

Onderneming	Coupon	Koers 29-08-11	Eff. rend. (in %)	Rating S&P	Omvang (€ mln)	Denominatie (€)	ISIN-code	Rating Keijser	Aflossings- datum
AirFrance KLM	6,75%	101,98	6,28	-	700	50.000	FR0010814459	I	27-10-16
AP Moller Maersk	4,875%	104,47	3,44	-	750	1.000	XS0462887349	I	30-10-14
Borealis AG	5,375%	104,20	4,60	-	200	1.000	AT0000A0H0V3	I	30-04-17
Fraport AG	5,25%	106,25	4,42	-	800	1.000	XS0447977801	I	10-09-19
Freenet AG	7,125%	99,16	7,45	-	400	1.000	DE000A1KQXZ0	I	20-04-16
GfK AG	5,0%	103,59	4,23	-	200	1.000	XS0603643890	I	14-04-16
Heineken NV	5,0%	105,11	2,55	-	600	1.000	XS0179266753	I	04-11-13
Nyrstar	5,375%	100,00	5,37	-	525	1.000	BE6220236143	I	11-05-16
Permod Ricard	4,875%	100,38	4,94	BB+	1.200	50.000	FR0010871376	I	18-03-16
Spar Öster. Wahren	5,0%	105,27	3,22	-	200	500	AT0000A0EN38	I	18-09-14
Stada Arznei AG	4,00%	101,66	3,71	-	350	1.000	XS0503278847	I	21-04-15
UCB	5,750%	104,85	4,11	-	750	1.000	BE6000431112	I	27-11-14
Mediaset SPA	5,0%	96,14	5,84	-	300	1.000	XS0483005293	I/II	01-02-17
Sixt	4,125%	100,00	4,52	-	250	1.000	DE000A1E8V89	I/II	25-10-16
Celesio Finance BV	4,50%	97,26	5,06	-	500	1.000	XS0503554627	II	26-04-17
Lafarge SA	5,0%	91,93	8,06	BB+	500	1.000	XS0501648371	II	13-04-18
Lafarge SA	5,375%	91,02	8,43	BB+	1.000	1.000	XS0562783034	II	29-11-18
Nordex	6,375%	96,75	7,42	-	150	1.000	XS0601426538	II	04-12-16
Peugeot	5,0%	96,42	5,94	BB+	650	1.000	FR0010957282	II	28-10-16
Peugeot	8,375%	107,93	5,46	BB+	650	1.000	FR0010780452	II	15-07-14
Renault	5,625%	97,21	6,38	BB+	500	1.000	FR00108971541	II	22-03-17
Solar World	6,375%	91,49	8,95	-	150	1.000	XS0641270045	II	13-07-16
USG People*	3,0%	96,73	6,52	-	115	1.000	XS0230850389	II	18-10-13
Praktiker	5,875%	68,35	16,56	-	250	1.000	DE000A1H3JZ8	III	10-02-16
Thomas Cook	6,750%	82,03	13,52	BB-	400	50.000	XS0504303164	III	22-06-15

\*convertible

geval een verdere analyse noodzakelijk. Als een onderneming minimaal aan deze ratio's voldoet, hanteren wij een I-rating en anders een II- of III-rating, afhankelijk van de overige genoemde criteria, landenrisico's en juridische aspecten ('negative pledge', 'change of control', etc.).

### INTERESSANTE BEDRIJFSOBLIGATIES

Bijgaande tabel geeft een overzicht van vijftientig interessante Europese eurobedrijfsobligaties – 'non-investment grade' en 'not rated' – met onze ratings. Het zijn allemaal obligaties met een vaste rente en aflossingsdatum, met uitzondering van de converteerbare obligatie van USG People. Het gemiddeld gelijkgewogen rendement van deze groep obligaties is circa 6,3 procent en de gemiddelde looptijd is 4,4 jaar.

Opvallend veel ondernemingen hebben de laatste twee jaar voor het eerst beursgenoteerde obligaties uitgegeven, zoals het niet-beursgenoteerde Oostenrijkse chemische concern Borealis, en Duitse ondernemingen als de medicijnengroothandel Celesio, de telecommer Freenet (met oud-cfo van KPN, Maarten Henderson, als voorzitter van de raad van commissarissen), het marktonderzoeksbureau GfK (Growth for Knowledge) en de bouwmarkt Praktiker. Drie obligaties, van elke categorie één, zullen we nader onder de loep nemen.

**GfK** is een marktonderzoeksbureau met gezonde groei en balansverhoudingen. De verwachte nettoschuld-ebitdaratio voor eind 2011 is 1,8. De rentedekking is circa 4. De omzet is in het eerste halfjaar van 2011 gestegen met 8 procent tot 660 miljoen euro en de operationele winst met 17 procent tot 84 miljoen euro ten opzichte van een jaar geleden. De nettoschuld bedroeg eind juni 431 miljoen euro, 63 miljoen minder dan eind juni 2010. De operationele marge verbeterde ondanks toenemende concurrentie. GfK is het vierde marktonderzoeksbureau ter wereld, na bijvoorbeeld Nielsen Company. Een beter ondernemingsklimaat is een belangrijke groeifactor. De betrokken 2011-2016 € 200m 5% obligatie staat boven pari, maar het effectieve rendement is met 4,23 procent redelijk. Deze obligatie heeft een I-rating.

**USG People** is een Europees uitzendbureau met de basis in de Benelux (55% van de omzet), en verder vestigingen in Frankrijk, Duitsland en Spanje. Uitzendbureaus zijn nogal cyclisch, maar hebben ook relatief weinig vaste kosten. De nettoschuld van USG is nu 321 miljoen euro. De ebitda voor 2011 wordt getaxeerd op 130 miljoen euro en voor 2012 op 197 miljoen. Het eigen vermogen is 721 miljoen euro en de immateriële activa bedragen ruim 1 miljard euro en maken 59 procent van het balanstotaal uit en dat is fors.

Het gaat hier om de 3% fixed € 115m converteerbare 2012 obligatie. Met de looptijd van ruim een jaar (tot 18 oktober 2012) is het rendement ruim 6,5 procent: de combinatie van aflossingswinst van  $(100 - 96,73 =) 3,27$  procent en een coupon van 3 procent. Een eventuele conversie tegen aandelen is mogelijk, maar dan moet de aandelenkoers minimaal tot de conversiekoers zijn gestegen en deze is 17,40 euro. Onlangs heeft USG People een nieuwe vijfjarige kredietfaciliteit afgesloten van 700 miljoen euro, dus de aflossing volgend jaar mag geen problemen geven. Deze obligatie heeft een II-rating.

Praktiker is in een verliessituatie terechtgekomen mede door een forse afboeking, een nog niet geslaagde overname in Duitsland van Max Bahr en dalende resultaten bij de doe-het-zelfdochters in Griekenland en in een aantal Oost-Europese landen. De 5 7/8% € 150m 2011-2016 obligatie van Praktiker (rating III) is de laatste weken fors gedaald (68,35%). Voor meer offensieve portefeuilles is deze obligatie aantrekkelijk, resulterend in een effectief rendement van 16,56 procent.

Na afboekingen is het eigen vermogen gedaald van 838 miljoen euro eind 2010 naar nu 508 miljoen. Immateriële activa zijn afgenomen van 266 miljoen naar 105 miljoen euro eind juni 2011. De nettoschuld van Praktiker is per eind juni 351 miljoen euro tegen 163 miljoen eind juni vorig jaar.

**Praktiker** is behoorlijk liquide, maar in september wordt een convertible van 150 miljoen euro afgelost. Er wordt voor heel 2011 een verlies verwacht, in 2012 een "stabilisatie van het resultaat" en pas in 2013 weer winst. Eind juli is de ceo opgestapt en sindsdien worden de zaken waargenomen door de raad van commissarissen. Onlangs is bekendgemaakt dat per 1 oktober de turnaroundmanager Thomas Fox het roer overneemt. Er is natuurlijk een faillissementsrisico, zodat de onderneming in 2016 mogelijk niet (geheel) aan haar aflossingen kan voldoen, maar daar gaan we niet van uit. In geval van een faillissement zijn de aandeelhouders overigens als eersten de klos. ■

Keijser Capital handelt in de genoemde obligaties en kan hier een positie in hebben. Ook de auteur belegt daarin.