

BANKAFSPRAKEN

	solvabiliteit		leverage rate		rentedekking		nettoschuld/ EV	nettoschuld/ beurswaarde*
	actueel	mag maximaal	actueel	moet minimaal				
Aalberts	34,5%	2,90	3-3,5	4,1	3,5-4	1,3	1,4	
Wessanen	23,0%	3,20	3,5	nb	4,0	0,6	1,1	
Heineken	23,1%	3,14	3,5	nb	nb	1,9	0,7	
Randstad	33,9%	1,80	3,5	nb	nb	0,6	0,5	
Nieuwe afspraken voldoende?								
Gamma	21,0%	3,42	4,95	4,2	2,8	2,7	13,0	
Océ	26,5%	2,40	3,25	5,7	3,5	0,9	2,0	
USG	33,5%	1,70	3,00	6,8	3,0	1,0	2,8	

* slotkoersen maandag 6 juli

Toelichting

Aalberts: ratio's ultimo 2008; convenanten zijn schattingen van de VEB.

Wessanen: ratio's op basis van eerste kwartaalcijfers; leverage rate mag niet meer dan twee kwartalen achter elkaar 3 of meer bedragen.

Heineken: ratio's ultimo 2008.

Randstad: ratio's eerste kwartaalcijfers 2009.

Gamma: ratio's ultimo 2008.

Océ: ratio's halfjaarcijfers 2009.

USG: ratio's eerste kwartaalcijfers; convenanten gaan het 3de kwartaal dit jaar in.

bouwd dat een emissie voor TomTom, Wavin en Heijmans onvermijdelijk leek. Deze ondernemingen opereren in conjunctuurgevoelige markten en hadden door een scherpe financiering nauwelijks buffers om een omzetteruggang op te vangen, laat staan dat zij bestand waren tegen harde klappen van de kredietcrisis. Door banken gedwongen moesten zij op historisch lage koersniveaus emitteren, waardoor de verwatering voor bestaande aandeelhouders aanzienlijk was. Bij TomTom wordt 60 procent van de aandelen bijgedrukt, en bij Wavin en Heijmans verwateren de aandelen respectievelijk met 400 en 600 procent.

Aangezien bij de meeste ondernemingen pas in het derde kwartaal van 2008 de gevolgen van de kredietcrisis merkbaar werden, zal vrijwel zeker een aantal bedrijven in het derde kwartaal van dit jaar door hun convenanten zakken. In veel gevallen bekijkt de bank namelijk op maandelijkse basis of de solvabiliteitsratio's voldoende zijn om binnen de convenanten te blijven. Alle reden dus om alvast weer enkele zwakke balansen onder de loep te nemen.

VIER MOGELIJKE SLACHTOFFERS

Door de zwakke financiële positie van het recessiegevoelige Aalberts lijkt het onwaarschijnlijk dat het industriële conglomeraat zijn bankafspraken kan nakomen. De verschaffers van vreemd vermogen schrijven

voor dat de maximale 'leverage rate' 3 tot 3,5 mag zijn. Dat wil zeggen dat de nettoschuld (rentedragende schulden minus kasgeld) niet groter mag zijn dan 3,5 keer het bedrijfsresultaat. In de laatste drie maanden van 2008 zeilde het concern al scherp aan de wind toen de ratio van 2,1 opliep tot 2,9. In de trading update van 13 mei stelde Aalberts dat de omzet stabiliseerde rond het lage niveau van het laatste kwartaal 2008.

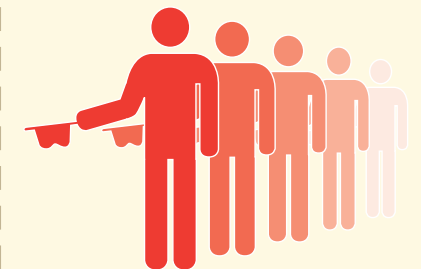
Hoewel topman Jan Aalberts op grote schaal kostenbesparingen doorvoert om de omzetterugval op te vangen, is het twijfelachtig of het bedrijfsresultaat (ebitda) voldoende zal zijn om niet door de convenanten te zakken. Financieel directeur John Eigendaal acht het "zeker niet onmogelijk dat ratio's worden overschreden", al denkt hij niet dat er vers aandelenkapitaal opgehaald hoeft te worden. In de ogen van Eigendaal zal het concern weggelaten met een hogere risico-opslag. Aalberts publiceert op 13 augustus zijn halfjaarcijfers en dan zal blijken of Aalberts daadwerkelijk maatregelen gaat treffen.

Wessanen heeft met zijn kredietverschaffer afgesproken dat de leverage rate niet meer dan twee kwartalen achter elkaar hoger dan 3 mag zijn. In het eerste kwartaal was dat 3,2 doordat het bedrijfsresultaat verdampte tot 0,3 miljoen euro. Er was echter hoop: de tweedekwartaalcijfers zouden naar eigen zeggen beter worden en de

**WERKELIJKHEID
COMPLEXER**

Dat boekhouden geen exacte wetenschap is, wordt duidelijk wanneer de verschillende definities van schuldenratio's naast elkaar gelegd worden. Zo is bijvoorbeeld bij de leverage rate de vraag wat er allemaal meegenomen moet worden in de berekening van het bedrijfsresultaat (ebitda), en wat valt er precies onder nettoschuld. Een convenantenrapport beslaat al gauw honderden pagina's waarin allerlei voorwaarden staan die niet openbaar zijn. Helemaal complex wordt het indien, zoals bij Aalberts, de onderneming leningen heeft uitstaan bij verschillende banken met verschillende voorwaarden.

Océ geeft een mooi voorbeeld van de betrekkelijkheid van bankratio's. De Venlose printerfabrikant verhoogde niet alleen de leverage rate (3,25 in plaats van 3), maar paste ook de definities binnen de ratio aan om hier niet doorheen te schieten. Door de aanpassing worden de eenmalige kosten, waarmee Océ bijna vergroeid is geraakt, buiten de berekening gelaten waardoor de leverage rate keurig op 2,4 uitkomt. Maar de markt laat zich niet makkelijk voor de gek houden: het aandeel kelderde op dit nieuws in combinatie met de beroerde tweedekwartaalcijfers met bijna 10 procent. Gezien de zwakke operationele prestaties is het zelfs de vraag of Océ binnen de herge-definieerde convenanten blijft.



desinvestering van de Amerikaanse sapjesproducent ABC zou cash vrijmaken om een deel van de schuldenberg af te lossen (nettoschuld: 213,8 miljoen euro).

Op 15 juni werd echter bekend dat het eigen vermogen van de Amerikaanse dochter