

REED ELSEVIER MOET ZICH BEWIJZEN

Is Reed Elsevier een groeibriljant of een stagnerende risicobelegging? Aandeelhouders waren benieuwd naar de inschattingen van ceo Erik Engstrom.

TEKST: ERROL KEYNER

In de ogen van topman Erik Engstrom is uitgeefconcern Reed Elsevier een bedrijf van hoge groei. Daarvan probeerde de Zweed ook zijn aandeelhouders te overtuigen tijdens de jaarlijkse vergadering. Tevergeefs. De financiële resultaten in de afgelopen jaren geven daar absoluut geen reden toe en de beurskoers zal weinig aandeelhouders vrolijk hebben gestemd.

Maar zelfs bij de geambieerde jaarlijkse winstgroei van zo'n 3 tot 5 procent in de komende twee jaar en wellicht 7 tot 13 procent in de periode van 2013 tot 2015, past een kwalificatie als een lage tot gematigde groei. Hiervoor hoeft Engstrom zich niet te schamen. Een gematigde groei in volwassen en verzadigde markten is vaak het maximaal haalbare. Een belegging in Reed Elsevier kan zelfs verstandig zijn, als tegelijkertijd het risicoprofiel laag is. En daar wringt de schoen.

BOTERZACHTÉ ACTIVA

Er staat voor maar liefst 9,2 miljard euro aan goodwill en immateriële activa op de balans, tegen 2,3 miljard euro eigen vermogen. Wanneer het toekomstig winstgenererend vermogen van overgenomen bedrijven, merken, klantenbestanden, software en content in de toekomst lager zou worden ingeschat, moeten die activa flink worden afgewaardeerd. Met een schuldpositie van 5 miljard euro zal de financiering van de onderneming dan sterk onder druk komen.

Cfo Mark Armour wist het pessimisme enigszins te nuanceren. Een belangrijk deel van de omzet bestaat uit abonnementen. De



CEO ERIK ENGSTROM

'recurring business' zorgt ervoor dat zowel dalingen als stijgingen van de opbrengsten gedempt worden. Wat de financiering betreft, spelen banken een vrij bescheiden rol. Obligaties moeten pas op middellange of lange termijn worden afgelost. Zolang Reed Elsevier een positieve kasstroom heeft, zijn rentebetalingen en aflossingen geen probleem.

Het tegenargument dat tegenslag zelden alleen komt, kon Armour echter niet ontkrachten. Afwaarderingen zijn namelijk onvermijdelijk als blijkt dat het winstgenererend vermogen minder dan verwacht blijkt, waardoor ook kasstromen zullen tegenval-

len. Misschien dat de rentebetalingen dan nog wel op te hoesten zullen zijn, maar uiteindelijk zullen na een aantal jaren de obligaties moeten worden afgelost. Zou de kaspositie dit niet toelaten, dan zal het des te moeilijker worden voor de onderneming om alternatieve financiering te vinden.

NOG MEER RISICO'S

Maar ook buiten de balans zit risico. Reed Elsevier gaat voor haar pensioenfonds uit van een jaarlijks rendement van 8,7 procent op aandelen en van 4,4 procent op obligaties. Nogal optimistische aannames, waarmee Reed Elsevier zich rijk lijkt te rekenen.

Armour refereerde naar de gevoeligheidsanalyse, waarbij de onderneming "slechts" 98 miljoen pond moest bijplusen als het belegd pensioenvermogen met 5 procent daalt. Ook zou de betaling over vele jaren worden uitgespreid.

Hij werd erop gewezen dat deze informatie het werkelijke risico bagatelliseerde. De onderneming zou aandeelhouders in het jaarverslag moeten informeren over de impact van een jaarlijks rendement van bijvoorbeeld 6,5 in plaats van 8,7 procent. Dit zou namelijk een veelvoud hiervan kosten en uiteindelijk moeten worden opgebracht door Reed Elsevier.

PROOF OF THE PUDDING

Engstrom was resoluut. Reed Elsevier is een "low risk company" en is op weg naar "high growth". De resultaten in de komende jaren zullen moeten uitwijzen of de kwalificatie 'low growth, medium risk' niet realistischer is. ■