

om fossiel helemaal in de ban te doen. Bij het aanleggen van de infrastructuur hiervoor – denk aan installaties voor vloeibaar gas en windparken op zee – is de expertise van Boskalis essentieel.

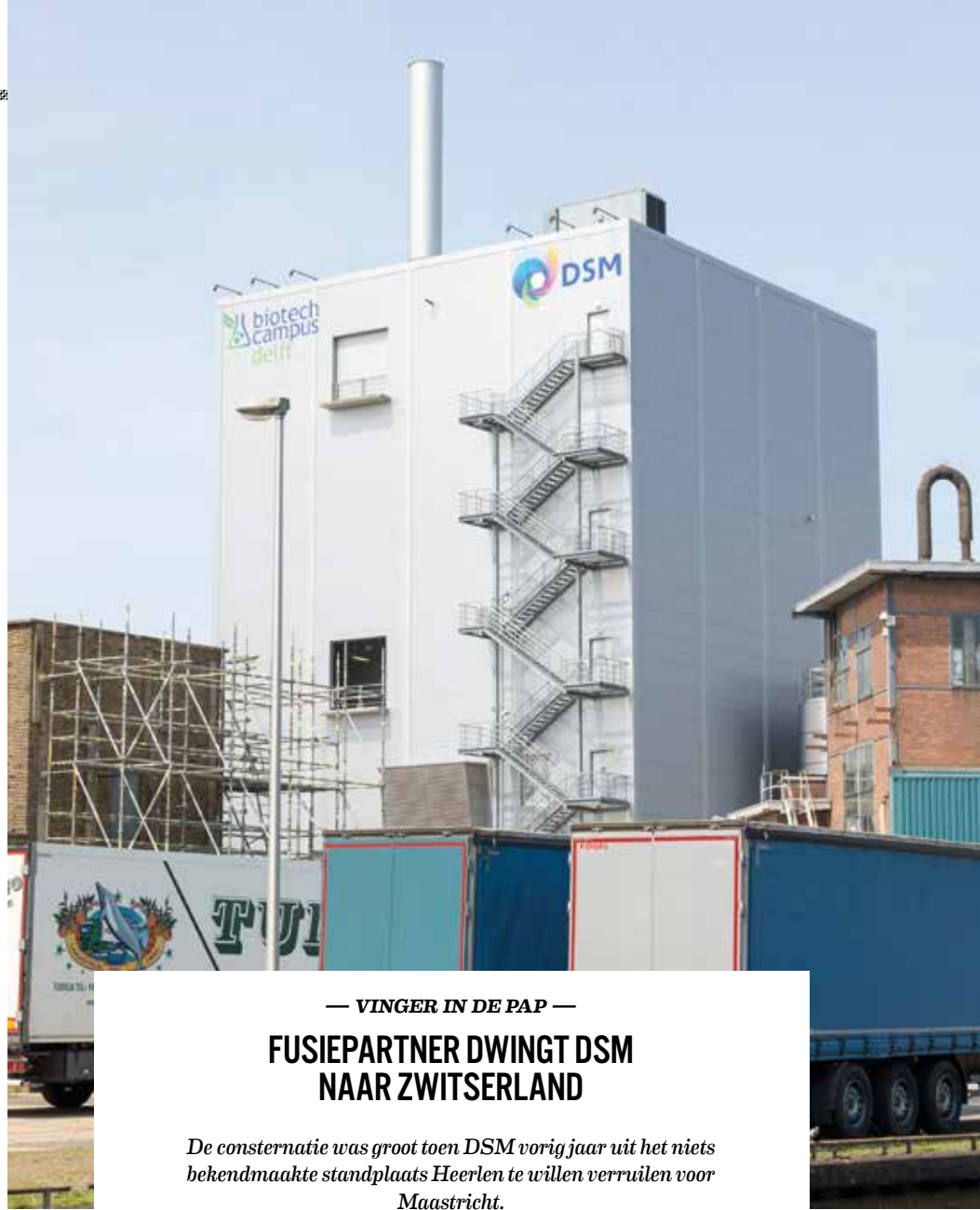
Ondertussen groeit na jaren van krimp de baggermarkt weer. Boskalis is dus beter in staat om goede projectvoorwaarden af te dwingen. Tijdens de aandeelhoudersvergadering liet topman Peter Berdowski bijvoorbeeld weten dat het “mooie marges” zal maken op de recordopdracht van 1,5 miljard euro voor de bouw van een nieuw vliegveld in Manilla (Filipijnen).

Met ruim 5 miljard euro aan nieuwe opdrachten – bijna twee keer de omzet van vorig jaar – zat het orderboek nog nooit zo vol. Het verleden laat zien dat bij een stijgende omzet ook de operationele winst(marge) snel kan toenemen, mede door een veel betere bezetting van de vloot.

TE LAAG

De waarde van de toekomstige kasstromen van Boskalis teruggekend naar vandaag ligt substantieel hoger dan 32,50 euro, zo laat een netto-contante-waarde-analyse van de VEB zien. Bij conservatieve aannames rolt er een waardering uit die richting de 40 euro per aandeel gaat. Hierbij wordt er bijvoorbeeld van uitgegaan dat de ebitda-marges met 17 procent substantieel onder het niveau van de vorige piek blijven liggen (meer dan 20 procent in de periode 2008-2016).

Een waardering op basis van ratio's is lastig, vanwege het cyclische karakter van Boskalis en het feit dat sectorgenoten Van Oord, DEME en Jan de Nul (nog) niet beursgenoteerd zijn. Maar als we uitgaan van een waarde van zeven keer het bedrijfsresultaat, het gemiddelde over de laatste tien jaar, is een aandeel Boskalis 38,60 euro waard. En bij deze berekeningen is nog niet eens rekening gehouden met een overnamepremie. Het bod lijkt toch dus in alle scenario's te mager te zijn.



— VINGER IN DE PAP —

FUSIEPARTNER DWINGT DSM NAAR ZWITSERLAND

De consternatie was groot toen DSM vorig jaar uit het niets bekendmaakte standplaats Heerlen te willen verruilen voor Maastricht.

Nauwelijks een jaar later vertrekt het chemieconcern, ooit exploitant van de Nederlandse steenkoolmijnen, helemaal uit het land. Het krijgt zijn statutaire zetel in Zwitserland, om precies te zijn in Kaiseraugst, iets ten oosten van Basel. Voor DSM is Kaiseraugst allerm minst vreemd terrein. Het concern heeft daar al een productielocatie voor zijn voedings- en mineralenonderdeel. Bovendien bouwt het in het dorp momenteel een nieuw innovatiecentrum.

Die zetelverplaatsing is een direct gevolg van het samengaan met de Zwitserse geur- en smaakstoffenontwikkelaar

**VOOR DSM IS
KAISERAUGST
ALLERMINST
VREEMD
TERREIN**

Firmenich. Daardoor ontstaat een bedrijf met een jaaromzet van circa 12 miljard euro en een bedrijfsresultaat (ebitda) van 2,6 miljard euro. DSM-Firmenich wordt op papier een Zwitsers bedrijf, met twee hoofdkantoren: een in Maastricht en een in Kaiseraugst.

Voor het fusiebedrijf gaat voortaan de Zwitserse wet- en regelgeving gelden, maar het blijft een beursnotering houden aan Euronext Amsterdam. DSM is zich de afgelopen jaren meer gaan toeleggen op gezondheid, voeding en biowetenschap. Zo maakt het enzymen voor dranken en kazen, vitaminen en smaakmakers. De voedingstakken van beide bedrijven vullen elkaar goed aan,