

Het jaarverslag: Wat willen beleggers?

Martijn Bos

Senior credit analyst - Robeco Fixed Income

Seminar 'Het jaarverslag: rode oortjes of papierbak?'



Amsterdam, 2 juni 2010

Agenda

1. Kredietanalyse bij Robeco
2. Bronnen
3. Voldoen bedrijven zelf aan informatiebehoefte?
4. Aandachtspunten financieel verslag
5. Ruimte voor verbetering in de jaarrekening
6. Stellingen

1. Kredietanalyse bij Robeco

- Analyse is voor intern gebruik
 - EUR 2 miljard high yield obligaties
 - EUR 14 miljard investment grade obligaties

- 9 analisten (+ 5 portfolio managers)

- 10 dagen analyse per bedrijf

1. Kredietanalyse bij Robeco

1 Business

- Bedrijfsactiviteiten
- Markten

2 Sustainability

3 Strategie

- Aandeelhouders
- 'Operations'
- Kapitaalstructuur

4 Financiële positie

- Verleden
- Prognose

5 Groepsstructuur

6 Third party views

7 Conclusie

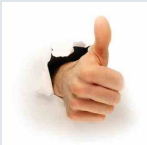
2. Bronnen: het bedrijf zelf

Geschreven bronnen

- Jaarverslag, kwartaalverslag
- Prospectus obligatie/emissie
- 'Factbook'



Investor relations team



'Investor days'

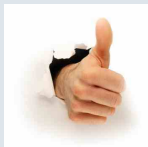


Persberichten met 'kerncijfers'

2. Bronnen: het bedrijf zelf (vervolg)

One-on-one bedrijfsbezoeken in 2010

- Ardagh Glass
- Crown Cork
- Fondel
- Nalco
- Stora Enso



2 juni 2010



Martijn Bos

6 / 13

2. Bronnen: overige

- Concurrent
- 3rd party views: rating agencies

STANDARD
& POOR'S

MOODY'S

Fitch

- 3rd party views: investment banks & onafhankelijke research



CreditSights

...



WIKIPEDIA
The Free Encyclopedia

3. Voldoen bedrijven zelf aan informatiebehoefte?




1 Business

-  – Bedrijfsactiviteiten
-  – Markten



2 Sustainability



3 Strategie

-  – Aandeelhouders
-  – 'Operations'
-  – Kapitaalstructuur

4 Financiële positie

-  – Verleden
-  – Prognose

5 Groepsstructuur



6 Third party views

7 Conclusie

Onduidelijkheid => conservatieve aannames

4. Aandachtspunten financieel verslag

- Cash flow
- Alle schuld
- ‘Exceptionals’
- Private equity shareholders
- Business segment ‘Other’
- ‘Other income’
- Friehling & Horowitz
- Trading books
- Hedge results
- Joint ventures

5. Ruimte voor verbetering in de jaarrekening

Hedge resultaten

- Hebben hedge resultaten betrekking op activiteiten of de kapitaalstructuur?
- 'Recurring'?

Balans

Bezittingen		Verplichtingen	
Overige bezittingen		Overige schuld	
		Rentedragende schuld	
		Eigen vermogen	
Kas			
Totaal		Totaal	

Legenda

Activiteiten



Kapitaalstructuur



Onduidelijkheid => conservatieve aannames

5. Ruimte voor verbetering in de jaarrekening

Geconsolideerde dochterondernemingen, die niet volledig in bezit zijn.

Voorbeeld: maak van EUR 100 mln kas EUR 200 mln kas.

HoldCo1	Activa		Passiva	
	Overige activa	300	Rentedragende schuld	200
			Eigen vermogen	200
			Belang derden	0
	Kas	100	Groepsvermogen	200
		<u>400</u>		<u>400</u>

HoldCo1 stort EUR 100 mln en een derde EUR 99,5 mln in een lege BV 'Sub'.

Sub	Activa		Passiva	
	Kas	200	Eigen vermogen	200
		<u>200</u>		<u>200</u>

HoldCo1 claimt control over Sub.

HoldCo1	Activa		Passiva	
	Overige activa	300	Rentedragende schuld	200
			Eigen vermogen	200
			Belang derden	100
	Kas	200	Groepsvermogen	300
		<u>500</u>		<u>500</u>



'Belang derden' van EUR 100 mln geeft onvoldoende informatie.

5. Ruimte voor verbetering in de jaarrekening

UnclearCo	
Volledige consolidatie	
300	Rentedragende schuld
100	EBITDA
3.0x	Leverage

Noot: UnclearCo controleert een 51% belang in '51%Sub'

Is UnclearCo Sterk?

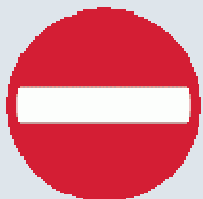
UnclearCo 'Sterk'

	UnclearCo, ex 51%Sub	51%Sub	Proportioneel
Rentedragende schuld	0	300	150
EBITDA	100	0	100
Leverage			1.5x

of zwak?

UnclearCo 'Zwak'

	UnclearCo, ex 51%Sub	51%Sub	Proportioneel
Rentedragende schuld	300	0	300
EBITDA	0	100	50
Leverage			6.0x



Toelichting in jaarverslag is onvoldoende om te achterhalen wat de proportionele leverage is.

6. Stellingen

- 1. Hedge accounting lijkt meer op verantwoordeden dan uitleggen**
- 2. 'Proportionele consolidatie' geeft beter inzicht dan 'volledige consolidatie'**