaat, net zoals aandelen, vrij volatiel. Zo noteert bijvoorbeeld de 8,375% van verzekeraar Eureko momenteel 48 procent. Deze obligatie is negen maanden geleden uitgegeven tegen 100 procent. Bij uitbetaling van een coupon is het effectief rendement op deze Eureko-perpetual 17,45 procent.

GEEN BEURSNOTERING

De 9,5% Homburg Capital Security is na vijf jaar 'callable'. Dat wil zeggen dat deze lening na vijf jaar geheel of gedeeltelijk afgelost mag worden. De kans dat Homburg

deze lening met een looptijd van 99 jaar vervroegd aflost tegen 100 procent is van een aantal factoren afhankelijk. Aflossing zal pas plaatsvinden als er geen behoefte meer is aan dit type leningen, bijvoorbeeld als de balansverhoudingen zijn verbeterd door herwaarderingen en winstgevendheid en er eventueel goedkoper geherfinancierd kan worden.

Pas over twee jaar zal voor deze obligatie mogelijk een beursnotering aan Euronext Amsterdam worden aangevraagd. Tot die tijd zit de belegger met een incurante lening waarvoor geen markt is en geen koersvorming plaatsvindt. Komt er een beursnotering, dan zal de koersvorming afhankelijk zijn van factoren zoals de rentestand, de risico-opslagen in de markt, de kredietwaardigheid en al dan niet contante rentebetaling. Er bestaat dus een risico op vermogensvermindering.

NOG GEEN JAARCIJFERS

In 2007 en 2008 maakte Homburg de resultaten van het voorgaande jaar bekend op 15 februari. Echter, dit jaar worden de jaarcijfers over 2008 op 26 maart gepubliceerd. De belegger zou in deze periode mogen verwachten dat Homburg juist eerder dan later rapporteert. Wereldhave en Eurocommercial Properties hebben al afboekingen van meer dan 100 miljoen euro gepubliceerd. Wel stelt Homburg in het prospectus over het boekjaar 2008 afboekingen te verwachten van tenminste 135 miljoen Canadese dollar (4% van de vastgoedportefeuille). En dat iedere procent meer een negatieve impact van 35 miljoen Canadese dollar op de winst voor belastingen zal hebben. ■

EFFECTIEF RENDEMENT PERPETUALS

UITGEVER	UITGIFTE DATUM	ISSUER CALL	COUPON	KOERS 2/3/09	EFFECTIEF RENDEMENT
Aegon	13-07-06	2011	6,000%	40,0%	15,0%
Fortis	02-06-08	2013	8,000%	22,6%	35,4%
Eureko	23-05-08	2013	8,375%	48,0%	17,5%
Homburg*	28-02-09	2014	9,500%	103,0%	9,2%
Casino**	20-01-05	2010	5,940%	38,0%	15,6%
ING Perp IV	18-04-08	2013	8,000%	43,5%	18,4%
Wolters Kluwer	14-05-01	2008	6,875%	62,50%	11,0%
Gemiddeld effectief rendement					17,4%

*de Capital Security kent 3 procent emissiekosten boven op de uitgifteprijs.

**de coupon van Casino is variabel (10 jaars EUR CMS + 1%): rendement is gebaseerd op de laatste coupon.