



# SNOEPSTRIJD HERLEEFT

Anderhalf jaar lang temperde de kredietcrisis de eetlust van potentiële overnemers in de snoepbranche. Kraft brengt het spel weer op de wagen.

TEKST: JACQUES POTUIJT (FINANCIËEL CONSULTANT)



**M**et het bod van Kraft op Cadbury is de overnamestrijd in de mondiale snoepgoedbranche weer hervat. De laatste grote transactie was de overname van Wrigley, waar-

voor Mars begin 2008 een topprijs van 23 miljard dollar betaalde. Na deze transactie lag het voor de hand te verwachten dat ook het Engelse Cadbury en het Amerikaanse Hershey niet aan de vraatzucht van giganten zoals Nestlé en Kraft zouden kunnen ontkomen.

Op 7 september 2009 was het eindelijk dan zo ver. Onuitgenodigd legde Kraft Foods Inc. voor Cadbury een bod van 745 pence per aandeel op tafel, waarvan 300 pence in contanten en de rest in eigen aandelen. Het Amerikaanse levensmiddelenagglomerat, in 2001 afgesplitst uit Altria (het voormalige Phillip Morris), bleek daarmee 16,4 miljard dollar voor Cadbury over te hebben. Het bepaald niet kinderachtige bod dat een overnamepremie inhield van 30 procent, werd volgens de regels van het spel door Cadbury's bestuursvoorzitter Stitzer met verontwaardiging van de hand geslagen.

Stitzers retoriek, met zijn beroep op "fundamentele onderwaardering", deed haar werk. Beleggers stuwden de koers van

Cadbury nog eens 15 procent boven de waarde van het bod op. Natuurlijk werd hun fantasie ook gevoed door de zeer forse prijs die destijds voor Wrigley was betaald. Die bedroeg vóór rente, belasting, afschrijving en goodwillamortisatie 19,5 keer de winst. Het bod van Kraft komt daarentegen overeen met slechts 12,5 keer Cadbury's ebitda.

Maar het waren toen wel andere tijden en ook de aard van de transactie was anders. Het zeer winstgevende Wrigley was immers als pure kauwgomfabrikant wereldleider in het meest aantrekkelijke segment van de snoepgoedmarkt. Wrigley heeft zich stevig genesteld in 180 landen en heeft zelfs het hart van de Chinese consument gestolen. Op ruim twee miljoen verkooppunten kan zijn kauwgom in China worden gekocht. Het mooie aan Wrigley-kauwgom is dat het een universeel product is, dat zonder hinder van lokale smaakvoorkeuren over alle landsgrenzen heen verkocht kan worden. De ene zoetwarenfabrikant is dus de andere niet en er is geen garantie dat een gereali-seerde overnameprijs voor de één automatisch ook op de ander van toepassing is.

#### WINSTGEVENDHEID KOPEN

Overname van Cadbury zou de omzet van Kraft Foods volgend jaar tot 51 miljard dollar doen opstuwten. Dat is nog steeds minder dan de helft van de omzet van Nestlé.

Kraft zou daarentegen haar marktaandeel in de wereldwijde snoepgoedmarkt zien toenemen van de huidige 10,3 tot circa 15 procent, bijna het dubbele van de 7,6 procent die haar Zwitserse concurrent in handen heeft.

Kraft voert een breed assortiment producten waaronder koffie, kaas, vruchtensappen en een lange reeks kruideniersartikelen. In chocolade beschikt Kraft met Côte d'Or al over een wereldmerk. Begin 2008 werd LU Biscuit, de koekjesdivisie van Danone, voor 7,6 miljard dollar overgenomen. Met overnames van activiteiten met een winstgevendheid boven het eigen gemiddelde beoogt Kraft de voortdurende erosie van haar operationele marge tegen te gaan. Deze daalde in de jaren van 2004 tot en met 2008 gemiddeld met circa 1 procentpunt per jaar. Na nog 13,6 procent in 2004 kwam de marge in 2008 uit op 9 procent. Aangetekend zij daarbij dat de operationele winst sterk gedrukt werd door de hoge kosten van een vijf jaar lopend herstructureringsprogramma.

Nu dat programma is afgesloten, ziet het ernaar uit dat de inspanningen vruchten beginnen af te werpen en dat ook synergieën uit recente acquisities beginnen door te tikken. Op het eerste gezicht ziet de omzetzdaling van 6,2 procent die in de eerste helft van dit jaar werd gerapporteerd, er niet bemoedigend uit, maar deze moet ge-