

NICHESPELER IN THUISMARKT

Hershey zag over de eerste zes maanden van dit jaar de operationele winst en nettowinst stijgen met respectievelijk 24,5 en 40,6 procent op een met 6,2 procent toegenomen omzet. Hershey had minder last van valutaperikelen omdat het ruim 90 procent van de omzet op de Amerikaanse markt afzet. Haar topmerken, zoals Hershey's Kisses en Ice Breakers, zijn daarom aan deze zijde van de oceaan niet zo bekend. Naarmate de consolidatie in de sector zich voortzet, wordt Hershey steeds meer een nichespeler in de eigen thuismarkt.

Dit verklaart ook waarom Hershey erin slaagt omzetgroei vooral te realiseren langs de weg van prijsverhoging. Al in augustus 2008 gingen haar groothandelsprijzen met 11 procent omhoog. Opmerkelijk is dat deze prijsverhoging, die in de eerste helft van dit jaar haar volle gewicht kreeg, gepaard ging met een lichte verbetering van het marktaandeel in de Verenigde Staten. Kennelijk is de prijselasticiteit van haar producten gering.

In de eerste helft van dit jaar verbeterde de operationele marge van 9,6 tot 11,2 procent. Deze verbetering moet wel in breder perspectief worden gezien. In de jaren 2004-2006 lag de marge gemiddeld nog rond 19 procent. Stijgende grondstofprijzen en daardoor uitgelokte herstructureringen hebben een zware tol op Hershey gelegd.

In de eerste helft van dit jaar werd weer 50 miljoen dollar aan herstructureringen gepend, vooral verband houdend met afvloeiing van personeel en sluiting van fa-



IRENE ROSENFELD, CEO KRAFT

brieken. Ook hier zullen de kosten voor de baten uitgaan en zal de komende jaren de winstgevendheid moeten kunnen verbeteren.

Voor de rest van 2009 voorziet Hershey wel enige druk op het omzetvolume als gevolg van de hogere verkoopprijzen, maar rekent niettemin op een omzetgroei binnen de gestelde doelstelling van 3 tot 5 procent per jaar. De winstgroei per aandeel zal dit jaar iets boven de jaarlijks ten doel gestelde 6 tot 8 procent uitkomen. Hieruit valt af te leiden dat Hershey rekening houdt met een verbetering van de operationele marge over het hele jaar van 11,5 tot circa 13,0 procent. Er is nog ruimte voor verbetering hoewel het niet waarschijnlijk is dat de hoge marges

van weleer zullen terugkeren. Een marge van uiteindelijk zo'n 15 procent zal ook hier wel de limiet zijn.

WACHTEN OP HOGER BOD

Voor zover Cadbury een kauwgomfabrikant is, valt te beargmenteren dat de overnamecondities dicht bij die van Wrigley zouden moeten aansluiten. Maar voor het overgrote deel, zo'n 70 procent van de omzet, is Cadbury een zoetwarenbedrijf in een sector waarvoor de vooruitzichten op langere termijn – vergrijzing, gezondheidsaspecten, verzadigde thuismarkten – toch niet onverdeeld gunstig zijn.

De opvallende afzijdigheid van Nestlé, de meest voor de hand liggende partij die met het grootste gemak een genereus tegenbod zou kunnen uitbrengen, valt daardoor misschien te verklaren. Het lijkt niet ongerijmd te veronderstellen dat Nestlé een grotere strategische waarde toekent aan expansie in 'wellness'-producten. Recente acquisities in dieetproducten, weight management, voedingssupplementen en farmaceutica lijken dat te ondersteunen.

Als Nestlé buiten spel blijft, en andere potentiële overnemers weinig animo tonen, stijgt het risico dat Cadbury's bestuursvoorzitter zijn hand overspeelt. De laatste ontwikkelingen wijzen al op een wat grotere inschikkelijkheid. Principiële bezwaren zouden nu opzij gezet kunnen worden door een hoger bod. De belangrijkste parameters voor de vaststelling van de maximale hoogte van het bod zijn de verwachte synergie en de condities waartegen Kraft de overname

HERSHEY CO (HSY)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Omzet (\$ mln)	4.416	4.820	4.944	4.947	5.133	5.350	5.560
Ebit	877	854	993	459	590	680	740
Nettowinst	575	489	559	214	311	350	400
Nettowinst (genormal.)	575	585	574	491	311	350	400
EV/Balanstotaal	30,0%	23,8%	14,0%	14,0%	8,7%	10,0%	11,4%
Rendement TV	24,0%	22,0%	25,9%	11,8%	16,5%	19,4%	21,1%
Rendement EV	53,8%	58,0%	72,5%	61,7%	47,3%	51,9%	57,1%
Ebitmarge	19,8%	17,7%	20,1%	9,3%	11,5%	12,7%	13,3%
Nettowinstmarge	13,0%	12,1%	11,6%	9,9%	6,1%	6,5%	7,2%
WpA	2,24	1,97	2,34	0,93	1,36	2,08	2,24
WpA (genormaliseerd)	2,24	2,36	2,40	2,12	1,36	2,08	2,24
Uitst. aandelen (mln)	256,9	248,3	239,1	231,4	228,7	225,0	220,0
Koers ult. & 25/9/09	55,34	55,25	49,80	39,40	34,74	39,00	
K/W	24,7	23,4	20,8	18,6	25,5	18,8	17,4
Marktkapitalisatie (\$ mrd)						8,8	

HERSHEY CO (\$)

Beurswaarde	8,8 mrd	Wpa 2009T	2,08
Omzet 2008	5,1 mrd	Wpa 2010T	2,24
Nettowinst 2008	311 mln	Dividend 2008	1,19