



De effecten van de kredietcrisis

Vermogensverhouding van AEX-bedrijven

In dit artikel wordt voor een select groepje grote bedrijven - die genoteerd zijn aan de Amsterdamse Effectenbeurs – nader onderzocht of de kredietcrisis de vermogensverhouding van deze bedrijven heeft aangetast. Deze bedrijven maken allen deel uit van de AEX-index. In dit artikel gaat het om de effecten van de kredietcrisis op niet-bancaire instellingen. Aan het eind van dit artikel is een lijst opgenomen van de onderzochte bedrijven. Tekst prof. dr. Oscar Couwenberg en drs. Kevin Driesen*

Voor dit onderzoek worden enkele kengetallen nader bekeken. Aan de hand van deze kengetallen kan worden geconcludeerd dat op dit moment de effecten van de kredietcrisis op de vermogensverhoudingen duidelijk te onderscheiden zijn. Met andere woorden: de financiële situatie is minder rooskleurig. Echter, de effecten zijn nog niet zó groot dat sprake is van een alarmerende verslechtering van deze vermogensverhoudingen. Gezien het feit dat dit onderzoek alleen gebaseerd kon worden op historische gegevens, met als recentste waarneming het derde kwartaal van 2008, betekent dit niet dat deze effecten in de nabije toekomst niet sterker kunnen doorwerken.

INTEREST COVERAGE RATIO

De Interest Coverage Ratio (ICR) is gedefinieerd als zijnde de verhouding tussen de interestlasten en de winst voor belastingen (EBIT – Earnings Before Interest and Taxes). De ICR geeft een indicatie of de winstgevendheid van een bedrijf zodanig is, dat zij aan haar financiële verplichtingen, in de vorm van interestlasten, kan voldoen. Een hogere ratio signaleert een gezonde winstgevendheid, een lagere ratio kan indiceren dat het bedrijf in financiële problemen is of kan komen. Ook wordt dit kengetal in de praktijk veel gebruikt om te bepalen in hoeverre de onderneming nog leningen, met de daaraan verbonden interestlasten, kan aangaan. Met een lagere ratio is deze ruimte natuurlijk minder dan wanneer de ratio hoger is. Echte duidelijke grenzen zijn er niet, zoals met meer financiële ratio's het geval is.

In figuur 1 wordt de ICR van de groep bedrijven getoond. De mediaan van de ICR schommelt in de jaren 2004 - 2007 rond de acht. In het eerst kwartaal van 2008 start een duikvlucht die met de laatste waarneming in het derde kwartaal eindigt bij een waarde van 4,4. De ICR is voor de groep bedrijven inderdaad

verslechterd, tot een niveau dat ongeveer de helft is van de periode daarvoor. Nu is een ICR van 4,4 nog niet direct reden tot zorg. Echter, gezien de daling van de ICR over de eerste drie kwartalen is het belangrijk om te volgen hoe de ratio zich de aankomende kwartalen zal ontwikkelen.

Naast deze waarneming, is het interessant te bezien hoe het enkele individuele bedrijven verging. Zo had ArcelorMittal in 2004 en 2005 een ICR van respectievelijk 24 en 25. In het derde kwartaal van 2008 zakte deze ratio tot ruim tien. Eenzelfde patroon is te zien bij Randstad. Deze onderneming had in 2007 een uitstekend jaar, mede veroorzaakt door de stand van de conjunctuur. Ultimo 2007 bedroeg de ICR voor Randstad 108. In het derde kwartaal van 2008 is deze gedaald tot krap vijf. De ICR van Unilever daarentegen is juist in 2008 sterk toegenomen. Ultimo 2004 bedroeg de ICR van deze producent van consumentenartikelen slechts vijf. In het derde kwartaal van 2008 is deze ICR verviervoudigd naar ruim 21. Van alle bedrijven in de groep had Unilever in het derde kwartaal van 2008 de hoogste ICR waarde: 21,6. Dit terwijl in de voorgaande jaren de hoogste ICR ruim boven de 30 lag (Shell 2004: 33,0; Randstad 2005: 42,4; Randstad 2006: 41,5; Randstad 2007: 108,2).

STOCK RETURN-INDEX

Het tweede kengetal is de zogenaamde stock return-index. In deze index worden de aandelenkoersveranderingen gemiddeld om te komen tot een gemiddeld rendement. Vandaar de naam stock return-index. Het gemiddelde wordt bepaald door de individuele rendementen te vermenigvuldigen met de fractie die de waarde van dat bedrijf uitmaakt in de gehele groep (de tijds-eenheid in deze analyse is op dagbasis). Zo is de marktwaarde van het eigen vermogen van ArcelorMittal vele malen groter

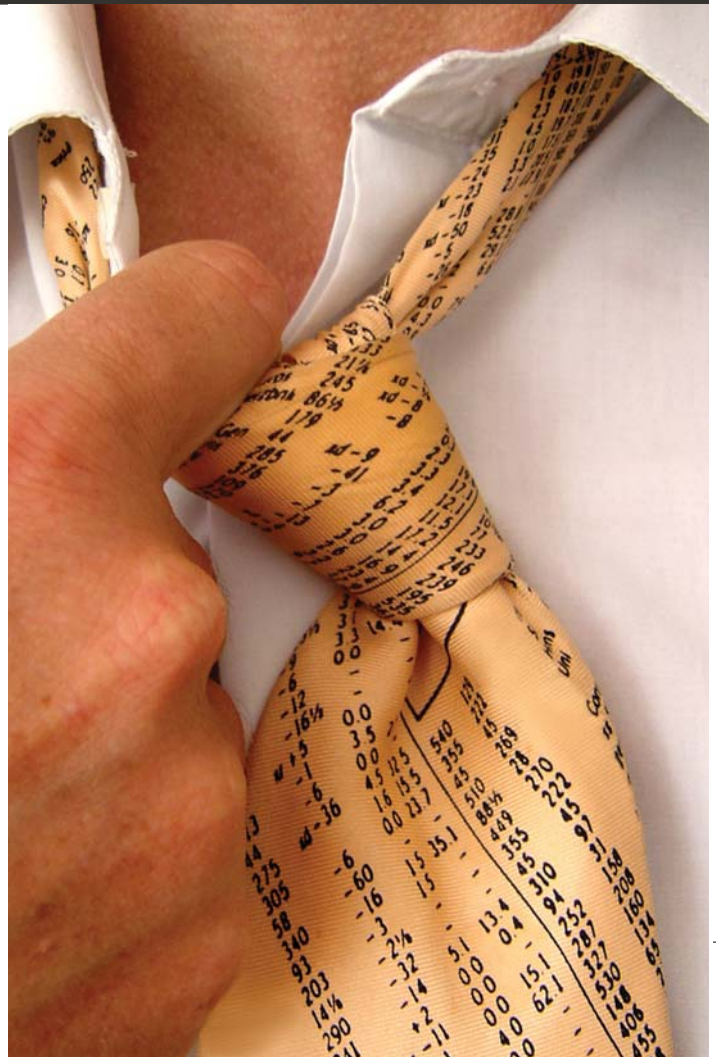


dan die van USG People.¹ Op 1 januari 2009 bedroeg de marktwaarde van het eigen vermogen van ArcelorMittal €24,6 miljard, terwijl die van USG People €600 miljoen bedroeg. ArcelorMittal maakte op 1 januari 2009 11,9 procent uit van de groep en de rendementen van dit aandeel tellen dan ook voor dit percentage mee in het gemiddelde.

Zo ontstaat een naar waarde gewogen gemiddelde. De individuele rendementen worden aangepast voor de uitkering van dividenden. Aannee hierbij is dat de uitkering van dividenden aan de aandeelhouders direct door hen worden gehéinvesteerd in het betreffende aandeel. Dit geeft een meer getrouw beeld dan uit te gaan van alleen de slotkoers van een aandeel. Vervolgens is de aanname dat deze portefeuille wordt aangehouden van het begin van 2004 tot het einde van 2008. Met andere woorden: de index geeft het cumulatieve rendement dat een belegger heeft gerealiseerd over vijf jaren, indien hij deze gewogen portefeuille van bedrijven over de gehele periode heeft bezeten.

Figuur 2 geeft deze index weer. De index van de groep bedrijven is berekend vanaf 1 januari 2004. Deze start op de waarde honderd procent. Vijf jaar later, 1 januari 2009, bedraagt het rendement 138 procent. Dit impliceert een gemiddeld jaarendement van 7,6 procent. Ruim zes maanden voor deze datum (23 juni 2008) was het rendement nog 289 procent (37,8 procent per jaar). De koersval van de groep bedrijven gezamenlijk, is met recht aanzienlijk te noemen. Ook hier laten enkele bedrijven forse uitschieters zien. Zo is de val van ArcelorMittal niet minder dan drastisch te noemen. Op 23 juni 2008 had het aandeel een cumulatief rendement geboekt dat bijna negen maal hoger was dan het startpunt op 1 januari 2004, namelijk 984,9 procent (157 procent per jaar). Echter, op 1 januari 2009 was dit rendement gedaald tot 258,6 procent. Het aandeel Philips had het punt van het hoogste rendement op 12 juli 2007, 152,99 procent, terwijl het op 1 januari 2009 sloot op een rendement van 57,7 procent.

De val in de return-index is over het laatste half jaar van 2008 inderdaad dramatisch te noemen; een val van 289 procent naar 138 procent is meer dan een halvering. Het impliceert dat de vermogensmarkt ernstige consequenties in de prijzen van aandelen heeft ingesloten. Indien wordt uitgegaan van de notie dat de vermogensmarkt toekomstige verdien capaciteit van ondernemingen waardeert, kan - met in het achterhoofd het 'dividend discountmodel' - gesteld worden dat met de kredietcrisis het niveau van verdiensten, het groeiperspectief daarvan en daaraan verbonden risico's, aanzienlijk anders wordt ingeschat dan voorheen.²



MARKTWAARDE EIGEN VERMOGEN / TOTAAL VREEMD VERMOGEN

Een derde kengetal, op basis waarvan de vermogensverhoudingen van ondernemingen kan worden beoordeeld, wordt verkregen door de marktwaarde van het eigen vermogen (ook wel: marktkapitalisatie) te delen door de nominale waarde van het vreemd vermogen. Hier is de marktwaarde van het eigen vermogen van de groep bedrijven tezamen genomen en gedeeld door de gezamenlijke omvang van het vreemd vermogen.

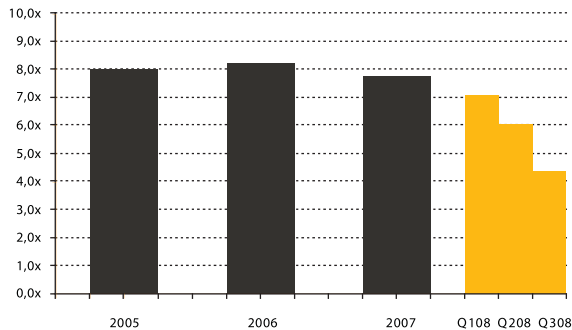
¹ Prof. dr. Oscar Couwenberg is verbonden als hoogleraar Rechtseconomie aan de Rijksuniversiteit Groningen. Daarnaast is hij directeur bij het corporate finance adviesbureau Mazars Berenschot Corporate Finance. Drs. Kevin Driesen is analist bij Mazars Berenschot Corporate Finance.

² De marktwaarde van het eigen vermogen van een onderneming wordt bepaald door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de prijs van het aandeel op een bepaald tijdstip.

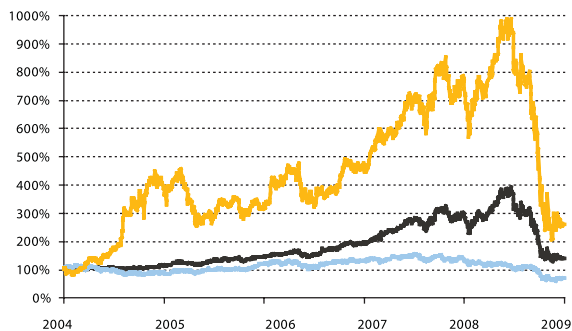
³ Het dividend discountmodel is als volgt gedefinieerd: $Div1 / (K - g)$, waarbij Div1 staat voor het verwachte dividend, K voor de kostenvoet van het eigen vermogen en g voor de groeivoet in het dividend. De gegevens, het tijdsbestek en de ruimte in dit blad maken het niet mogelijk het effect van de kredietcrisis nader uit te splitsen over deze drie onderdelen van het dividend discountmodel.



FIGUUR 1: INTEREST COVERAGE RATION



FIGUUR 2: STOCK RETURN INDEX 2004-2009



Voor zover de nominale waarde van het vreemd vermogen overeenkomt met de marktwaarde van dit vermogen, geeft deze ratio de vermogensverhouding op basis van marktwaarden.

Het uitgangspunt dat de nominale waarde gelijk is aan de marktwaarde is niet altijd houdbaar. Echter, voor dit beperkte onderzoek is deze vereenvoudiging gerechtvaardigd. In figuur 3 is deze verhouding weergegeven. Het laat zien dat de verhouding in 2005 en 2006 ongeveer gelijk is gebleven: respectievelijk 398 procent om 416 procent. Met andere woorden: de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen is gelijk aan 4:1. In 2007 nam deze verhouding zelfs toe tot 4,6:1 (463 procent). In 2008 neemt onze groep een duikvlucht. In het eerste kwartaal van 2008 is de verhouding nog in lijn met de verhouding van 2005. Echter, in het derde kwartaal zakt de verhouding naar een dieptepunt van 254 procent. Dit resultaat kan op basis van figuur 2 natuurlijk al worden vermoed, onder aanname van een gelijkblijvende omvang van het vreemd vermogen.

Figuur 3 laat zien dat de vermogensverhoudingen ten opzichte van de goede jaren 2006 en 2007 behoorlijk is teruggelopen.

Met een verhouding van 2:1 zijn de bedrijven nog steeds behoorlijk gekapitaliseerd. Ook hier geldt dat dit overzicht tot stand komt op basis van gegevens van het derde kwartaal. Recente ontwikkelingen omtrent de kredietcrisis kunnen via de marktkapitalisatie van het eigen vermogen deze waarden verder aantasten.

Naast de waarneming van de mediaan zijn ontwikkelingen in deze verhouding van enkele individuele bedrijven interessant. Zo is het patroon van een dalende verhouding van de marktwaarde van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen niet terug te zien bij Ahold. De Zaanse kruidenier heeft de afgelopen jaren aanzienlijk op haar leningen afgelost (van €7,0 miljard in 2005 naar €4,5 miljard in het derde kwartaal van 2008). Over dezelfde periode schommelde de marktkapitalisatie van Ahold tussen de €9 miljard en €12 miljard. Dit heeft tot gevolg dat de verhouding aanzienlijk toenam; van 139 procent in 2005 naar 216 procent in het derde kwartaal van 2008. Daarentegen verslechterde de verhouding in de marktwaarde van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen bij BAM en USG People. Beide bedrijven zijn conjunctuurgevoelig en dit heeft consequenties voor hun vermogensverhoudingen in deze tijden. De verhouding daalde in het derde kwartaal van 2008 tot 51 procent voor BAM en 92 procent voor USG People. De andere bedrijven in de groep wisten de verhouding (ruim) boven de 100 procent te houden.

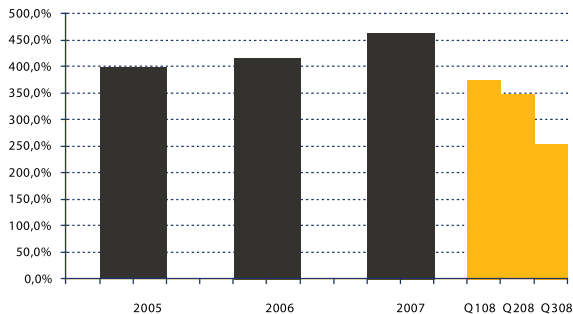
TOTAAL VREEMD VERMOGEN

Naast een analyse van de waarde van het eigen vermogen, is in dit beknopte onderzoek over vermogensverhoudingen ook de ontwikkeling van het vreemd vermogen bezien. De totale waarde van het (nominale) vreemd vermogen van de groep bedrijven bedroeg op 1 januari 2005 €64,7 miljard. Ultimo 2007 was de waarde van het vreemd vermogen toegenomen tot €83,3 miljard. Dit betekent een jaarlijkse groei van circa negen procent. In de eerste drie kwartalen van 2008 is de nominale waarde van het vreemd vermogen van onze groep toegenomen tot een niveau van €102,5 miljard: een stijging van 23 procent.

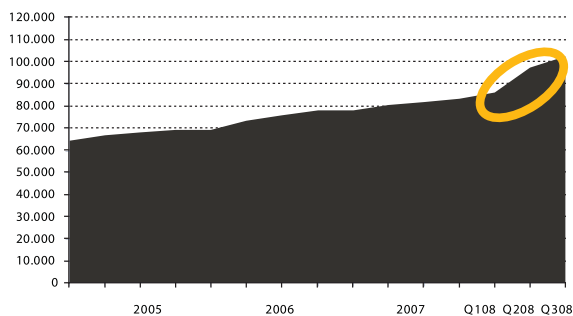
Als deze ontwikkeling zich ook zou doorzetten in het laatste kwartaal van 2008, impliceert dit een jaarlijkse groei van 32 procent. Dit is te vergelijken met een gemiddelde jaarlijkse groei van de afgelopen drie jaren van 9 procent. Deze ontwikkeling is, juist in een groep waar de bancaire sector is uitgesloten, opvallend te noemen. De stijging van het vreemd vermogen is voornamelijk toe te schrijven aan de bedrijven ArcelorMittal, BAM,



FIGUUR 3: MARKETCAP / TOTAL DEBT



FIGUUR 4: TOTAL DEBT



Corio, DSM, Heineken, Randstad, SBM en Unilever. Figuur 4 geeft de totale groei van de nominale waarde van het vreemd vermogen van onze groep weer.

CONCLUSIE

Aan de hand van vier kengetallen is in dit artikel ingegaan op de vermogensverhoudingen van 19 bedrijven die deel uit maken van de AEX-index. Bancaire instellingen zijn hierbij uitgesloten. Het moge duidelijk zijn dat deze instellingen, al dan niet de veroorzaker van de crisis, sterk de nadelen ondervinden van de huidige economische ontwikkelingen. Door middel van een analyse van de kengetallen ICR, stock return-index, marktkapitalisatie ten opzichte van vreemd vermogen en de ontwikkeling van de nominale waarde van het vreemd vermogen, kan worden geconcludeerd dat op dit moment de effecten van de kredietcrisis inderdaad duidelijk te onderscheiden zijn.

De effecten van de crisis zijn terug te zien in de ICR ratio, de stock return-index, de verhouding marktwaarde van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen en de groei

in het totaal uitstaande vreemd vermogen. Deze kengetallen laten een aanzienlijke daling zien vanaf het tweede kwartaal 2008. Echter, de financiële situatie mag dan aanzienlijk minder rooskleurig zijn, deze is nog niet alarmerend. Gezien het ontbreken van de financiële cijfers over het laatste kwartaal van 2008 op het moment van het schrijven van dit artikel, is het niet mogelijk een meer actuele stand van zaken te geven. Met het verdiepen van de economische neergang ligt het voor de hand om te verwachten dat de vermogensverhoudingen verder onder druk zullen komen te staan. De komende tijd zal leren of de geanalyseerde bedrijven voldoende recessiebestendig zijn. ■

mbcf.
corporate finance

Bedrijven die wij hebben onderzocht in dit artikel:

| | |
|---------------------------------|-----------------------|
| Koninklijke Ahold N.V. | Akzo Nobel N.V. |
| Arcelormittal | Asml Holding N.V. |
| Koninklijke BAM Groep N.V. | Corio N.V. |
| Koninklijke DSM | Fugro N.V. |
| Heineken N.V. | Koninklijke KPN N.V. |
| Koninklijke Philips Electronics | Randstad Holding N.V. |
| Royal Dutch Shell | SBM Offshore N.V. |
| TNT N.V. | Unilever N.V. |
| USG People N.V. | Wereldhave N.V. |
| Wolters Kluwer N.V. | |