

heeft de onderneming nauwelijks gebouwen en machines op de bedrijfsbalans staan.

Tweederde van de bezittingen bestaat uit immateriële activa, voornamelijk goodwill en geactiveerde leveranciersrelaties die het gevolg zijn van de vele overnames die IMCD doet. Hierdoor oogt het rendement op de geïnvesteerde middelen hoog.

AANTREKKELIJKE MARKT

Sinds de beursgang is het aandeel IMCD circa vier keer meer waard geworden en de vooruitzichten van de sector waarin het bedrijf opereert, zijn rooskleurig. De nichemarkt voor de distributie van specialistische chemische producten als geur- en smaakstoffen groeit volgens Boston Consulting Group (BCG) komende jaren gestaag door met zo'n 5 procent per jaar.

Uitbesteding van werk aan bedrijven als IMCD is nu nog laag. Binnen speciaalchemie gaat het bijvoorbeeld om slechts 17 procent van de omzet, veel minder dan de 80 procent onder farmabedrijven, 75 procent bij bouwmaterialen en 65 procent in de staalindustrie.

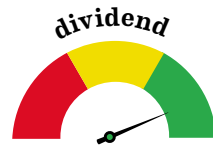
Bovendien is het nog niet zo gemakkelijk om een nieuw IMCD uit de grond stampen. Langjarige relaties en samenwerking tussen IMCD en klanten en leveranciers zijn volgens het bedrijf een belangrijke pijler onder het succes. Voor nieuwe spelers zal het daarom naar verwachting moeilijk zijn een voet tussen de deur te krijgen. Bovendien wordt de markt voor chemicaliën gekenmerkt door relatief veel lokale wet- en regelgeving, kennis die IMCD naar eigen zeggen in huis heeft, maar voor nieuwkomers niet eenvoudig van vandaag op morgen te behalen is. De tienduizenden producten moeten daarnaast verspreid worden naar eveneens tienduizenden klanten. Dit vergt een fijnmazig verkoop- en distributienetwerk. Omdat de markt voor de distributie van speciaalchemie volgens



IMCD zag de afgelopen vijf jaren de omzet toenemen met gemiddeld 15 procent, dat is echter grotendeels het gevolg van overnames. De zogeheten organische omzetgroei bedroeg een bescheidener 3 procent per jaar. Wel kwam vorig jaar de groei tot stilstand, het gevolg van zwakkere macro-economische omstandigheden in Europa en Amerika.



De waardering van IMCD is de laatste jaren door een hogere koers toegenomen. Inmiddels kost het aandeel 21 keer het verwachte brutobedrijfsresultaat (ebitda) voor 2020, waardoor het historisch duur is geworden. Sectorgenoten zoals Brenntag en Univar handelen op lagere waarderingen dan IMCD, maar zijn minder winstgevend.



Het dividend steeg de afgelopen vijf jaar met 35 procent per jaar tot 0,90 euro per aandeel. De zogeheten payout-ratio bedraagt 32 procent, wat in lijn is met het goedgekeurde dividendbeleid. Afgezien van bijzondere omstandigheden zal IMCD normaliter 25 tot 35 procent van de aangepaste nettowinst uitbetalen in de vorm van dividend.

IMCD ook nog eens zeer versnipperd is, kan het bedrijf de komende jaren volgens Van der Slikke doorgaan met het doen van kleine- en middelgrote overnames. De drie grotere spelers Brenntag, Univar en IMCD hebben samen naar schatting pas slechts 12 procent van de chemicaliëndistributiemarkt in handen.

OVERNAMEVEELVRAAT

Vanaf 2001, het jaar waarin het voormalige Internatio-Müller-onderdeel zelfstandig verderging, is IMCD zeer actief op overnamegebied. Meer dan zestig bedrijven zijn overgenomen om eerst in Europa de positie te verstevigen en tegenwoordig vooral in de Verenigde Staten, Zuid-Amerika, en Azië. De overnamedrift zal er de komende jaren waarschijnlijk niet minder op worden. De markt is nog dusdanig versnipperd dat er kansen zijn om verdere groei aan te kopen.

LATEN RENDEREN OVERNAMES

Overnames waren de afgelopen vijf jaar goed voor ongeveer de helft van operationele winstgroei van IMCD. Deze aangepaste winstmaatstaf steeg van 128 miljoen euro in 2015 naar 225 miljoen euro in 2019. Door de vele overnames is marktaandeel gewonnen, de absolute winst gestegen, maar tegelijkertijd ook de balans een flink stuk verlengd.

Als gevolg van de betaalde premies is de post goodwill en andere aangekochte immateriële activa toegenomen tot ruim 1,1 miljard euro. De overnames drukken op het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) inclusief goodwill. Wanneer rekening wordt gehouden met betaalde overnamepremie ligt de ROIC al enige tijd rond de kapitaalcosten (WACC).

Doordat IMCD maar blijft overnemen, zal deze situatie nog wel enige tijd voortduren, toch zal op termijn moeten blijken dat niet te veel betaald is voor de



aangekochte onderdelen. Beleggers zullen vooral in de gaten moeten houden of het overnamesucces wordt voortgezet en tot welke tastbare resultaten dit leidt. De ROIC inclusief goodwill moet op termijn stijgen, pas dan zal daadwerkelijk blijken of IMCD in staat is op lange termijn waarde te creëren uit overnames.

RISICO'S RONDON OVERNAME

Een strategie waarbij het opslokken van bedrijven de hoeksteen is, is in de regel risicovoller dan een bedrijf dat op eigen kracht jaar na jaar kan groeien. Maar volgens IMCD leidt een dominante positie tot zelfversterkende effecten. Zo