

BLIJFT

AANMODDEREN?

De nieuwe topman Erik Engström van Elsevier moet de haperende ombouw van een ouderwetse uitgever in een leverancier van digitale data voltooien. Geen makkelijke taak. TEKST: JASPER JANSEN EN ERROL KEYNER

Het rommelt binnen Reed Elsevier. Slechts acht maanden na zijn aantreden als bestuursvoorzitter werd in 2009 outsider Ian Smith de laan uitgestuurd. Hij werd vervangen door Erik Engström die uit eigen kweek komt. Het lijkt niet onwaarschijnlijk dat de opgeblazen post immateriële activa (inclusief goodwill) op de balans van de uitgever beide heren uit hun slaap heeft gehouden.

Grote boosdoener is de in september 2008 duur betaalde overname van Choicepoint (leverancier van risico-informatie voor verzekeraars) voor 2,8 miljard euro. Ruimschoots de helft van de overname-som bestond uit immateriële activa en de rest grotendeels uit goodwill – kort gezegd het verschil tussen de overnameprijs en de marktwaarde van de overgenomen activa. Midden 2009 was de met ‘zachte’ activa gevulde post opgeblazen tot 9,3 miljard euro. Het eigen vermogen stak daar met 0,7 miljard euro schraal bij af.

Ook de operationele winst in verhouding tot de nettoschuldpositie (rentedragende schulden minus cashgeld) barstte met een ratio van 4,3 uit zijn voegen. Het laatste (aandeelhoudersonvriendelijke) wapenfeit van voorganger Ian Smith – een verwaterende emissie van 1 miljard euro net een maand na de tweede kwartaalcijfers – was

dan eigenlijk ook niet zo vreemd. Toch waren beleggers teleurgesteld. Het aandeel zakte met 15 procent als een pudding in elkaar.

MATIG RENDERENDE BYTES

Met iets meer vlees op de botten (solvabiliteit 13 procent) blijft de grootste uitdaging

van Engström overeind: de transformatie van Reed Elsevier van een breed gepositioneerde uitgever (publieksbladen, boeken, wetenschappelijke tijdschriften) in een leverancier van hoogwaardige digitale informatie. Zelfs de meest optimistische analist zal van mening zijn dat de toekomst van ‘oude media’-bedrijven er een is van terug-

ZIJN REED ELSEVIER'S IMMATERIËLE ACTIVA MATERIEEL?

Het is niet verwonderlijk dat een informatieconcern een dikke post immateriële activa op de balans heeft. Bij Reed Elsevier staat de post echter nauwelijks meer in verhouding tot het eigen vermogen. Worden bij het berekenen van de solvabiliteit de immateriële activa van het eigen vermogen afgetrokken, dan wordt de al magere solvabiliteit sterk negatief.

(bedragen in € mrd.)	2004	2005	2006	2007	2008	09Q2
Immateriële activa*	7,7	8,8	7,9	6,2	9,6	9,3
Eigen vermogen	2,4	2,9	2,9	4,0	1,0	0,7
Balanstotaal	11,2	13,3	12,7	7,3	10,6	12,4
Solvabiliteit**	21%	22%	23%	56%	9%	6%
Gecorrigeerde solvabiliteit	-47%	-44%	-39%	-29%	-81%	-69%
Operationeel resultaat***	1,1	1,225	1,294	1,296	1,135	n.n.b.
Nettoschuld	3,6	4,2	3,7	0,9	5,9	6,4
Nettoschuld/op. resultaat	3,2	3,4	2,9	0,7	5,2	

* Combinatie goodwill en intangible assets ** In 2007 is het eigen vermogen relatief hoog en de nettoschuld laag door de verkoop van Harcourt, midden 2007 *** Op jaarbasis niet bekend.