**CHR. HANSEN (CHR.CO)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Omzet (€ mln)	43	477	445	477	511	580
Ebitda	6	98	120	142	155	195
Ebit	0	47	75	96	109	145
Ebitdamarge	14,0%	20,5%	27,0%	29,8%	30,3%	33,6%
Ebitmarge	0,0%	9,9%	16,9%	20,1%	21,3%	25,0%

1,2 miljard euro. BASF heeft de schuld meteen door derden laten herfinancieren. Tegen de gunstige voorwaarden waartegen BASF kan lenen, wordt al meteen de eerste synergie geboekt.

Voorts verwacht BASF nog op termijn operationele synergieën van 80 tot 100 miljoen euro per jaar te kunnen realiseren na eenmalige integratiekosten van 200 miljoen euro. Een nettowinstbijdrage van Cognis onder de vleugels van BASF van 200 miljoen euro per jaar lijkt haalbaar, hetgeen erop neer zou komen dat BASF uiteindelijk een zeer bescheiden koers-winstverhouding van 6 heeft betaald.

Nadere analyse van de productmix van Cognis brengt aan het licht dat deze bij DSM aanmerkelijk minder goed zou hebben aangesloten. Van de vorig jaar behaalde omzet van 2,6 miljard euro, een door de recessie veroorzaakte terugval van 20 procent ten opzichte van de 3 miljard euro omzet in 2008, behaalde Cognis slechts 325 miljoen euro, circa 12,5 procent, in Nutrition & Health, halffabricaten die door afnemers verder worden verwerkt in farmaceutische producten, gezondheidsdranken en voedingssupplementen. Dit onderdeel zou voor DSM het meest interessant zijn geweest.

De bulk van de omzet wordt echter behaald met Care Chemicals (halfabricaten met toepassingen in producten voor lichaamsverzorging en huishoudelijke schoonmaakproducten) en Functional Products (chemicaliën met een breed scala aan toepassingen van coatings tot gewasbescherming). Dit zijn voor DSM weliswaar geen wezensvreemde producten, maar ze hebben in de strategie toch geen topprioriteit. Het is daarom niet helemaal verwonderlijk dat DSM deze acquisitiemogelijkheid aan BASF heeft gelaten. Dat de wereldwijde marktpositie van BASF met Cognis in Voedingsingrediënten verbeterd van een zesde naar een derde plaats behoort

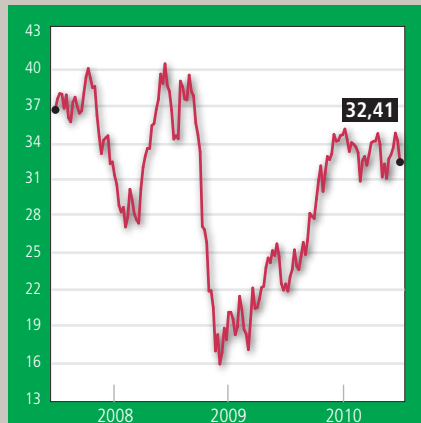
niet al te problematisch te zijn, als DSM zijn bestaande koppositie in deze markt op niet al te lange termijn met een mooie acquisitie weet te versterken.

Een prachtige gelegenheid heeft DSM echter laten lopen door de gerede mogelijkheid van een overname van het Deense Chr. Hansen niet onder ogen te willen zien. Chr. Hansen, een bedrijf dat voor 100 procent actief is met op BioSciences gebaseerde halffabricaten, verkreeg op 3 juni beursnotering waarbij de ondernemingswaarde werd vastgesteld op 2 miljard euro. Een bod van DSM dat hier iets bovenuit was gegaan, zou zeker een goede kans hebben gemaakt. De onderneming behaalt over de dit jaar verwachte omzet van 580 miljoen euro een operationele (ebitda) marge van ruim 30 procent, het dubbele van de operationele winstgevendheid van DSM. De activiteiten van Chr. Hansen zouden in tal van interessante marktsegmenten een belangrijke aanvulling op de activiteiten van DSM zijn geweest.

DRALEND DSM

Behoedzaamheid is een positieve eigenschap, maar bij DSM dreigt deze door te schieten naar een overdreven mate van voorzichtigheid. Ook BASF is met een solvabiliteit van 37,5 procent nog heel solide gefinancierd, maar met de 52 procent aan eigen vermogen die DSM nodig denkt te hebben, wordt het rendement onnodig gedrukt. Bij BASF ligt het rendement op eigen vermogen over de afgelopen vijf jaar gemiddeld op 13,2 procent, ruim anderhalf keer het niveau van DSM.

Het verschil in rendement en daarmee ook in het toekomstig winstgroei-potentieel komt echter onvoldoende tot uitdrukking in de beurswaardering, die met een koers-winstverhouding van 9,1 voor DSM op basis van de voor 2011 getaxeerde winst maar iets gunstiger is dan de 9,7 die momenteel voor BASF geldt. Zolang DSM draait met zijn acquisitiestrategie, vormt BASF voor beleggers zeker een alternatief. ■

DSM (€)

Beurswaarde	5,3 mrd	Wpa 2010T	2,97
Omzet 2009	7,9 mrd	Wpa 2011T	3,55
Nettowinst 2009	327 mln	Dividend 2009	1,20

van de bulkchemieactiviteiten die nog in de etalage staan, dan kan DSM zich nagenoeg schuldenvrij noemen. Het eigen vermogen bedraagt een dikke 5 miljard euro op een balanstotaal van iets meer dan 10 miljard, wat dus een comfortabele solvabiliteit van 50 procent oplevert. Zonder dat de balansverhoudingen te zeer belast worden, zou DSM makkelijk een extra schuldenlast van zo'n 3 miljard euro op zijn schouders kunnen nemen voor een substantiële acquisitie. Dat is bijna gelijk aan de 3,1 miljard euro die BASF voor Cognis neertelde.

SCHAPPELIJKE PRIJS

De prijs die BASF voor Cognis betaalde is schappelijk te noemen, zeker na het gunstige eerste kwartaal dat ook Cognis achter de rug heeft. De overnamesom is inclusief de 1,9 miljard euro die Cognis aan nettoschuld in de boeken heeft staan, zodat de koopsom van de aandelen becijferd kan worden op