



LASTIGE WAARDERING CRUCELL

TEKST: ERROL KEYNER

Johnson & Johnson wil Crucell graag inlijven voor 24,75 euro per aandeel in contanten. Maar doet dit openingsbod wel recht aan de werkelijke waarde van het Leidse biotechbedrijf?

Met het indicatieve openingsbod waardeert de Amerikaanse farmaceutische alle uitstaande aandelen Crucell op ruim 2 miljard euro. Daarbij moet wel bedacht worden dat Johnson & Johnson (J&J) sinds vorig jaar juli al 17,9 procent van de aandelen Crucell in bezit heeft als gevolg van een toen gesloten strategische samenwerking. Deze aandelen nam J&J toen af voor 20,63 euro per aandeel.

VEEL VARIABLEN

Het waarderen van ondernemingen kan lastig zijn en dat geldt zeker voor biotechnologiefirma's. Bedrijven in deze sector spenderen vele honderden miljoenen euro's aan de ontwikkeling van producten (medicijnen, vaccins) waarvan pas jaren later moet blijken of deze ooit op de markt zullen verschijnen.

Daarom zal voor een waardebeoordeling van Crucell per potentieel medicijn een inschatting moeten worden gemaakt van meerdere variabelen. Hierbij gaat het om de totale toekomstige marktgrootte, bijvoorbeeld van alle middelen tegen hondsdolheid, het maximale marktaandeel dat redelijkerwijs behaald zal kunnen worden en de benodigde tijd hiervoor.

Ook het verloop daarna speelt een rol. Dit is onder andere afhankelijk van de patentduur en ontwikkeling van concurre-

rende (toekomstige) middelen. Het spreekt voor zich dat het prijspeil en de brutomarge van het nieuwe medicijn essentieel zijn voor de waardering. Bovenal zal echter de risicograad moeten worden ingeschat, aangezien bij medicijnen in ontwikkeling de effectiviteit en veiligheid nog moeten worden aangetoond alvorens goedkeuring voor verkoop een feit is.

Beleggers in deze sector laten zich vaak meeslepen door de potentiële miljarden-

markten, maar vergeten dat de meeste productontwikkelingen mislukken en dat zelfs succesvolle producten met grote vertraging op de markt komen. Deze aspecten moeten in de waardebeoordeling worden vertaald via

VEB WIL ONDERBOUWING

De VEB heeft Crucell een vragenbrief gestuurd waarin om meer duidelijkheid wordt gevraagd rond de mogelijke overname door J&J. Belangrijkste vraag is waarom dit eerste bod van J&J door bestuur en commissarissen direct zo enthousiast is ontvangen. De volledige brief is te lezen op www.veb.net onder nieuwsoverzicht.

In financieel en strategisch opzicht heeft Crucell zich inmiddels ontwikkeld tot een bedrijf dat niet per se overgenomen hoeft te worden en in staat moet worden geacht zijn huid duur te verkopen. De meest risicovolle jaren van Crucell zijn achter de rug. Het risicoprofiel van de onderneming is drastisch verlaagd met een op zijn minst gelijk gebleven potentieel.

De vraag rijst in hoeverre de hoogte van het huidige voorgenomen bod te rijmen valt met deze door Crucell uitgesproken ambities en verwachtingen.

