

DSM OVERDREVEN VOORZICHTIG

Cognis, nu overgenomen door BASF, zou toch niet echt gepast hebben. Maar DSM liet een betere kans onbenut.

TEKST: JACQUES POTUIJT
(FINANCIËEL CONSULTANT)



De chemische industrie werd vorig jaar hard getroffen door de recessie die volgde op de kredietcrisis. In maart van dit jaar luidde op deze plaats in Effect de conclusie dat DSM en AkzoNobel ondanks hun bovengemiddelde cyclische gevoeligheid opvallend goed de conjuncturele teruggang hebben opgevangen.

DSM bleek zijn in 2008 behaalde hoge ebitdamarge van 14,6 procent niet te kunnen handhaven en zag deze vorig jaar dalen naar 11,7 procent bij een omzetterugval van 15 procent. Beleggers mogen echter hun handen dichtknijpen als de negatieve effecten van de zwaarste economische recessie sinds de jaren dertig hiertoe beperkt blijven. De kracht waarmee in het eerste kwartaal de omzet en het resultaat van DSM opveerden, geeft vertrouwen dat het ergste inmiddels achter de rug is.

Vier maanden leek DSM op grond van zijn lage beurswaardering, innovatievermogen en winstgroeipectief relatief aantrekkelijker dan AkzoNobel. Daarmee is niet automatisch gezegd dat DSM ook in een internationale vergelijking de beste beleggingskeuze van dit moment binnen de chemiesector is. Van belang is niet alleen hoe chemiebedrijven uit de recessie zijn gekomen, maar ook hoe ze zich in hun strategische keuzen voorbereiden op de volgende opgaande fase van de conjunctuur. BASF blijkt zich met de recente overname van het Duitse Cognis meer proactief op te stellen dan DSM, dat wel heel behoedzaam op zijn

liquiditeiten blijft zitten en pas wil acquireren als de voorgenoemde desinvesteringen zijn afgewikkeld.

BEWEZEN STRATEGIE

Met een vorig jaar 18,6 procent teruggevalen omzet van 50,7 miljard euro is BASF nog steeds op afstand het grootste en meest gediversifieerde chemiebedrijf ter wereld. Het is ook het meest verticaal geïntegreerde bedrijf in de sector, met zelfs omvangrijke activiteiten in de olie- en gaswinning die een onlosmakelijk onderdeel van het bedrijfsmodel vormen. De extreme mate van integratie is in het verleden vaak bekritiseerd, maar in de periode van snel stijgende grondstof- en energieprijzen en milieulasten heeft de strategie zich dubbel en dwars bewezen.

Een managementteam van BASF-veteranen – die elk gemiddeld zo'n twintig dienstjaren bij hun bedrijf achter de rug hebben, allen gepromoveerde academici in relevante wetenschappelijke disciplines – bestuurt het bedrijf met vaste hand onder leiding van Jürgen Hambrecht. Hij is niet bangelijk uitgevallen en in de zeven jaar dat hij de scepter zwaait, is een reeks bedrijven geacquireerd tot een totaal transactiebedrag van 16 miljard euro. Deze acquisities pakt doorgaans zo goed uit, dat BASF de afgelopen tien jaar op omzet- en winstgroei aanmerkelijk beter scoorde dan zowel AkzoNobel als DSM, terwijl ook de operationele winstgevendheid structureel op een beduidend hoger niveau ligt.

Hambrecht paste ervoor zich te overeten en koos steeds behapbare overnameprooien. Met de grootste tot nog toe, het

Amerikaanse Engelhard in 2006, producent van katalytische converters voor de filtering van uitlaatgassen van auto's, was een overnamesom van 4,8 miljard dollar gemoeid. In hetzelfde jaar werden ook de bouwchemicaliën (vooral isolatiemateriaal) van Degussa overgenomen voor 2,2 miljard euro. September 2008 ontfermde BASF zich over Ciba, een verzelfstandigd onderdeel uit het voormalige Ciba-Geigy dat zich toelegt op specialty chemicaliën voor een bedrag van 3,2 miljard euro, wat destijds zeker getel op de snel verslechterende economie als een royale prijs werd beschouwd. Temeer ook, omdat het van begin af aan duidelijk was dat BASF er een aanzienlijke herstruc-

