

## OPKOPER VERSUS PROOI: WIE VERKLAART DE VERSCHILLEN?

Equity One een eerste bod. De emissie werd opgeschort.

Door afwaarderingen en de opgeschorte claimemissie bedroeg de solvabiliteit eind 2009 slechts 15 procent. Als het bod geen doorgang vindt en de solvabiliteit zou moeten worden opgetrokken tot ongeveer 45 procent – zo'n beetje de huidige minimale standaard in de vastgoedsector – zou er 180 miljoen dollar opgehaald moeten worden bij beleggers. Dit betekent ruwweg een verdrievoudiging van het aantal uitstaande aandelen. Aandeelhouders moeten dus kiezen tussen twee kwaden: ofwel een overname op een erbarmelijk moment in de vastgoedcyclus, ofwel een sterk verwaterende claimemissie.

### MAGER BOD

Is het bod gezien de erbarmelijke omstandigheden dan 'fair'? MultiQuest, een rebellerende minderheidsaandeelhouder, vindt het in elk geval te mager en beschuldigt topman Dane ervan de koers (met opzet) te hebben gedrukt. Op 2 november vorig jaar liet Dim zijn vastgoed een keer extra taxeren in verband met de voorgenomen claimemissie. Plots bleek het vastgoed 30 miljoen dollar minder waard. Voor sceptici een wel heel toevallige afboeking, zo net drie weken voor het indicatieve bod. De afboeking is bovendien opmerkelijk omdat de bezettingsgraad zich (weer) in een opwaartse trend lijkt te begeven. Dim's bezettingsgraad steeg van 91,1 procent in september tot 92,1 procent eind december. Deze stijgende trend moet voor de (externe) taxateurs toen al duidelijk zijn geweest.

Daarbij valt nog iets bijzonders op. Equity One opereert in dezelfde markten (winkelcentra), in hetzelfde gebied (zuidoosten van de Verenigde Staten) in dezelfde tijd (moeilijk). Maar Dim's portefeuille is kwalitatief beter dan die van Equity One, zo heeft Dane herhaaldelijk laten weten. Dat blijkt ook wel bij de vergelijking van de bezettingsgraad van beide fondsen: Dim's winkelcentra zitten zonder uitzondering voller. Het is dan ook vreemd dat Equity One in de afgelopen twee jaar zo veel minder heeft afgeboekt dan Dim.

Door de vele afboekingen is Dim's intrinsieke waarde per aandeel op basis van IFRS in de afgelopen jaren nog nooit zo laag geweest. Het bod van 7,30 dollar geeft een premie van 20 procent op die intrinsieke waarde en dat is tegen die achtergrond wel

DIM VASTGOED					
boekjaar	2005	2006	2007	2008	2009
beurskoers ultimo (\$)	21,30	18,90	18,65	7,90	7,12
bezettingsgraad	93,5%	96,9%	96,3%	92,7%	92,1%
herwaarderingen (\$ mln)	11,8	12,1	18,4	-51,2	-80,9
eigen vermogen (\$ mln)	123,9	128,7	134,0	97,9	49,7
balanstotaal (\$ mln)	397,2	422,8	458,0	410,5	332,1
solvabiliteit	31%	30%	29%	24%	15%
intrinsieke waarde p.a. IFRS (\$)	16,80	16,40	16,81	11,91	6,05
dividend (\$)	1,20	1,57	1,54	geen	geen
EQUITY ONE					
boekjaar	2005	2006	2007	2008	2009*
beurskoers ultimo (\$)	22,07	26,66	23,03	17,7	16,17
bezettingsgraad	93,0%	95,0%	93,2%	92,1%	90,1%
herwaarderingen (\$ mln)	0,0	0,0	-0,4	-37,5	0,0
eigen vermogen (\$ mln)	974,2	926,7	916,9	910,5	1097,5
balanstotaal (\$ mln)	2.052,0	2.069,8	2.174,4	2.036,3	2.298,5
solvabiliteit	47%	45%	42%	45%	48%
intrinsieke waarde p.a. IFRS (\$)	12,9	12,8	12,5	11,9	12,8
dividend (\$)	1,17	2,2	1,2	1,2	1,12

\*op basis van derdekwartaalcijfers 2009 (behalve beurskoers). Jaarcijfers worden vrijdag 5 maart gepubliceerd.

heel schamel. Op basis van Nederlandse boekhoudregels, die minder dan IFRS gestoeld zijn op marktwaarde, is de intrinsieke waarde per aandeel 7,58 dollar. Langs die maatstaf is het bod dus zelfs lager.

Equity One is de 'one and only' spekkoper in dit verhaal. Ongeveer een jaar geleden, nota bene op het hoogtepunt van de crisis, nam Equity One een belang van 24 procent in Dim over van Homburg en betaalde toen nog ongeveer 11 dollar per aandeel. Ook in dat licht is het merkwaardig dat het Dim-bestuur genoeg neemt met 7,30 dollar. In 2007 was Equity One zelfs bereid 21,50 dollar te betalen voor een aandeel Dim, maar toen haalde Dane daar zijn neus voor op. Het aandeel zou minstens 25 dollar waard zijn geweest.

Ook het bestuur zal geen trek hebben in een claimemissie, maar het had wel een beter bod mogen bedingen. Het heeft er echter alle schijn van dat de werkelijke macht sinds 2006 meer en meer is opgeschoven naar de commissarissen, sinds 2009 inclusief Equity One-bestuurder Thomas Caputo. Mede onder druk van Equity One werd toen het lucratieve beheercontract van Dane afgekocht voor 11,7 miljoen dollar. Het beheercontract loopt nu in april dit jaar toch af en Dane heeft geen aandelen Dim.

### TIMING IS ALLES

De Amerikanen zijn erin geslaagd om Dim wel heel precies op het slechtst denkbare moment in zijn geschiedenis voor het blok te zetten. Of de beroerde situatie van Dim met dank aan Equity One geënceneerd is, is lastig te beoordelen.

In elk geval lijkt de geboden prijs duidelijk te laag. Chaim Katzman, chairman en grootaandeelhouder van Equity One, zei op 2 februari nog 'wide open' te staan voor goede deals. Hij gelooft dat de markt in 2010 zal herstellen en in 2011 en 2012 verder zal opleven. Dat herstelperspectief is zeker niet in de geboden prijs verdisconteerd. Sterker nog, Dim gaat opmerkelijk genoeg uit van een veel onzekerder toekomstscenario.

Zo wordt de overname van Dim niet een goede, maar een prima deal. Beleggers in Equity One denken er ook zo over. Het aandeel steeg sinds de bekendmaking van het eerste bod met ruim 15 procent. Over het algemeen daalt de koers van de overnemende partij in de weken na een bod, uit angst dat te veel betaald wordt.

Voor aandeelhouders Dim is het stikken of slikken. Zij krijgen een fikse claimemissie voor de kiezen als zij niet instemmen met de overname. ■