



## OPGEBLAZEN BALANS

Op het eerste gezicht ziet de bankschuldenvrije balans met een solvabiliteit van 79 procent er keurig uit. Echter, de post immateriële activa op de balans is door het jarenlange activeren van ontwikkelingskosten de pan uit gerezen. Ook de opgevoerde belastingvorderingen – bedrijven mogen verliezen verrekenen met toekomstige winsten – van 5 miljoen euro drukken zwaar op de balans. Als we bij het berekenen van de solvabiliteit beide posten van het eigen vermogen aftrekken blijft er weinig meer van de solvabiliteit over (-10%).

(BEDRAGEN IN € MLN)	2004	2005	2006	2007	2008
Balanstotaal	10,0	12,2	11,2	16,9	18,6
Immateriële vaste activa	5,4	5,9	7,5	9,0	11,8
Latente belastingvorderingen	2,9	4,6	4,3	4,7	4,7
Solvabiliteit	80%	69%	76%	81%	79%
Solvabiliteit gecorrigeerd*	-4%	-17%	-5%	-4%	-10%
Liquide middelen	0,031	0,31	0,977	1,713	0,765

\*immateriële activa en latente belastingen afgeboekt van het eigen vermogen

winst van 1,3 miljoen euro. Kijken we naar de vrije kasstroom – het geld dat werkelijk het bedrijf binnenstroomt – dan was deze met 1,2 miljoen flink negatief. Het behalen van de winstprognose wordt door dit trucje natuurlijk stukken eenvoudiger. In de eerste helft van 2009 voerde AND de personeelskosten flink op tot 3,2 miljoen euro (eerste helft 2008: 1,3 miljoen euro) om de dekking van West-Europa te finaliseren.

De hoge investeringen gecombineerd met de lager dan verwachte opbrengsten maken het niet onaanneemelijk dat ook in 2009 de vrije kasstroom negatief is. Met het voornemen van Oldenhof om nieuwe landen als China en de Verenigde Staten in kaart te brengen, zonder een beeld te hebben wie deze kaarten gaat afnemen, is het goed mogelijk dat de vrije kasstroom ook in 2010 negatief uitvalt. Oldenhof wil hier niets over prijsgeven.

### ONEERLIJKE WARRANTS

Door de negatieve vrije kasstromen raakte de post liquide middelen in de tweede helft van 2009 in zicht. AND moest ingrijpen.

Maar de manier waarop deed wenkbrauwen fronsen. Oldenhof gaf namelijk een handjevol houders van in 2006 verkregen warrants (soort opties) een korting op de uitoefenprijs van 0,67 euro. Saillant detail: Oldenhof was zelf ook warranthouder. AND kreeg door de uitoefening een kapitaalinjectie van 3 miljoen euro, maar (minderheids) aandeelhouders zagen een verwatering van het aandelenkapitaal van ruim 15 procent. Ook hierdoor daalde de winstprognose.

Volgens Oldenhof is voor “de beste oplossing” gekozen. Een claimemissie waar ook minderheidsaandeelhouders op zouden kunnen inschrijven of een banklening was volgens hem veel duurder geweest. Hoewel de kas net met ruim 3 miljoen gespekt is, loont het gezien de forse investeringsplannen om de kaspositie in de gaten te houden.

De toekomst van AND ligt vrijwel volledig in handen van Google. Als de internetgigant tevreden is over de kwaliteit van de kaarten zijn de geactiveerde ontwikkelingskosten terecht geweest en gaat het bedrijf met een mooie database een gouden toekomst tegemoet. Is Google ontevreden, dan stort het kaartenhuis waarschijnlijk in elkaar. ■

kost iets meer dan vier keer de verwachte winst over 2009.

### CREATIEF BOEKHOUDEN

De lage ratio zou ook te maken kunnen hebben met de definitie van het getal in de noemer van de ratio: de winst. AND neemt een groot deel van de personeelskosten – feitelijk de investeringen om de kaarten te maken – niet mee in de winst-en-verliesrekening maar zet deze als actiefpost (immateriële activa) op de balans.

Zo werd in 2008 van de totale loonsom van de 268 Indiërs (en 25 Nederlanders) van 3,65 miljoen euro bijna 2,8 miljoen euro geactiveerd. Hierdoor boekte het bedrijf een

### WINST FICTIE, CASH FEIT

(IN € MLN)	2004	2005	2006	2007	2008
Nettowinst	0,9	0,3	0,7	1,2	1,3
Personeelskosten	1,7	1,7	2,5	2,7	3,6
Geactiveerde ontwikkelingskosten	0,1	0,5	1,6	1,5	2,2
Vrije kasstroom	0,2	-0,9	-1,1	0,02	-1,2