



RISICO KARTEL-ONDERZOEK

DSM-Firmenich wordt al anderhalf jaar op de korrel genomen door verschillende mededingingsautoriteiten. De verdenking: prijsafspraken tussen het handjevol grote spelers, waaronder ook Givaudan, Symrise en IFF.

De markt voor geur- en smaakstoffen lijkt op een oligopolie waarin een klein clubje de dienst uitmaakt. Genoemde partijen worden ervan verdacht verkoopprijzen te hebben opgedreven, andere concurrenten te hebben tegengewerkt en de productie van bepaalde parfum ingrediënten te hebben beperkt.

Firmenich heeft altijd ontkend zich schuldig te hebben gemaakt aan ongeoorloofde prijsafspraken. Maar mocht blijken dat het bedrijf zich toch heeft bezondigd aan illegale prijsafspraken, dan kan dit een stevige schadepost opleveren.

DSM-Firmenich sluit in dat geval niet uit dat er 'significante boetes' zullen worden opgelegd door de autoriteiten.

Dan denk je al snel aan honderden miljoenen euro's.

Daarbovenop zouden nog claims kunnen komen van klanten, die mogelijk jarenlang te veel betaald hebben, of van investeerders. In Canada is al een rechtszaak gestart (*class action*).

Nog belangrijker is dat er mogelijk gevolgen zijn voor Firmenichs verdienmodel. Als nu blijkt dat het verkoopprijzen kunstmatig heeft opgeblazen door prijsafspraken met enkele andere dominante spelers – en klanten dus niet bij de concurrentie terechtkonden – zou dit betekenen dat de winstmarges in het verleden ook een te rooskleurig beeld gaven.

winstgevendheid van de voedings- en gezondheidstak (HNC) onder druk (2023: ebitda-marge 17,1 procent tegenover 22 procent in 2022), voornamelijk door lagere vitamineprijzen.

Zodra ANH is verkocht en de vitamines extern worden ingekocht, moet ook de winst van deze tak een stuk verbeteren. Zonder de vitamineproblematiek zou de winstmarge dan ook ruim boven de 20 procent liggen.

DSM-Firmenich is optimistisch over het herstel van vitamineprijzen. Maar ook door kostenbesparingen en fusievoorstellen – denk aan het samenvoegen van twee verkoopnetwerken – voorziet het bedrijf voor het hele concern een herstel van de ebitda-marges richting de doelstelling van 22 tot 23 procent in 2027. Analisten zijn nog voorzichtig. Zo ziet de Britse zakenbank Barclays de ebitda-marge (exclusief ANH) momenteel oplopen naar 21 procent in 2026 (zie grafiek).

Vanwege het verschil in winstgevendheid tussen de verschillende segmenten, is een zogenoemde som der delen-waardering (*sum-of-the-parts*) het meest op zijn plaats. Zo zijn de geuractiviteiten goed te vergelijken met het Zwitserse Givaudan (gewaardeerd op 23 keer de ebitda voor 2025), en de smaak- en voedingsonderdelen met het Duitse Symrise (15 keer).

Alles bij elkaar opgeteld zou DSM-Firmenich (zie grafiek) na de verkoop van de diervoedingstak aanzienlijk meer waard moeten zijn dan beleggers momenteel bereid zijn op de beurs te betalen. Maar de transformatie van DSM blijkt een langdurig traject dat niet zonder hobbels is. Eerst zien, dan geloven, zullen beleggers denken.

ALLE OPTIES OPEN

Voor de verkoop van de diervo-

'super premium' segment van de babyvoeding.

De kans is klein dat deze partijen in zee gaan met goedkopere, veelal Chinese partijen. Het laatste wat aanbieders van babymelk willen, is dat er door gerommel met goedkope ingrediënten schandalen ontstaan.

HOGERE WAARDERING

Hoe interessant de activiteiten van DSM-Firmenich zijn, is al terug te zien in de winstgevendheid. Het afgelopen jaar bedroeg de (ebitda-)winstmarge van de parfumdienst (P&B) meer dan 21 procent en ook het smaakonderdeel (TTH) was relatief winstgevend met een ebitda-marge van ruim 18 procent. Deze winstmarges zijn vergelijkbaar met die van sectorgenoten als Givaudan en Symrise.

Tegelijkertijd stond de

DE TRANSFORMATIE VAN DSM BLIJKT NIET ZONDER HOBBELS

