



beleggers hebben geïnvesteerd vanwege de farmaceutische activiteiten, maar na de overname van Monsanto zijn ze ineens aandeelhouder in een bedrijf dat zwaar leunt op de agritech-sector. Toch heeft Bayer-Monsanto – de besmette Monsanto-naam zal op termijn verdwijnen – in beide takken van sport een uitstekende uitgangspositie. De combinatie heeft de nodige duurzame voordelen op de concurrentie.

VERDIENMODEL

Het belangrijkste duurzame concurrentievoordeel waar Bayer de komende jaren op kan bogen, is het immateriële actief in de vorm van patenten en merken. Vooral de farmaceutische bedrijfstak (Pharmaceuticals) leunt zwaar op langlopende patenten. De patenten op individuele farmaceutische producten zoals bloedverdunner Xarelto en oogmedicijn Eylea hebben in de regel een looptijd van twintig jaar vanaf het moment van de productontwikkeling.

In de tweede helft van deze periode zijn farmaceuten vaak in staat hoge prijzen te rekenen zodat gemaakte ontwikkelingskosten meer dan terug zijn te verdienen zonder dat het bedrijf last heeft van concurrenten. De farmaceutische divisie boekte dan ook een royale winstmarge (ebit) van 27 procent. Een groot deel van de verkopen moet de komende jaren dan ook komen van bovengenoemde twee geneesmiddelen en enkele nieuwe geneesmiddelen die nog in de pijplijn zitten.

Bayer heeft echter niet alleen patenten op zijn farmaceutische producten, maar ook op dieren-geneesmiddelen (Animal Health) en zaden en gewasbeschermingsmiddelen (Crop Science). In het jaarverslag merkt Bayer op dat de patenten op dierengeneesmiddelen net zo krachtig zijn als die op reguliere geneesmiddelen. Voor de patenten bij de zaden en gewasbeschermingsmiddelen van

van de drie grote spelers op het gebied van agri-technologie. Boeren wereldwijd kunnen haast niet anders dan zaden en bestrijdingsmiddelen bij een van deze spelers betrekken. Monsanto is bovendien een onderneming met een maatschappelijk uitermate beroerde reputatie vanwege haar bemoeienis met genetisch gemodificeerde zaden. Daarbij is de onderneming ook nog actief in onkruidverdelgers, die omstreden zijn vanwege vermeende gezondheidsrisico's.

Ook bij een deel van de Bayer-beleggers leidde de overname van Monsanto tot scepsis, en niet alleen vanwege de hoge overnameprijs. Veel

groei



Bayer groeide in de laatste vijf jaar autonoom met meer dan 4 procent per jaar. De komende jaren wordt omzetgroei gedreven door de grootste segmenten: Pharmaceuticals (4 à 5 procent) en Crop Science (meer dan 3 procent). Met een operationele ROIC boven de kostenvoet van kapitaal zorgt groei ook in de toekomst voor de creatie van aandeelhouderswaarde.

balans



Bayer heeft het afgelopen jaar met de overname van Monsanto de balans flink verlengd. De netto schuldpositie is toegenomen tot bijna 36 miljard euro. Het bedrijf genereert echter wel een stevige vrije kasstroom van gemiddeld 6 miljard euro per jaar over de periode 2018 tot 2022. Daarnaast staan een 60 procent belang in Currenta, een tweetal consumentenmerken en de dierengeneesmiddeldivisie in de verkoop. De netto schuld zal naar verwachting zakken naar minder dan twee keer het bruto bedrijfsresultaat (ebitda) in 2022. Kredietbureaus S&P, Fitch en Moody's geven een rating van respectievelijk BBB, Baa1 en A-, waarmee de schuld nog net binnen de veiligere "investment grade" categorie valt.

Bayer ligt dat echter genuanceerder. Bij deze middelen gaat het vaak om producten bestaande uit een bundel van bestanddelen, waardoor patenten op een enkel bestanddeel veelal minder krachtig zijn. Hierdoor is Bayer minder goed in staat stevige prijzen te rekenen, en is het daarnaast makkelijker voor klanten om over te stappen naar (goedkopere) concurrenten.

De divisie Consumer Health, die geneesmiddelen maakt die vrij verkrijgbaar zijn, profiteert nauwelijks van patenten. Wel is deze productportefeuille rijk aan bekende merken, waaronder Aspirine en Aleve. Bayer meent zelf het "meest gewaardeerde merk in de gezondheidszorg" te zijn, hetgeen het bedrijf in staat stelt een hogere prijs te vragen dan die van de generieke geneesmiddelen van andere fabrikanten.

SCHAALVOORDELEN

Naast van lucratieve patenten en merken profiteert Bayer ook van zijn omvang. Bayer is vaak de grootste speler op de markt waar het actief is waardoor het de vaste kosten – denk aan de ruim 5 miljard euro aan ontwikkelingskosten (R&D), goed voor 12 procent van de omzet – over meer verkochte (genees)middelen kan spreiden dan concurrenten.

Daarnaast kan Bayer met zijn omvangrijke verkoopapparaat nieuwe medicijnen efficiënter en goedkoper internationaal in de markt zetten. Het opkopen van kleinere geneesmiddelenfabrikanten is dan ook extra interessant voor Bayer. Het bedrijf kan makkelijk de productie en verkoop van geneesmiddelen opschalen.

Na de overname van biotechnologiebedrijf Monsanto is Bayer ook marktleider in zaden en gewasbeschermingsmiddelen. Met een omzet van 20,1 miljard euro is Bayer Crop Science ruimschoots groter dan de nummer twee ChemChina (14,1 miljard euro).