

CSM EN DSM TE BEHOUDEND

De beurswaardering van DSM en CSM blijft door hun voorzichtig conservatisme duidelijk achter bij die van hun branchegenoten. Dat kan ze in de huidige consolidatieslag opbreken.

TEKST: JACQUES POTUIJT (FINANCIËEL CONSULTANT)

Er is een consolidatieslag aan de gang in de sector voor voedingsingrediënten en -supplementen. Het Amerikaanse DuPont neemt het Deense Danisco over, het Belgische Solvay het Franse Rhodia. De overnameprijzen liegen er soms niet om. DuPont had een premie van 25 procent boven op de laatste koers voor Danisco over en waardeerde daarmee het bedrijf op elfmaal de ebitda, het operationele resultaat vóór financieringslasten, belasting, afschrijving en amortisatie goodwill. Op basis van de door Danisco in 2010 behaalde nettowinst betaalde DuPont een overnamemultiple van 22.

Solvay, dat door de verkoop van zijn farmaceutische activiteiten begin 2010 aan het Amerikaanse Abbott over een ruime overnamekas van 5 miljard euro beschikte, was zelfs bereid voor Rhodia een overnamepremie van 50 procent op tafel te leggen. Maar de beurswaardering van het Franse bedrijf was na het verlies dat het in 2009 had geleden laag, en op basis van de 262 miljoen euro die in 2010 werd verdiend laat de overnamekoers-winstverhouding zich becijferen op 13. De producten van Rhodia, dat vooral plastics produceert voor de automobielsector, spreken ook wat minder tot de verbeelding dan die van Danisco dat zich richt op de productie van voedingsingrediënten en enzymen.

CSM en DSM, die beide actief zijn in enigszins vergelijkbare markten, doen behoedzaam mee. Na de verkoop in 2007 van zijn suikerdivisie aan Suikerunie beperkte de overnameactiviteit van CSM zich tot slechts enkele kleine acquisities van Amerikaanse en Britse bedrijven die actief zijn in de markt voor bak-

kerij-ingrediënten. Pas in maart 2010 werd met Best Brands een substantiële acquisitie gerealiseerd. CSM betaalde 510 miljoen dollar ofwel 370 miljoen euro voor dit Amerikaanse bedrijf, dat in 2009 een omzet behaalde van 538 miljoen dollar met ingevroren cakes en muffins. Daarmee had CSM ruim achttienmaal de nettowinst voor Best Brands over.

DSM kocht begin dit jaar het Amerikaanse Martek Biosciences voor 1,1 miljard dollar. Dit aan de Nasdaq genoteerde bedrijf draaide in 2010 met slechts zeshonderd werknemers een omzet van 450 miljoen dollar in supplementen voor baby- en diëtvoeding. De overnameprijs komt neer op achtmaal de ebitda en ruim zeventienmaal de nettowinst.

Het zijn pittige bedragen voor bedrijven die momenteel zelf koers-winstverhoudingen hebben van 12 (DSM) en 13 (CSM) op basis van de voor 2011 verwachte winst. Ondanks hun goede prestaties zijn beleg-

gers maar heel zuinig in hun waardering van beide bedrijven. CSM verrast de laatste jaren met sterk stijgende omzetten en resultaten van de Purac-divisie. Maar voor de combinatie van deze groeibriljant met de tamelijk duffe uitstraling van de banketbakkerij-ingrediënten, de kernactiviteit van het bedrijf, kunnen beleggers kennelijk maar moeilijk warmlopen.

DSM, dat vorig jaar met succes zijn desinvesteringprogramma afrondde, geheel overeenkomstig de blauwdruk in *Vision 2010*, slaagt er desondanks evenmin in naar een wezenlijk hogere waarderingsklasse te promoveren. Met de recente ervaring van de overnameactiviteit in de voedingsingrediëntensector dringt zich de vraag op of deze bedrijven met hun lage waardering zelf niet de aandacht op zich vestigen als overnamekandidaat.

EXCENTRIEKE COMBINATIE

De productmix van CSM is op z'n zachtst gezegd enigszins excentriek te noemen. Van de omzet bestaat 87 procent uit de productie van bakkerij-ingrediënten. De resterende 13 procent wordt behaald met de productie van melkzuur binnen de dochteronderneming Purac. Met een hoge omzetgroei en winstmarge spreekt dit laatste onderdeel het meest tot de verbeelding. De ruime en stabiele kasstroom uit de bakkerij-ingrediënten wordt gebruikt om de forse investeringen in melkzuuractiviteiten te financieren.

Melkzuur kent vele toepassingen, die door verbeterde eigenschappen steeds talrijker worden. Zo wordt het niet alleen gebruikt als reserveringsmiddel voor vlees en frisdranken, maar het speelt ook een rol in de elektronica. Door toenemende hittebestendigheid leent het zich ook voor

