



een impairmentlast van 18,5 miljoen euro genomen op de vaste activa – lees: de twee papiermachines. Door het verlies en de afboeking daalde het eigen vermogen per aandeel van 24,88 tot 20,16 euro. CVG keerde dat jaar nog wel een dividend uit van 0,50 euro, maar dat impliceerde toch een halvering ten opzichte van de uitkering van 1,00 euro die beleggers in de jaren 2005–2007 uitgekeerd kregen.

VAN KORTE DUUR

Het afgelopen jaar zaten de resultaten weer in de lift en werd een nettowinst van ruim 4,5 miljoen euro geboekt. Het resultaat herstel was vooral te danken aan lagere grondstofprijzen, want zowel de afzet als de verkoopprijzen stonden ook in 2009 onder druk. CVG wist de daling van de capaciteitsbenutting beperkt te houden door een verdere expansie in specialiteiten. De afzet van deze hoger renderende papiersoorten steeg het afgelopen jaar met liefst 40 procent tot 49.000 ton, bijna een kwart van de totale productie. De onderneming zegt goed op schema te liggen voor een productie van 80.000 ton van deze producten in 2012, naar eigen zeggen een van de belangrijkste strategische doeleinden.

Het resultaat herstel lijkt echter geen lang leven beschoren. Vergeleken met vorig jaar is in het eerste kwartaal van 2010 weliswaar sprake geweest van een sterk herstel van de vraag, de in een ongekend snel tempo stijgende celstofprijzen drukken alweer enige tijd fors op het resultaat. Slechte weersomstandigheden op verschillende plaatsen in de wereld zorgen voor een lager aanbod van celstof. Daar kwam de aardbeving in Chili nog bij. Chili is goed voor maar liefst

8 procent van het wereldwijde volume van vrij verhandelbare celstof. Herstel van de Chileense productie duurt nog zeker tot oktober dit jaar. Voorts is er sprake van een aanhoudend sterke vraag vanuit China, waardoor de grondstofprijzen fors is opgelopen.

De prijs van de in dollars noterende langvezel NBSK is in één jaar tijd met meer dan 60 procent gestegen. De in euro's noterende kortvezelstof BKHP, die voor CVG van groter belang is, lag in april zelfs 75 procent hoger dan het jaar ervoor. Celstof is goed voor circa de helft van de totale kosten van CVG. Niet verwonderlijk dus dat het bedrijf laat weten dat de gemiddelde verkoopprijzen substantieel verhoogd moeten worden om de gestegen grondstofprijzen te compenseren. Gezien de aanwezige overcapaciteit in de markt en de weifelende economie lukt dat niet afdoende.

Voor de eerste helft van dit jaar rekent de directie op een resultaat dat rond break-even ligt, tegen nog 2,3 miljoen euro winst in dezelfde periode van 2009. Wat er in de rest van het jaar gaat gebeuren is onzeker, maar de kans lijkt groot dat CVG weer in de rode cijfers gaat belanden. Overigens heeft het bedrijf de energiekosten voor de komende twee jaar grotendeels gefixeerd, zodat die niet voor negatieve verrassingen kunnen zorgen.

AANHOUDENDE OVERCAPACITEIT

Het is een aardig gegeven dat de beurswaarde zo ruim onder de boekwaarde noteert, maar voor andere partijen is dat nog nooit een argument geweest CVG over te nemen. Beleggers die om die reden het aandeel hebben gekocht komen tot op heden behoorlijk

bedrogen uit. Op de huidige, toch wel sterk gedaalde beurskoers biedt het aandeel een dividendrendement van ruim 7 procent.

CVG acht een rendement op geïnvesteerd vermogen (roce) van 11 procent over de papiercyclus heen noodzakelijk om vervangingsinvesteringen en investeringen in nieuwe technieken te kunnen doen, alsmede een goed dividend te kunnen blijven betalen. De papiercyclus duurt gemiddeld zeven jaar. De afgelopen cyclus kwam CVG niet verder dan een roce van 5,4 procent. Toch heeft de directie de beoogde doelstelling van 11 procent in de herschreven *Visie 2012* gehandhaafd, omdat de impairment in 2008 de jaarlijkse afschrijvingskosten met 2 miljoen euro drukt. Een meer boekhoudkundig verhaal dus.

Als de papiermarkt nog lange tijd slecht blijft, vallen nieuwe impairments niet uit te sluiten, wat weer een hap uit het eigen vermogen zal nemen. Hoewel er gestreefd wordt naar dividendstabilisatie, dienen beleggers te beseffen dat er daardoor geen zekerheid over toekomstige dividendbetalingen bestaat.

De kans blijft dat CVG alsnog wordt overgenomen, maar dan moet de papiermarkt hoogstwaarschijnlijk eerst verbetering laten zien. Voorlopig lijkt het daar niet op. Deutsche Bank voorziet dit jaar een overcapaciteit van 18 procent in het Europese segment houtvrij ongestreken. De overcapaciteit zal volgens de bank de komende twee jaar weliswaar geleidelijk teruglopen tot 11 procent, maar dus niet verdwijnen. Aanhoudend lastige marktomstandigheden voor een bedrijf dat er intern goed voor staat. De beurskoers lijkt wel al veel leed te hebben ingeprijsd. ■