

## Gedegen sparen met Getronics?

Wie een veilige haven zoekt voor de koerswinsten op aandelen de afgelopen tijd, hoeft zich niet te per se te beperken tot een internet spaarrekening. Ondanks dat er geen 'free lunches' bestaan, loont enig spuurwerk wellicht de moeite. Of het extra rendement echt risicoloos behaald kan worden, hangt natuurlijk van ieders persoonlijke inschatting af.

Een mogelijk alternatief voor de altijd wat saaie spaarrekening is misschien de 6,198% obligatielening van Getronics 1999-2008. Deze lening vloeit voort uit het accord dat de (voormalige) converteerbare obligatiehouders getronics, die oorspronkelijk in 2004 en 2005 zouden aflopen, sloten met de vennootschap. Naast een terugbetaling van ruim 60% van de hoofdsom kregen zij dit hoogrentende papier in handen. De 13% effectieve rentevergoeding was een adequate compensatie voor het grote risico dat aan de schuld van dit veelgeplaagde papier kleefde. Bovendien leverden obligatiehouders hun conversierecht in. Dat bleek ook uit de koersvorming want na introductie van de lening noteerde die lange tijd nog onder de aflossingswaarde. Terwijl de rentevergoeding toch bijna drie keer zo hoog lag als de marktrente!

De koers en het effectieve rendement van de obligatie is trouwens een van de bronnen van verwarring. Mijns inziens overigens ook de reden dat veel beleggers het papier links laten liggen. Terwijl om technische reden de nominale waarde op 1000 euro is gesteld, bedraagt de terugbetalingsverplichting per obligatie 480,58 euro. De koers is op dit moment 49,30%. Als een obligatie optisch ver onder pari (100%) noteert, denken beleggers dat het bedrijf betalingsproblemen heeft. Maar de koers van 49,30% moet U relateren aan de aflossingswaarde van 48,058%. Een simpele rekensom leert dus dat de obligatie in gangbare termen nu 102,58% (=  $49,30/48,058$ ) noteert.

Aangezien het bedrijf naar eigen zeggen operationeel beter draait, lijken de kansen voor de schuldeisers te keren. Een hoge risicopremie op de lening is niet meer nodig. Gegeven het renteverskil tussen de Getronics-lening en de marktrente zou een koers ver boven pari in de rede liggen. Er schuilt echter een addertje onder het gras. Getronics heeft bedongen dat zij op elke rentebetalingdatum (per kwartaal, voor het eerst op 31/3/2004) de lening in zijn geheel mag aflossen. Waar de markt het bedrijf daartoe in eerste instantie niet in staat achtte, lijkt die kans inmiddels levensgroot aanwezig. Naast desinvesteringen en een verbeterende kasstroom wist men immers ook nog een converteerbare obligatielening te plaatsen bij institutionele beleggers tegen een lage rente. Getronics heeft zelf aangegeven de opbrengsten hiervan te gebruiken voor de herfinanciering van duurdere uitstaande leningen. Welke lening is dan beter geschikt voor vervroegde aflossing dan die we hier bespreken?

Niet alleen het wanbetalingsrisico op de obligatielening 1998-2008 lijkt daarmee gereduceerd ook de kans van een volledige versnelde terugbetaling komt dan snel dichterbij. Wat levert een investering in deze obligatie dan op indien we uitgaan van een aflossing per 31/3/2004? De vijf maanden rente die nog reteren zijn goed voor een bedrag van circa 26 euro per obligatie. Uitgaande van een aankoop op 49,40% ofwel 494 euro (inclusief kosten) moet daarop een koersverlies van 13,42 euro in mindering worden gebracht. Er wordt immers afgelost op 48,058% ofwel 480,58. Per saldo resteert dan een winst van 12,83 per obligatie. Op een investering van 494 bedraagt dit 2,6% en op jaarbasis is het rendement dan 6,24%. Altijd nog het dubbele van het traditionele spaarbankboekje.

Als we de hectiek en de koersvorming van de Getronics-obligatie in de eerste helft van dit jaar bekijken dan lijkt het bizar om het als een solide belegging te beschouwen. Twee kanttekening dan ook nog tot slot. Mocht de terugbetaling op een later tijdstip plaatsvinden dan wordt het rendement in principe zelfs nog aantrekkelijker. De hoge rentevergoeding wordt over een langer tijdvak genoten en het koersverlies spreiden we ook over een langere periode. Een precies effectief rendement valt niet te berekenen omdat er vanaf maart 2004 ook verplicht gedeeltelijk wordt afgelost. Maar als de latere

terugbetaling het gevolg zou zijn van operationele tegenvallers, acquisities of investeringen dan neemt het risico voor de schuldenaar weer toe ... en heb ik met terugwerkende kracht spijt deze column ooit te hebben geschreven.