



in de via Gist-brocades verworven farmaceutische activiteiten, met name penicilline, tot een bevredigende winstgevendheid te brengen. Op dit punt is recentelijk echter een belangrijke doorbraak gerealiseerd door de samenwerking met het grote Chinese chemiebedrijf Sinochem. Deze transactie lijkt het ei van Columbus. DSM, dat niet op kon tegen de concurrentiedruk van de Chinezen, sluit nu een alliantie met hen door de penicillineactiviteiten in een joint venture met Sinochem in te brengen. Het Chinese bedrijf betaalt DSM daarvoor 210 miljoen euro en zal zijn marktpositie inzetten om de activiteiten verder te laten groeien in Aziatische markten. Het ziet er naar uit dat DSM hierdoor eindelijk toch de nagestreefde winstgevendheidsdoelstelling voor deze activiteit (een marge van 15% tot 20%) binnen afzienbare tijd zal kunnen bereiken.

De toekomst van DSM is nauw met China verbonden. De omzet in dit land is de afgelopen vijf jaar gemiddeld met 30 procent per jaar gestegen tot 1,6 miljard euro in 2010. In 2015 moet het omzetsniveau nog eens zijn verdubbeld, wat impliceert dat ruim meer dan de helft van de concernomzetgroei in China zal worden gerealiseerd.

Interessant is ook de recentelijk door DSM en DuPont gevormde joint venture Actamax Surgical Materials, die zich richt op producten voor wondafdichtingen, een markt die zich kenmerkt door zowel hoge groei (10% per jaar) als hoge winstgevendheid (gemiddelde operationele marge van rond de 20%). De samenwerking met

DSM (DSM.AS)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	2012T
Omzet	8.380	8.757	9.297	7.866	9.050	8.900	9.300
Ebitda	1.274	1.247	1.357	917	1.278	1.300	1.400
Ebitda	834	823	903	443	838	900	1.000
Nettowinst (€ mln)	537	419	567	327	497	575	640
Ebitdamarge	15,2%	14,2%	14,6%	11,7%	14,1%	14,6%	15,1%
Ebitmarge	10,0%	9,4%	9,7%	5,6%	9,3%	10,1%	10,8%
Nettomarge	6,4%	4,8%	6,1%	4,2%	5,5%	6,5%	6,9%
EV/Balanstotaal	58,0%	54,8%	48,6%	52,1%	53,2%	51,8%	50,0%
Rendement EV	9,5%	7,6%	11,4%	6,8%	9,4%	10,2%	10,9%
WpA	€ 2,85	€ 3,07	€ 3,64	€ 1,44	€ 3,27	€ 3,55	€ 3,90
Dividend	€ 1,00	€ 1,20	€ 1,20	€ 1,20	€ 1,35	€ 1,40	€ 1,45
Aantal uitstaande aandelen	184,9	166,9	162,2	163,0	166,5	165,0	164,0
Koers ult. & 21/4/11	€ 37,43	€ 32,33	€ 18,33	€ 34,46	€ 32,34	€ 43,49	
K/W	13,1	10,5	5,0	23,9	9,9	12,2	11,1
Marktkapitalisatie (€ mrd)	6,9	5,4	3,0	5,6	5,4	7,2	

DuPont, die in september vorig jaar begon, zal zich naar verwachting geleidelijk aan uitstrekken tot een breed scala aan biomedische materialen. De twee bedrijven vertonen grote overeenkomsten in onderzoeksinspanningen en productontwikkeling.

BEHOORLIJK KOERSPOTENTIEEL

CSM en DSM hebben naast hun nagenoeg identieke acroniem gemeen dat ze zeer lang aan hun transformatie hebben gewerkt. Het had best wel een tandje hoger gemogen. Ze delen ook hun vermogen om telkens nieuwe verwachtingen te scheppen. CSM speelt de bal via melkzuur, DSM via bioscience. Tot op zekere hoogte komen ze ermee weg, maar niet te ontkennen valt dat hun beurswaardering achterblijft bij die van branche-genoten.

Opvallend is bijvoorbeeld dat ondanks de grote overeenkomsten tussen DSM en DuPont, de laatste met een koers-winstverhouding van 15 op basis van de geschatte winst in 2011, 25 procent hoger gewaardeerd is. Voor CSM geldt een minstens zo grote onderwaardering ten opzichte van vergelijkbare bedrijven. Dat impliceert evenwel ook dat beide bedrijven over een behoorlijk opwaarts koerspotentieel beschikken, als ze aannemelijk kunnen maken dat hun transformatie met succes is afgerond.

Waarschijnlijk zal DSM hier de komende jaren beter in slagen dan CSM. Hoe interes-

sant het onderdeel Purac ook is, de bulk van de omzet wordt behaald in markten die nauwelijks autonoom groeien. Het is daarentegen een reële mogelijkheid dat DSM een groeispurt maakt wanneer het zijn conservatisme geleidelijk van zich af weet te zetten.

De 5 miljard euro die DSM in principe kan aanspreken voor de implementatie van de nagestreefde viervoudige groeistrategie – opkomende markten, innovatie, duurzaamheid en acquisities – voedt de beleggersfantasie. Mocht realisatie hiervan echter toch een onvervulde belofte blijken, dan toont de recente consolidatieronde aan dat meer actief geleide bedrijven bereid zijn voor overnames diep in de buidel te tasten. DSM kwalificeert zich meer als potentiële overnamekandidaat dan CSM met zijn wel zeer specifieke productmix, die elke overnemer veel kopzorgen zal geven.

Hier en daar wordt wel gespeculeerd dat de twee ook samen een goede combinatie zouden kunnen vormen. Dat lijkt te ver gezocht. Purac zou ongetwijfeld voor DSM een uitstekende aanvulling betekenen, die onder zijn vleugels nog veel sneller zou kunnen uitgroeien. Daar staat tegenover dat CSM's bakkerij-ingrediënten absoluut niet passen in de productmix die DSM nastreeft. Purac vormt in feite een vreemde eend in de bijt en wellicht zou CSM onder enige druk wel bereid zijn dit onderdeel voor een goede prijs aan DSM te verkopen. ■