

ruim het dubbele van Kraft zelf.

Cadbury kende vorig jaar een operationele marge van 12 procent. Over de overnamesom laat zich daarmee een rentabiliteit becijferen van 6,3 procent. Dat percentage ligt weliswaar boven de effectieve rente van de ter financiering uitgegeven bedrijfsobligaties van 5,4 procent, maar het minimaal geëiste rendement op het benodigde eigen vermogen bedraagt het dubbele. De gemiddelde vermogenskosten (na belasting) zijn voor Kraft zo'n 8 procent, zodat geconcludeerd mag worden dat de acquisitie van Cadbury vorig jaar de winst heeft verwaterd. De 7,7 procent hogere winst per aandeel die Kraft vorige jaar niettemin kon rapporteren, moet geheel worden toegeschreven aan boekwinsten op afgestoten activiteiten.

Ook hier ligt een parallel met Danone, dat vooruitlopend op de overname van Numico zijn koekjesactiviteiten had verkocht, nota bene aan hetzelfde Kraft. Door die transactie kon in 2007 een boekwinst van ruim 3 miljard euro aan het reguliere resultaat worden toegevoegd, waarop de euforie onder beleggers geen grenzen kende. Daarmee houdt de vergelijking op, want van euforie was rond Kraft's dure overname geen sprake. Wel hebben de forse boekwinsten de waakzaamheid van beleggers vermindert. De incidentele winst werd inderdaad door hen als zoete koek gegeten, zonder dat zij zich afvroegen hoe de resultaten zich in komende jaren, als deze oppeppers afwezig blijven, zullen ontwikkelen en de reguliere winst over een aanmerkelijk hoger aantal aandelen moet worden verdeeld.

Naast de toename van het aantal uitstaande aandelen met 20 procent heeft Kraft een behoorlijke schuldenlast op de schouders genomen. In 2010 steeg de rentedragende schuld van 18,9 naar 28,7 miljard dollar. Bij de huidige lage financieringsrente is dat niet al te bezwaarlijk, maar dat kan snel veranderen wanneer de rente straks, zoals te verwachten is, begint op te lopen als gevolg van onvermijdelijke monetaire verkrapping.

Kraft's strategie is erop gericht wereldwijd een Snack Powerhouse te zijn, om daarmee qua beursperformance tot de top van de voedingsmiddelensector te behoren. Of die doelstelling te rijmen is met de aard van het productenpakket is de vraag. De groei in de Amerikaanse thuismarkt, waar bewust eetgedrag langzamerhand ook veld begint te winnen, is nog maar minimaal. Toch werd in 2010 nog

bijna de helft (48,7%) van de omzet afgezet in Noord-Amerika. Europa was goed voor 23,6 procent en de rest van de omzet (27,7%) vond zijn weg naar de opkomende markten, vooral in Azië en Zuid-Amerika.

Maar 2011 is voor Kraft op het eerste gezicht goed begonnen. De omzet steeg in het eerste kwartaal met 11,1 procent. Voor een deel werd de groei veroorzaakt door Cadbury, dat per februari 2010 werd geconsolideerd. Organisch groeide de omzet met 4,6 procent. Van die groei kwam weer 3,7 procent voor rekening van prijsstijgingen, zodat de volumegroei minder dan een procent bedroeg. Of Kraft zich dit jaar verdere prijsstijgingen kan veroorloven, is allerm minst zeker. Feit is wel dat Kraft vorig jaar een miljard dollar meer kwijt was aan fors in prijs gestegen grondstoffen zoals melk, koffie, cacao en granen. Ook voor 2011 wordt een verdere prijsstijging voorzien.

AANMERKELIJK SCHERPERE FOCUS

Anders dan Kraft met zijn duizenden producten in velerlei categorieën heeft Danone een aanmerkelijk scherpere focus door zich te concentreren op dessertyoghurt (Activia en Actimel), baby- en gezondheidsvoedsel (Aptamil en Bebelac) en mineraalwater (Evian en Volvic). Deze focus is er niet van

de ene op de andere dag gekomen en ook Danone draagt een lang verleden met zich mee van fusies, desinvesteringen en herstructurering. Voortgekomen uit het Franse BSN, dat zich aanvankelijk louter bezighield met de productie van glazen potjes voor de conserven- en drankenindustrie, kwam het bedrijf er na verloop van tijd achter dat er meer te verdienen viel met de inhoud dan aan de glazen verpakking.

Voordat de huidige productmix werd bereikt, begaf het bedrijf zich in het brouwen van bier (Kronenbourg) en het bakken van biscuits. Het bier ging in 2000 naar Scottish & Newcastle en de koekjes werden in 2007 aan Kraft verkocht. Deze laatste desinvestering bracht 5,3 miljard euro op, exact de helft van het geld dat Danone nodig had om in hetzelfde jaar de 10,6 miljard euro voor Numico te kunnen betalen. Danone leek de overname deels ook te gebruiken om zich te weren tegen de avances van PepsiCo.

Deze overname, net als die van Cadbury door Kraft, werd vier jaar geleden alom als zeer duur beoordeeld. Destijds was de verwachting dat Danone pas vanaf 2010 zou mogen rekenen op een positieve winstbijdrage van Numico. We kunnen nu achteraf vaststellen dat de ontwikkeling in de afgelopen twee jaar inderdaad tamelijk teleurstellend is geweest. De operationele marge verbeterde weliswaar belangrijk, maar de hoge financieringslasten van de overname zorgden ervoor dat de onderliggende winst per aandeel in de jaren 2007 t/m 2010 gemiddeld met nog geen 3 procent per jaar steeg. Op de beurs ging het aandeel in 2009 flink onderuit.

Aan de performance van de Numico-activiteiten binnen Danone heeft het niet gelegen. De omzet van babyvoeding steeg in 2008 – het eerste jaar van consolidatie – met 17 procent en die van medische voeding met 12,7 procent. Dankzij de realisatie van operationele synergieën lieten beide productgroepen in datzelfde jaar een flinke sprong in de operationele winstgevendheid zien. In 2009 en 2010 steeg de omzet van babyvoeding gemiddeld met ruim 8 procent per jaar en in medische voeding met ruim 10 procent. De marge van babyvoeding verbeterde daarbij stelselmatig, maar die van medische voeding kwam in 2009 en 2010 wel wat onder druk.

Per saldo deden de van Numico verworven activiteiten het beter dan de divisie Water en Zuivelproducten, die met name in 2009

