

Risky Business / Schatten op Zolder

116% winst in het vooruitzicht!

Kort nadat de digitale-printerfabrikant **Xeikon** (5,53 euro - ISIN NL0006007247) bevestigde dat er een bod in de maak was tegen 5,85 euro/aandeel biechtte de Nederlandse private-equityspeler **Bencis** op dat zij de geïnteresseerde partij was. Enkele dagen later kwam het bericht dat de deal zo goed als in kannen en kruiken was.

Bencis en het investeringsfonds **GIMV XL** zullen de participatie van 66% (73% indien u rekening houdt met de eigen aandelen die Xeikon in bezit heeft) die **Punch International** aanhoudt in Xeikon overnemen tegen 5,85 euro/aandeel. De verkoop moet voor 17 september afgerond worden, waarna een bod volgt op de beursgenoteerde aandelen Xeikon.

Aan deze overeenkomst hangen enkele (typische) voorwaarden: Zo moet men de financiering nog afronden en mogen de cijfers van Xeikon geen neerwaartse verschuivingen ondergaan. Zowel Bencis als GIMV zijn gereputeerde partijen, dus qua financiering zien we geen probleem. Enkel de rente kan het feestje bederven, maar die zien we nu ook niet plotsklaps door het dak gaan. Kort: Er tekent zich een flinke winst af aan de horizon.



De enige verrassing is dat we de aandelen van de vastgoedholding **Accentis** (43,7%) die Xeikon aanhoudt niet zullen ontvangen. Die worden via een onderhandse overeenkomst aan Punch International verkocht. Dit waarschijnlijk om te vermijden dat de particuliere Xeikon-beleggers bij uitkering van Accentis die aandelen op de markt zouden dumpen.

De overeenkomst waardeert Xeikon tegen 0,8 keer de boekwaarde (opgepast: er stond wel wat overnamegoodwill op de balans) en tegen 6,5 keer de bedrijfskasstroom. Het lijkt ons een faire prijs gezien de omstandigheden, al hadden we natuurlijk liever een industriële overnemer genre **Agfa** gezien, maar die laatste had wel zin maar geen geld...

Kan u het geduld opbrengen dan zouden we rustig het bod afwachten. Weegt de positie in uw portefeuille te zwaar door (gewicht >15%) bouw dan wat af. We zetten alvast een flesje met bubbels koel! We verkopen opnieuw 1/2 van de positie tegen 5,50 euro/aandeel.

Punch doet een megazaak!

Van Xeikon is de stap naar moederholding **Punch International** (6,79 euro - ISIN BE0003748622) klein. Punch is nog steeds een quasi monoholding die 73% in Xeikon aanhoudt en daarnaast ook een participatie van 43,7% in het vastgoedvehikel **Accentis** (0,01 euro - ISIN BE0003696102) heeft. Daartegenover staan schulden. Punch is/was dus Xeikon met een kleine schuldhefboom. Vandaar ook dat de waarde van Punch bij een stijgende koers van Xeikon sneller toeneemt.

In de overname van Xeikon doet Punch een betere zaak dan de Xeikon-aandeelhouders en dat is niet alleen dankzij de schuldhefboom...

..!...

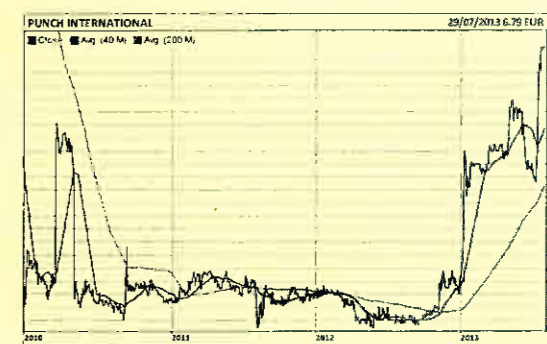
Risky Business / Schatten op Zolder

..!...

Los van het feit dat Punch 5,85 euro/aandeel Xeikon cash ontvangt (goed voor 110 miljoen euro aan harde cash) is men verplicht een aantal klantenvorderingen over te nemen. Die vorderingen slaan op pay-per-click-contracten waarbij Xeikon de digitale drukpersen voorfinancierde. Die "vordering" bedraagt 6 miljoen euro en Punch moet die betalen aan Xeikon. Punch moet die schulden daarna innen bij de klanten. Daar staat natuurlijk wel een Xeikon-machine tegenover als waarborg...

Daarnaast is Punch verplicht alle banden over te nemen die Xeikon heeft met vastgoedvehikel Accentis. Zo betaalt Punch 0,01 euro voor afgerond 554 miljoen aandelen Accentis (43,7% van het vastgoedvehikel) en neemt Punch alle schulden over die Accentis heeft aan Xeikon. Die schulden bedroegen eind 2012 28,2 miljoen euro. Voor dit alles betaalt men 9,6 miljoen euro aan Xeikon. Het gebouw Ieper Oostkaai dat Accentis aanhoudt, moet echter wel nog door Xeikon overgenomen worden en wordt verrekend met die schulden. De uiteindelijke schuldpositie zal geschat 21 à 25 miljoen euro bedragen.

Punch doet dus los van de verkoop van Xeikon een megadeal met heel die Accentis-constructie. Alleen al de overname van de aandelen Accentis tegen 0,01 euro is een superdeal, want men betaalt amper 30% van de Accentis-boekwaarde die op 0,033 euro/aandeel ligt (Accentis is vastgoed met een pak schulden tegenover). Die 0,033 euro/aandeel is dan nog een onderschatting van de werkelijke waarde van het vastgoed.



Daarnaast betaalt Punch 4 miljoen voor een schuldvordering van (gemiddeld gerekend) 23 miljoen euro op Accentis. Die schulden zullen ooit terugbetaald moeten worden. Desnoods worden die geïnd via een kapitaalverhoging. Het is dus "waarde" die sowieso niet verloren gaat...

Dat laatste is iets wat veel analisten ontgaan is in de berekening van de intrinsieke waarde van Punch. Die "waarde" na de verkoop van Xeikon schatten we op 10,05 euro/aandeel indien we Accentis aan 0,01 euro/aandeel rekenen. Rekenen we met Accentis aan boekwaarde (0,033 euro/aandeel), dan ligt de waarde van Punch op 11,22 euro/aandeel...

Het spreekt voor zich dat veel beleggers die waarde pas zullen zien nadat de deal afgerond is en de jaarcijfers van Punch & Accentis over 2013 gepubliceerd zullen worden. Het is immers een complexe spaghetti. Een goed verstaander heeft meestal maar een half woord nodig...

Na afronding van de Xeikon-deal zien we Punch trouwens de vordering van (gemiddeld) 23 miljoen euro op Accentis omzetten in nieuwe aandelen Accentis met een korting op de boekwaarde en dan ligt de weg open naar een fusie tussen Punch & Accentis. Het scenario dat Punch volledig ontbonden zal worden zien we niet gebeuren. De overtollige cash in Punch kan trouwens uitgekeerd worden via een fiscaalvriendelijke kapitaalvermindering... Het nieuwe Punch zal dan een opgeruimd en goed renderend vastgoedvehikel worden.

Ons koersdoel voor Punch gaat naar 11,22 euro. Is het gewicht in portefeuille te hoog, bouw dan wat af. Het aandeel blijft echter wel stevig koopwaardig. Accentis houden we bij gezien we nog een kapitaalverhoging verwachten...