

You be sad

Wijs geworden door de heftige reacties op mijn column over onze nationale beurslieveling Versatel (Graaithatha), richt ik mijn pijlen deze keer eens op onze zuiderburen. Aan Euronext Brussel staat namelijk een bedrijf genoteerd met de naam Ubizen (spreek uit joe-bie-zen). Het is actief op de markt voor beveiligingstoepassingen en heeft altijd de fantasie van de beleggers geprikkeld. Het opereert in een groeimarkt (e-business) en van tijd tot tijd doemen overnamespeculaties op. Ook relaties hebben mij dit aandeel weleens onder de aandacht gebracht. De uitdrukkelijke kanttekening dat het koersverloop volatiel is, deed mij besluiten het aandeel links te laten liggen.

Twee weken geleden schrikt het bedrijf de beurs op met een fors hoger verlies in het vierde (laatste) kwartaal van het gebroken boekjaar 2002/2003. Het resultaat bedroeg maar liefst 33 miljoen euro negatief (0,93 eurocent per aandeel): een ruime verdrievoudiging ten opzichte van het kwartaal daarvoor. De koersreactie was navenant. In enkele dagen halveerde de koers van 1,50 euro naar 0,75 euro. Opluchting maakte zich van mij meester (weer een individuele crash gemist) en mijn aangeboren luiheid zorgde voor de rest: de cijfers heb ik niet nader bestudeerd.

Wie schetst mijn verbazing toen afgelopen vrijdag een persbericht verscheen. Een consortium van investeerders maakte bekend een bod te overwegen en daarvoor exclusieve onderhandelingen te hebben geopend met een aantal grootaandeelhouders. Onder hen bevond zich de oprichter en huidige CEO Stijn Bijmens. Hoewel het nog niet zeker is dat er daadwerkelijk een bod zou worden uitgebracht, werd wel duidelijk dat een eventueel bod 95 eurocent per aandeel zou bedragen. Aandeelhouders, die gezamenlijk goed zijn voor 36% van het uitstaande kapitaal, hebben reeds toegezegd tegen de voornoemde prijs hun aandelen aan te bieden.

De merkwaardige timing was voor mij aanleiding de laatste kwartaalcijfers nog eens goed te bekijken. Die bleken helemaal niet zo dramatisch te zijn. Van de 33 miljoen bleek maar liefst circa 29 miljoen een papieren achtergrond te hebben. Zo was er een impairment van goodwill van maar liefst 20 miljoen terwijl een boekverlies op desinvesteringen de resterende 9 miljoen voor haar rekening nam. Kijken we naar het operationele bedrijfsresultaat dan is het beeld nog helderder. De trendmatige verbetering van de operatie blijkt uit een daling van het verlies van 9,3 naar 2,2 miljoen euro. Op zich was het ook opvallend dat de kwartaalcijfers niet door de accountant waren gecontroleerd. Toch niet onbelangrijk als je 85% van je goodwill ineens afboekt. Maar kwartaalcijfers worden toch nooit gecontroleerd door de account, zo merkt de pientere lezer op. In principe juist maar we hebben het hier over het vierde kwartaal, dus ook onder het gepresenteerde jaarresultaat staat nog geen handtekening van de controleur.

Alles lijkt erop dat we weer een gevalletje doorgestoken kaart bij de kop hebben. De contacten over een mogelijk bod dateren niet van gisteren. Wat is er voor een bieder nou niet leuker dan een 'gemaakt slecht' bericht. De impairment van goodwill ziet toe op verwachte toekomstige over(rendementen) en aangezien niemand in de toekomst kan kijken, is ook niemand in staat de door de bedrijfsleiding voorgestelde afboeking fundamenteel te bestrijden.

De negatieve koersreactie ten tijde van het bekendmaken van dit papieren verlies, bewijst nog maar eens dat beleggers absoluut niet in staat zijn door verslaggevingsgrappen van bedrijven heen te kijken. Dat grootaandeelhouders zelf op het bod ingaan zegt in dit geval ook niet zoveel. Omdat de uiteindelijke constructie nog niet bekend is, kan niet worden vastgesteld of zij op andere wijze profiteren van de toekomstige groei van het bedrijf.

Het bod en de hoogte ervan lijken ridicuul. Weliswaar is het bedrijf verliesgevend maar er is een trendmatige verbetering zichtbaar. De intrinsieke waarde komt uit op ruim 30 eurocent per aandeel maar de belangrijkste bezitting is men vergeten op de balans op te nemen. Dat is het fiscaal compensabel verlies ten bedrag van 157 miljoen euro. Uitgaande van het huidige tarief van de vennootschapsbelasting - en onbeperkte verrekenbaarheid zoals in Nederland - is de waarde 1,75 euro per aandeel! Dat beleggers internationaal dezelfde verontwaardiging tonen, kunt U zelf vast stellen door op het Belgische 'broertje' van de IEX te kijken (www.cash.be/forum). Het is overigens wel duidelijk dat het bedrijf een kapitaalinjectie nodig heeft. Dan ligt het in de rede eerst bij de aandeelhouders aan te kloppen, die het bedrijf tenslotte tot nu toe door dik en dun hebben gesteund. Men kiest echter uit eigenbelang voor een andere route. Van de commotie gebruik maken door het bedrijf voor een grijpstuiver van de beurs te halen, het vervolgens van nieuw bloed te voorzien om er

zelf van te profiteren.

Het koersverloop na aankondiging van het voornemen tot het uitbrengen van een bod verloopt zoals geschetst in mijn column 'Gratis geld'. Arbitrageanten proberen een buitengewoon rendement te scoren door op voorhand de stukken uit de markt te nemen tegen een discount van een paar procent. De slotkoers was afgelopen vrijdag 91 eurocent. Toch lijkt er meer in te zitten. Indien de markt zich realiseert dat het verlies in het laatste kwartaal geflatteerd is en de balanspositie veel positiever is dan nu getoond, zullen belegger de kont tegen de krib gooien. Ook bij onze zuiderburen geldt immers de regel dat een bidder 95% van de aandelen moet hebben om een delisting te realiseren. Het kan een spannende strijd worden.