

marktaandeel na 2015, omzet die loopt tot 2025, 10 procent jaarlijkse groei en een discontovoet van 20 procent, vertegenwoordigt griep een waarde van ongeveer 5 euro per aandeel. Bij een marktaandeel van 20 procent wordt dit natuurlijk 10 euro, tenzij een voorzichtige belegger de discontovoet verhoogt van 20 naar 30 procent, zodat de waarde weer terugvalt naar 5 euro.

Het derde voorbeeld is PER.C6. Crucell heeft de afgelopen jaren aan zo'n zeventig partners, waaronder de grote farmaceuten, deze technologie in licentie uitgegeven. Deze partners proberen hiermee een veelheid aan medicijnen en vaccins te ontwikkelen. Bij succes ontvangt Crucell een percentage van de omzet, naast eenmalige betalingen. Hiervoor maakt Crucell geen kosten (meer) en vloeien de opbrengsten direct naar de winst.

Als we uitgaan van 4 procent royalties op de verkopen, een gemiddelde piek omzet van 250 miljoen euro per medicijn, vijf medicijnen die in 2017 op de markt zijn, een sterke jaarlijkse groei van 30 procent tot 2025 en een discontovoet van 10 procent (het grote aantal licenties kan zich vertalen in een relatief laag risico), dan komt de waarde uit op zo'n 6 euro per aandeel. Een rasoptimist komt bij twintig medicijnen zelfs uit op 24 euro, wat overigens alleen denkbaar is als PER.C6 de door Crucell geambieerde industriestandaard wordt.

Met alle aandacht in de laatste jaren voor Quinvaxem en de eigen productontwikkeling van Crucell (naast griep, ook hondsollheid, tuberculose, malaria, etc.), zou de extra waarde van Crucell nog steeds kunnen liggen in de in licentie uitgegeven technologie. Helaas is het voor de belegger moeilijk te oordelen of uiteindelijk tientallen of hoogstens een enkel PER.C6-product via derden op de markt zal worden gebracht. Daarmee kan juist deze inschatting bepalend zijn of het voorgenomen bod van 24,75 euro al dan niet redelijk is.

KIJKJE IN DE KEUKEN

J&J heeft daarbij het voordeel dat het al enige tijd intensief met Crucell samenwerkt en een meer dan vluchtige blik in de keuken heeft kunnen werpen. Voor J&J zou de echte waarde daarom best elders binnen Crucell kunnen liggen. Een gokje? Griep: het is de grootste markt, Crucell heeft onderscheidende technologie en is bevrijd van marktleider Sanofi Pasteur. ■

Door Corné van Zeijl,
senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

Angst voor dubbele dip even verwaaid

De angsten voor een dubbele dip zijn met de septemberstormen verwaaid. Zelfs Warren Buffett en minister De Jager denken dat. Beleggers kijken dan vooral naar het herstel in de Verenigde Staten. Terecht, want nog altijd komt 26 procent van de totale wereldeconomie daar vandaan. Maar men kan zich afvragen of die onbezorgdheid terecht is of niet. Immers er zitten nogal wat tijdelijke effecten in de huidige economische groeicijfers.

Als eerste is er de voorraadopbouw. Hoewel voorraden maar 1 procent van de totale economie vertegenwoordigen, heeft het aanvullen van de voorraden voor 60 procent van de economische groei over de afgelopen twaalf maanden gezorgd. Dat is natuurlijk maar eenmalig. Je kan de magazijnen niet vol blijven stouwen. Nu is dat een normaal patroon in de economische cyclus. Het eerste herstel komt altijd uit de voorraadopbouw. In tijden dat het slecht gaat bouw je je voorraden af en als je de vraag weer ziet aantrekken leg je wat extra voorraden aan. Wat bijzonder is, is dat ten tijde van de kredietcrisis de voorraden tot vrijwel nul werden gereduceerd. De bedrijven konden toen geen financiering voor hun voorraden krijgen. Nu de voorraden weer op een normaal niveau zijn, zorgde dat voor een extra inhaaleffect.

Een tweede factor zijn de overheidsstimulansen. De Amerikaanse consument is eerst verwend met een slooppremie voor zijn auto om zo een nieuwe te kunnen kopen. Vervolgens mochten mensen die voor het eerst een huis kochten, een subsidie van 8.000 dollar ontvangen. Dat tikt flink aan, want een gemiddelde huis is tegenwoordig 220.000 dollar (dat was 280.000 dollar op het hoogtepunt in 2007). Obama heeft nog wel wat pannetjes op het vuur staan. Nu wil hij 150.000 miljard aan wegen, 4.000 miljard aan spoor en 150 miljard aan start- en landingsbanen aan leggen in de komende zes jaar. Dat zou ongeveer 50 miljard dollar gaan kosten. Maar op het niveau van de afzonderlijke staten ligt het veel moeilijker. Deze zitten in diepe geldnood. De kredietmarkten prijzen een aanmerkelijk groter faillissementkans in dan voor de Europese landen. Met uitzondering van Griekenland natuurlijk. En daar zie je de bezuinigingen hard door komen, wat juist weer zorgt voor een negatief effect op de economie.

Dit zijn de kortere termijn effecten. Op langere termijn zal de economische groei langdurig gedrukt worden omdat de Joe Sixpack, de Amerikaanse consument, wat meer is gaan sparen. Dat effect is simpel uit te leggen. Als je spaart voor een auto, is dat goed voor de economie over pakweg vijf jaar, als je dan voldoende bij elkaar heb gelegd. En als je leent om een auto te kopen is dat goed voor de economie, nu. En het zal nog een heel tijdje duren voordat Joe weer een normale hoeveelheid spaargeld heeft.

Al met al lijkt het een kwestie van tijd voordat de zorgen over een dubbele dip weer de aandelenmarkt opwaaien. ■

