

boete van 2,5 miljard te vermijden of te verlagen. Daar staat tegenover dat ING geen rente over deze schuld hoeft te betalen, zolang er aan de aandeelhouders geen dividend wordt betaald. Echt haast is er dus ook weer niet.

EIGEN VERMOGEN GROTER DAN OOI

Een van de redenen dat ING zo zwaar in de problemen kwam in 2008, was het feit dat het eigen vermogen zo klein was ten opzichte van het balanstotaal. Ondanks de goede voornemens om de balans te verkorten, is deze in 2010 juist verlengd. Het balanstotaal van de groep lag aan het eind van het vierde kwartaal op 1.247 [1,247] miljard euro. Dat is 7 procent meer dan een jaar eerder. Daar staat tegenover dat het eigen vermogen ook flink aansterkte. Met 41,6 miljard euro is het eigen vermogen toewijsbaar aan de aandeelhouders ruim twee keer zo hoog als eind 2008. Het absolute bedrag aan eigen vermogen is zelfs sinds de vorming van de groep in 1991 nog nooit zo groot geweest. De solvabiliteitsratio's zien er mede daardoor dan ook beter uit dan vorig jaar: het kern-tier-1-vermogen van de bank steeg flink naar 9,6 procent van 7,8 procent een jaar eerder. De solvabiliteitsratio van het verzekeringsbedrijf verbeterde op jaarbasis licht tot 255 procent (was 251%).

MEEST AANTREKKELIJKE ROUTE

2011 wordt cruciaal voor ING. Er zijn heel wat knopen door te hakken voor de bankverzekeraar die de onderneming nu nog is. Hoewel ING geen rente betaalt op de staatssteun, lijkt het toch verstandig om deze zo snel mogelijk volledig af te lossen en dan pas de verkoop van de verzekeringsbedrijven in gang te zetten. De staatssteun beperkt ING namelijk zeer in haar handelen. Zo mogen op sommige markten niet de laagste tarieven worden geboden. Eventuele kopers van een bedrijfsonderdeel hoeven dan bovendien niet het idee te hebben dat de verkoop gedwongen is, omdat de staat moet worden terugbetaald.

Een afsplitsing van de verzekeringsbedrijven, zoals eerder dit jaar het roestvrijstaalbedrijf Aperam naar het Damrak kwam, lijkt voor beleggers de meest aantrekkelijke route. Aandeelhouders kunnen dan in ieder geval niet benadeeld worden door een onverhoopt lage verkoopprijs: zij kunnen de stukken gewoon vasthouden tot zij de koers hoog genoeg vinden. Eerst de staat terugbetalen dus. ■

Door Willem Burgers
Fondsbeheerder Add Value Fund

Crucell's keuze

Het heeft er alle schijn van dat de beursnotering van biofarmaciebedrijf Crucell binnenkort verleden tijd is. In september 2009 nam Johnson & Johnson (J&J) al een 18%-belang in de Leidse vaccinproducent, de grootste onafhankelijke speler op dit gebied in de wereld, voor een bedrag van 301,8 miljoen euro, overeenkomend met 20,63 euro per aandeel.

De rationale van deze transactie was 1) gezamenlijk een aantal vaccins en antilichamen ontwikkelen, in het bijzonder tegen griep, 2) voor J&J: toegang krijgen tot de kennis en marktpositie van een vaccinproducent – deze markt heeft betere groeiperspectieven dan die van medicijnen en 3) voor Crucell: de eigen (financiële) toekomst veiligstellen.

Merkwaardigerwijs reageerde de beurskoers van Crucell na de aankondiging van de alliantie met J&J per saldo met een daling. Begin november 2009 werd zelfs even een laagste koers van 12,53 euro aangetikt. Op 17 augustus 2010 werd een hoogste waardering van 16,26 euro bereikt, nog altijd ruim 21 procent onder de door J&J betaalde prijs voor het 18%-pakket.

De samenwerking met Crucell blijkt J&J te bevallen. Op 6 oktober 2010 wordt bekendgemaakt dat J&J 24,75 euro per aandeel Crucell biedt. Voor de 82 procent van de aandelen die zij nog niet bezit, wordt 1,75 miljard euro betaald. Deze bieding wordt gesteund door het bestuur van Crucell. De geboden prijs impliceert een premie van 58 procent boven de slotkoers van 15,70 euro, zoals die gold vóór de bieding werd uitgebracht.

Zo op het oog een aantrekkelijke exit voor aandeelhouders Crucell. Echter, al snel doken de eerste signalen van oppositie tegen de bieding op. Een 'sum-of-the-parts'-analyse in combinatie met enkele positieve aannames met betrekking tot de nabije toekomst brengt een waarde van tegen de 30 euro binnen bereik. Dat je voorzichtig moet zijn met dergelijke zonnige projecties, blijkt enkele weken later. In een van de productiecentra in Zuid-Korea, waar onder andere het Quinvaxem-vaccin – Crucell's kaskraker – wordt afgevuld, blijkt een besmetting te zijn opgetreden. Gevolg: weg jaarwinst 2010. Vorige week moest Crucell een operationeel verlies van 34,3 miljoen euro rapporteren over 2010 tegen een operationele winst van 39 miljoen euro een jaar eerder.

Een verhoging van R&D-uitgaven van 70,2 miljoen naar 100 miljoen euro is mede debet aan de verslechtering van het resultaat. Deze verhoging is pure noodzaak om de vaccins in een sneller tempo van de ontwikkelings- naar de marketingfase te brengen. En daar zit met name de zwakte van het verdienmodel van Crucell. Het uitontwikkelen van vaccins naar goedgekeurde eindproducten is een langdurige en zeer kostbare zaak. Naar eigen verwachting zal het nog zeker tot 2015 duren vooraleer Crucell de eerste successen uit de eigen pijplijn zal kunnenannonceren. De omzet- en winstgroei zal daarom vanaf 2012 behoorlijk gaan afvlakken, zo waarschuwen de Crucell-bestuurders.

Al met al een aannemelijke redenatie, bedoeld om aandeelhouders Crucell tot aanmelden van hun stukken te bewegen. Ik ben van mening dat de geboden prijs van 24,75 euro per aandeel per saldo beslist als fair kan worden aangemerkt. De voordelen voor de Crucell-stakeholders (personeel, patiënten, toeleveranciers) van toetreding tot het J&J-imperium zijn bovendien evident. Om in de luwte te kunnen uitgroeien tot een wereldspeler in vaccins en antilichamen is een aanlokkelijk vooruitzicht. Voor de kleinere aandeelhouders Crucell overheerst toch een zekere frustratie. Stel dat het griepvaccin in, zeg, 2014 gereedkomt en er vervolgens een pandemie uitbreekt, dan is voor het aandeel Crucell een hogere waardering dan 24,75 euro welhaast vanzelfsprekend. Waarmee de slotconclusie luidt dat aan elke keuze, ook die van Crucell, voor- en nadelen zijn verbonden. ■

