

# CVG: EEUWIGE OVERNAMEKANDIDAAT

TEKST: PETER SCHUTTE (FREELANCEJOURNALIST)

Met een beurswaarde die een derde bedraagt van de intrinsieke waarde, is papierfabrikant Crown Van Gelder een uitgelezen overnamekandidaat. Al vele jaren.

**A**fgezet tegen de grote Europese papierfabrikanten is Crown Van Gelder (CVG) maar een kleine jongen. Alleen al uit dat oogpunt ligt het voor de hand dat de onderneming uit het Noord-Hollandse Velsen eens wordt opgeslokt. CVG kent bovendien een aantal onderscheidende elementen. Zo mag het zich een echte nichespeler noemen.

In tegenstelling tot de grote concurrenten is CVG uitsluitend actief in het iets minder conjunctuurgevoelige segment houtvrij ongestreken papier. Daarin legt het vervolgens steeds sterker de focus op bepaalde paperspecialiteiten. Tot de producten behoren onder meer optisch leesbare papieren, basispapieren voor zelfklevende materialen, karton voor onder meer tickets en microfilmkaarten, basispapieren voor zelfkopiërend en thermisch papier, kettingformulierpapier geschikt voor laser- en inkjetprinters en rotatie-offsetpapier.

De Europese markt voor houtvrij ongestreken papier is al behoorlijk geconsolideerd, maar CVG heeft daar nog niet aan meegedaan. De drie grootste spelers, Stora Enso, M-real en UPM-Kymmene, hebben circa 50 procent van de markt in handen. Voorts heeft het Amerikaanse International Paper een grote Europese tak in het segment houtvrij ongestreken.

Ondanks zijn nichestrategie is CVG in belangrijke mate prijsvolger. De nichestrategie van CVG is succesvol. Door de cyclus heen kan worden vastgesteld dat de resultaten van CVG positief afsteken bij die van de grote spelers. Een andere, niet onbelangrijke kracht van CVG is de uiterst sterke balansverhoudingen en de relatief stabiele operationele kasstroom. Het eigen vermogen bedraagt momenteel 74 procent van het balanstotaal. In deze uiterst cyclische

kapitaalintensieve industrie is dat geen overbodige luxe.

CVG beschikt feitelijk nog over één beschermingsinstrument: de uitgifte van preferente aandelen tot een maximum van 100 procent van de op dat moment uitstaande aandelen. De aandelen zijn nog altijd wel gecertificeerd, maar er gaat sinds 2005 geen beschermingsfunctie meer van uit. De Stichting Administratiekantoor zal certificaathouders onder alle omstandigheden een onbeperkte stemvolmacht verlenen.

## VARKENSCYCLUS

Eind vorige eeuw leek CVG te zwichten voor de druk van buitenaf en startte het een zoektocht naar een strategische partner. De argumentatie hiervoor was dat de toekomstige concurrentiepositie en continuïteit van het bedrijf gewaarborgd moesten wor-

den. Twee jaar later moest de directie echter erkennen dat deze zoektocht op niets was uitgelopen. Door de toenmalige recessie kampten producenten met een dalende vraag en een groeiende overcapaciteit. Geen goed klimaat om nog eens tegen een relatief lage prijs extra capaciteit in te kopen.

Feitelijk wordt de papiermarkt geteisterd door de bekende varkenscyclus: beslissingen om de capaciteit uit te breiden worden historisch gezien helaas altijd op de top van de cyclus genomen als het geld binnenstroomt. De nieuwe productiecapaciteit komt dan twee of drie jaar later op de markt, juist als de papierindustrie weer in een dip zit.

De directie leek er overigens niet rouwig om dat het bedrijf zelfstandig verder moest. CVG achtte zichzelf daarvoor inmiddels uitstekend gepositioneerd. Op technologisch gebied waren er namelijk grote vorderingen gemaakt en de nichestrategie werd steeds verder ingevuld. Daarbij zouden klanten de zelfstandige positie van CVG waarderen. In 2006 werd in de *Visie 2010* zelfstandigheid zelfs tot doelstelling verheven.

Dat alles neemt niet weg dat door de jaren heen de resultaten van CVG bijzonder volatiel zijn gebleven. De laatste vijf jaar heeft de onderneming het bijzonder zwaar. Aanhoudende overcapaciteit maakt het onvoldoende mogelijk prijsverhogingen door te voeren. Fabrikanten nemen wel capaciteit uit de markt, maar dit wordt telkens tenietgedaan door een dalende vraag naar papier.

Boekte CVG in 2005 nog een nettowinst van ruim 9 miljoen euro, in 2006 en 2007 bedroeg het resultaat niet veel meer dan 2 miljoen euro. Het bedrijf kampte destijds ook met fors hogere energiekosten. In 2008 moest zelfs een verlies van 1,1 miljoen euro geslikt worden. Dat jaar werd tevens

