



die nu 40 procent van de omzet uitmaken, exclusief versproducten, en kan op dat punt Delhaize van belangrijke steun dienen. Daarmee kunnen ze samen ook sterker tegenspel bieden tegen de oprukkende discounters. Ook zouden ze in navolging van Tesco financiële diensten kunnen gaan verlenen voor klanten die niet minder wantrouwig zijn tegenover traditionele banken dan de Britse consument.

Ahold was een paar jaar geleden het goedkoopste overnamedoelwit. Een euro omzet zou een potentiële overnemer, exclusief eventuele premie, slechts 20 eurocent hebben gekost. Dankzij de relatief goede beursperformance van de afgelopen vijf jaar bedraagt de beurswaarde nu echter 39 procent van de omzet. Het is nu Delhaize dat voor een prikje, namelijk 26 eurocent per euro omzet, kan worden gekocht. De actuele beurswaarde bedraagt 5,2 miljard euro. Met een overnamepremie van 30 procent zal Ahold 6,8 miljard euro voor Delhaize moeten neertellen. Gelet op de huidige riante liquiditeits- en solvabiliteitspositie is dat niet onoverkomelijk.

Met een liquiditeitsoverschot dat tegen de huidige markttarieven nauwelijks rente oplevert en met een historisch lage financieringsrente kan Ahold die overname financieren tegen effectief 4,5 procent. Extra financieringslasten van zo'n 300 miljoen euro om daarmee een operationele winst van bijna 1 miljard euro te kopen lijkt niet zo'n slechte deal. Voeg daar nog zeer reële synergieën aan toe en zelfs het management van Ahold, dat het ondernemen een



**DELHAIZE (DELB.BR)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Omzet (€ mln)	17.597	18.345	19.225	18.943	19.024	20.200	20.400
Ebit	862	900	946	937	904	940	979
Nettowinst	302	370	352	410	467	490	515
Nettowinst (gecont. activ.)	357	380	417	386	473	490	515
Ebitmarge	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%	4,8%
WpA	€ 3,09	€ 3,71	€ 3,45	€ 3,96	€ 4,53	€ 4,90	€ 5,10
WpA (gecont. activ.)	€ 3,66	€ 3,81	€ 4,09	€ 3,73	€ 4,59	€ 4,90	€ 5,10
Uitst. aand. (mln)	92,7	93,9	94,9	97,7	99,4	100,0	101,0
Koers ult. & 4/12/09	€ 55,95	€ 55,20	€ 63,15	€ 60,20	€ 44,20	€ 53,46	
K/W	15,3	14,5	15,4	16,1	9,6	10,9	10,4
Marktkapitalisatie (€ mrd)						5,3	

beetje lijkt te zijn verleerd, moet inzien dat zich hier een historische kans voordoet. De nieuwe combinatie zou goed zijn voor een omzet van 48 miljard euro en pas dan zou Ahold met recht een volledig herstel van zijn traumatisch verleden kunnen claimen.

#### **DELHAIZE AANTREKKELIJKST**

Het is alweer een speculatie die ik hier opvoer en afzet tegen de momenteel meer gangbare speculatie van Tesco als gedoodverfde overnemer van Ahold. Beide mogelijkheden hebben belangrijke consequenties voor beleggers. Op Ahold dan wel op Delhaize zouden ze immers op niet al te

lange termijn een overnamepremie van zo'n 30 procent kunnen incasseren.

Mocht Tesco, ondanks de eerder genoemde argumenten, toch in de markt zijn voor een continentale overname, dan zou zij wellicht eerder nog geïnteresseerd zijn in het veel goedkopere Delhaize dan in Ahold. Het gaat hier immers nog wel steeds om kruideniers. Daarnaast kwalificeert Delhaize zich, zoals we zagen, ook voor Ahold als potentieel overnamedoelwit. Zolang overnames uitblijven is zowel op operationele als op puur waarderingstechnische grond Delhaize momenteel aantrekkelijker dan Ahold. ■