

Econostrics

Het jaareinde is een goed moment om zowel terug als vooruit te kijken.

Een aantal columnisten heeft hun toekomstvisie vertaald in een voorspelling voor de AEX per ultimo 2004. Ik houd het bij de verwachting dat 2004 voor Econosto-obligatiehouders een 'Getronics'-jaar wordt.

Eerst even iets over de modaliteiten van deze converteerbare obligatielening van Econosto. De aflossingswaarde bedraagt 385,05 euro. De koers van 23,45% gaat echter om technische redenen over de nominale waarde van 1000 euro. De prijs van de obligatie is dus nu circa 235 euro en levert een couponrendement van circa 10% op. Met een looptijd tot uiterlijk 2010 (periodieke aflossingen vanaf 2007, steeds 25% van de hoofdsom) laat zich zelfs een effectief rendement berekenen van meer dan 20% per jaar. Gemakshalve laat ik eventuele conversiewinst buiten beschouwing. (De conversiekoers van 4 euro, bij een aandelenprijs van 1,20 euro is daarvoor de belangrijkste reden).

Het zou natuurlijk naïef zijn om te denken dat bij een effectief rendement van meer dan 20% geen extra risico's horen. Wij kunnen er zo een aantal opsommen. De solvabiliteit bedraagt volgens laatst bekende gegevens minder dan 10%, een direct gevolg van zware operationele verliezen en mislukte overnameplannen. Er is nauwelijks sprake van diversificatie en de activiteit is conjunctuurgevoelig. De onderneming ligt aan het infuus bij de banken, kent gespannen verhoudingen tussen aandeelhouders en wist dit jaar ternauwernood een surceance te voorkomen door een accoord te sluiten met obligatiehouders. Bovendien heeft de onderneming veel weg van een duiventil want zowel een pas benoemde CFO als een commissaris vertrok plotsklaps.

Tot zover het slechte nieuws. Er gloort echter hoop. De onderneming is zich in hoog tempo aan het herpositioneren. Niet alleen worden alle kapitaalintensieve productie-activiteiten afgestoten, ook vindt er een sterkere focus plaats op een aantal landen. Als gevolg daarvan zijn bijvoorbeeld deze maand de activiteiten in Engeland en Singapore aan het lokale management verkocht. Bovendien is de belangrijkste 'bleeder', het Franse Malbrancque, begin dit jaar gesloten. De operationele verbeteringen vertalen zich in een betere balanspositie en met zwarte inkt geschreven resultaten in de nabije toekomst.

De aantrekkelijkheid van de lening schuilt echter in een bepalingen die het gevolg zijn van de in augustus 2003 gesloten overeenkomst met obligatiehouders die we ook terugvinden in de zogenoemde Trustakte. In ruil voor de verlenging van de obligatielening wisten zij een aantal concessies af te dwingen/ te behouden die sneller dan verwacht actueel beginnen te worden.

Allereerst is er de toezegging van de vennootschap om 'zo mogelijk' de obligatielening vervroegd af te lossen. Nu is dat natuurlijk een redelijk vaag begrip, dat we in het geval van Econosto echter makkelijk handen en voeten kunnen geven. Door de onderhandelingen met de obligatiehouders heeft de vennootschap namelijk inzicht moeten geven in de financiële (bancaire) relaties en die informatie komt nu goed van pas. Op de obligatiehoudersvergadering van 17 april 2003 is aangegeven dat de (toenmalige) bankschuld van circa 67,5 miljoen euro, in stappen teruggebracht moest worden naar 45 miljoen euro. In oktober van dit jaar heeft Econosto zelf gepubliceerd dat 'recent overeenstemming is bereikt over de afbouw van de bestaande faciliteit binnen het kader zoals dit eerder werd gecommuniceerd'. De trading update, nu ruim een week geleden, gaf als klap op de vuurpijl aan dat naar verwachting ultimo 2003 de bankschuld zal zijn teruggebracht naar 53 miljoen euro. Nog altijd boven de norm dus maar als we een jaartje vooruit kijken, zien we waarschijnlijk een heel andere situatie. Naast een verwachte operationele winstgevendheid in 2004, staan er dat jaar ook nog diverse desinvesteringen op de rol en wordt voortgegaan met de werkkapitaalbeheersing. Het is dus niet denkbeeldig dat reeds volgend jaar er ruimte zal zijn voor het doen van (gedeeltelijke) vervroegde aflossingen. Hoe dit technisch in zijn werk zal

gaan (de onderneming zou bijvoorbeeld ook op de markt obligaties kunnen inkopen), is niet bekend maar dat een dergelijk signaal de koers van obligatie ten goede zal komen, staat wel vast.

Daarnaast biedt een andere bepaling in de trustakte hoop voor obligatiehouders. Indien de onderneming er namelijk toe overgaat een substantieel deel van haar activa te vervreemden of een belangrijk deel van haar activiteiten afstoot dan is de gehele converteerbare obligatielening vervroegd opeisbaar. Dit juridisch breekijzer, dat ik ruim een jaar geleden voor het voetlicht haalde bij Getronics, en de schuldeisers geen windeieren heeft gelegd, kan ook bij Econosto goed van pas komen. Nu staan er in de trustakte van Econosto (in tegenstelling tot die van Getronics) helaas geen kwantitatieve criteria die de bedoelde begrippen invullen. Echter als we bedenken dat Econosto met name de productieactiviteiten afstoot (activiteiten) en onroerend goed desinvesteert (activa) en we zien de reductie van het personeelsbestand dan lijkt het moeilijk verdedigbaar dat de onderneming waaraan de obligatiehouders oorspronkelijk hun geld leenden dezelfde is als het huidige bedrijf.

Ik denk ook niet dat de onderneming het op juridische procedures laat aankomen. Haar blazen is al te veel besmet door aandeelhouders die in oktober 2002 rollend over straat gingen en het in gebreke blijven tegenover obligatiehouders eerder dit jaar. Nee, het ligt meer voor de hand dat onder druk van een eensgezind platform van obligatiehouders het bedrijf in een dergelijk geval eieren voor haar geld zal kiezen. Tot 2007 wachten op de eerste aflossing is er dan niet meer bij. Mocht deze voorspelling uitkomen dan zult U begrijpen dat het voor Econosto-obligatiehouders weinig uitmaakt of de AEX per ultimo 2004 op 220 (van Dongen) of 380 (van Zeijl) staat.