



lijk beter dan verwachte resultaten over het eerste kwartaal. Solvay zag kans om prijsverhogingen door te voeren op voor haar belangrijke producten, zoals natriumcarbonaat en polymeren. De ebit steeg met 80 procent tot 197 miljoen euro ten opzichte van hetzelfde kwartaal in 2010 bij een omzet die met 23 procent tot 1,7 miljard bleek te zijn gegroeid.

Solvay verwacht met de overname van Rhodia de winstgevendheid aanmerkelijk te kunnen opvoeren. Niet alleen ligt de winstmarge van Rhodia van 12 procent ruim boven de 8,2 procent die Solvay met het eigen productenpakket behaalt, maar bovendien mag gerekend worden op ruime synergieën. Binnen drie jaar moeten de kosten structureel met 250 euro per jaar kunnen worden teruggebracht. Het operationeel resultaat zal binnen enkele jaren kunnen groeien tot een niveau van 2 miljard euro per jaar.

Solvay blijft bij dit alles een conservatief gefinancierde onderneming, die niet van plan is de rentedragende schuld boven de 45 procent van het eigen vermogen te laten oplopen. Een deel van de rijkelijk aanwezige liquiditeiten wordt aangewend om eigen aandelen in te kopen (1,7 miljoen stuks in 2011).

#### ONTSIERDE RESULTATEN

Ook Bayer is het lopende boekjaar goed begonnen. De omzet steeg in het eerste kwartaal – valuta-effecten niet meegerekend – met 10,4 procent, waarvan 7,7 procent dankzij hoger volume en 2,7 procent door hogere prijzen. Door buitengewone lasten

nam het operationele inkomen (ebit) slechts toe met 4 procent, maar het hiervoor gecorrigeerde resultaat vóór afschrijvingen en amortisatie van goodwill (ebitda) verbeterde met 22,3 procent.

Aangetekend moet wel worden dat de cijfers van Bayer niet zo makkelijk te doorgronden zijn, beïnvloed als ze meestal worden door allerlei buitengewone ontwikkelingen. Ze komen zo vaak voor dat de typering ‘buitengewoon’ misplaatst lijkt. Het is eerder buitengewoon indien het resultaat niet door ‘eenmalige’ kosten wordt ontsierd. Om die reden hanteert Bayer ook het begrip ‘kernwinst’. Hieruit zijn niet alleen niet alle buitengewone kosten en baten maar ook de afboekingen op goodwill weggefilterd. Het verschil ten opzichte van het reguliere resultaat is tamelijk onthutsend. In de achterliggende drie jaar lag deze kernwinst op ruim het dubbele niveau van de conventioneel berekende winst. In 2010 was de verhouding zelfs 1,7 met een kernwinst per aandeel van 4,19 euro op een ‘gewone’ winst per aandeel van 1,57 euro.

Het eerste kwartaal vormde hierop geen uitzondering: terwijl de officiële winst per aandeel steeg met 10 procent tot 0,83 euro, kwam de kernwinst per aandeel uit op 1,45 euro, een verbetering met 28,3 procent. Dit keer werd het gewone resultaat gedrukt door herstructureringskosten in de divisies CropScience en HealthCare, en juridische kosten die verband houden met processen rondom genetisch gemanipuleerde producten. Deze ontwikkeling stemt beleggers sceptisch. Het aandeel dat het in de jaren 2006 tot 2010 veel beter deed dan de DAX-

index, bleef daarom het afgelopen jaar sterk op deze index achter.

De voorlopige conclusie moet luiden dat de met veel inspanning en dure acquisities bereikte activiteitenmix nog niet heeft geresulteerd in een recessiebestendige onderneming. Met name de twee divisies CropScience en MaterialScience kregen het in de achterliggende crisisjaren zwaar te verduren. Van de omzet van 35 miljard euro in 2010 werd 32 procent behaald in Pharmaceuticals, 18 procent in Consumer Health, 20 procent in CropScience en 30 procent in MaterialScience. Meest winstgevend is het onderdeel Consumer Health, dat de oude kern van het bedrijf uitmaakt met als meest aansprekende product het ruim honderd jaar oude aspirientje.

Terwijl Healthcare Pharmaceuticals, Consumer Health en CropScience in 2009 nog goed standhielden, stortte de vraag naar producten van de divisie MaterialScience volledig in. De omzet daalde met 25 procent, de helft toe te schrijven aan lagere prijzen, de andere helft aan lager volume. Samen met herstructureringskosten resulteerde dat bij deze divisie in een negatief operationeel resultaat van 266 miljoen euro.

In 2010 was het de beurt aan de divisie CropScience om zeer tegenvallende resultaten te rapporteren. Dit keer waren het vooral uitzonderlijke weersomstandigheden waardoor minder vraag was naar gewasbeschermingsproducten, en de markt kromp met 1,3 procent als gevolg waarvan het bedrijfsresultaat met 23 procent daalde. Daarbovenop kwamen zware juridische lasten in verband met in de Verenigde Staten lopende rechtszaken over genetisch gemanipuleerde rijst, waardoor het bedrijfsresultaat uiteindelijk zelfs 60 procent lager uitkwam.

Ook geografisch zit Bayer momenteel in een spagaat. De omzet in Noord-Amerika stagneert al sinds 2007, die in Europa daalde tijdens de crisisjaren en lag vorig jaar nog steeds ruim 4 procent onder het niveau van 2007. Slechts de activiteiten buiten Europa en Noord-Amerika laten groei zien. Vooral Azië/Pacific, een regio waar de omzet de afgelopen drie jaar gemiddeld met 12,8 procent per jaar steeg, neemt sterk in belang toe. Vorig jaar schoot de omzet hier zelfs met 32 procent omhoog. De bulk van de omzet, 39 procent in Europa en 23 procent in Noord-Amerika, wordt echter behaald in landen waar de groei ontbreekt.

In 2011 lijken alle seinen weer op groen te zijn gesprongen. Zowel bij CropScience als bij MaterialScience verbeterden de resultaten aanzienlijk, dankzij een forse toename