

# EIGEN RATING VOOR BEDRIJFSOBLIGATIES

Is er nog geld te verdienen op de financiële markten? Meer en meer zal het rendement uit dividend en uit rentecoupons moeten komen.

TEKST: NICO VAN GEEST (KEIJSER CAPITAL)

**N**aast hoog-dividendaandelen zijn bedrijfsobligaties van solide bedrijven in deze barre tijden de belangrijkste 'asset classes'. Bedrijfsobligaties worden opgesplitst in verschillende groepen:

- 1) converteerbare obligaties
- 2) perpetuele obligaties
- 3) obligaties uitgegeven door financiële instellingen en vastgoedfondsen
- 4) 'investment grade' ondernemingsobligaties
- 5) 'non-investment grade' en 'not-rated' ondernemingsobligaties

Binnen deze vijf categorieën zijn weer diverse onderverdelingen te maken, zoals gedekte obligaties (zogenaamde 'covered bonds'). Maar dit kan ook bij bijvoorbeeld de convertibles. Is er sprake van een gedwongen conversie van de emittent of is het ter keuze van de convertiblehouder? Door gedaalde aandelenkoersen hebben veel convertibles de 'obligatiebodemp' bereikt, waarover een volgende keer meer.

Bij perpetuele obligaties is het van belang te weten wanneer er een vervroegde aflossingsmogelijkheid is en in te schatten of de uitgevende onderneming daarvan gebruik wil of kan maken. Ook verschilt de koersvorming van perpetuele obligaties van financiële instellingen nogal van die van niet-financiële instellingen.

Obligaties, uitgegeven door financiële instellingen (en vastgoedfondsen), hebben bijna altijd een rating van een of meerdere ratingbureaus. Dit is lang niet altijd het geval voor ondernemingsobligaties, onder meer omdat sommige ondernemingen zo sterk zijn dat zij geen rating nodig hebben en deze dan ook niet aanvragen, zoals Heineken.

Vooraf bedrijfsobligaties zonder rating zijn interessant, want dan moet je als belegger zelf je huiswerk doen. Op deze obliga-



Nico van Geest, hoofd research bij Keijser Capital, zal hier maandelijks een bedrijfsobligatierubriek verzorgen. Als aandelenanalist heeft Van Geest zich geleidelijk aan verdiept in bedrijfsobligaties en is hij langzamerhand in de richting van 'credit analyst' opgeschoven. In deze rubriek analyseert hij bedrijfsobligaties alsof het aandelen zijn en gaat het dus niet over macro-economie, inflatie, staatsleningen of staatsgegarandeerde leningen.

ties zullen we nader ingaan en dan alleen de Europese en in euro's genoteerde obligaties.

## ZEVEN RATIO'S

Sinds de kredietcrisis is er een toename van bedrijfsobligatie-emissies in Europa, met name bij kleinere ondernemingen. De Verenigde Staten kennen al langer een cultuur van bedrijfsobligaties. Veel treasurers (of cfo's) van ondernemingen wil-

len meer spreiding in hun financiering. Beursgenoteerde obligaties, ter vervanging van of naast bankleningen, zijn een goed alternatief. Veelal zijn het beursgenoteerde ondernemingen die het reilen en zeilen van een beursnotering kennen.

Is een onderneming beursgenoteerd, dan is aan de koersontwikkeling van de aandelen al het nodige af te leiden voor de analyse van de obligaties. Bij Keijser Capital is een systeem ontwikkeld van ratings. Kort samengevat, wordt er naar zeven financiële ratio's gekeken:

- 1) (verwachte) rentedekking ('interest cover')
- 2) (verwachte) nettoschuld ten opzichte van het bedrijfsresultaat inclusief afschrijvingen en amortisatie (ratio nettoschuld/ebitda)
- 3) uitsplitsing van brutoschuld naar looptijd en het bedrag aan liquide middelen
- 4) verhouding eigen vermogen en brutoschuld
- 5) verhouding uitgegeven obligaties en totale brutoschuld
- 6) dividendpay-outratio (hoe lager hoe beter voor de obligatiehouder)
- 7) verhouding eigen vermogen en immateriële activa

De laatste ratio is van belang wanneer een onderneming bijvoorbeeld in het verleden veel geacquireerd heeft en daardoor veel goodwill op de balans heeft staan. Hierop kan mogelijk een afschrijving ('impairment') plaatsvinden die niet leidt tot hogere schulden maar wel tot een daling van de buffer: het eigen vermogen. Er wordt daarom vaak gekeken naar de zogenaamde 'tangible book value': het eigen vermogen na aftrek van immateriële activa.

Bij de eerste twee criteria zijn de grenzen van de (verwachte) rentedekking  $<3$  en van de ratio nettoschuld/ebitda  $>3$ . Worden deze grenzen overschreden, dan is in ieder