

**KRAFT FOODS (KFT)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Omzet (\$ mln)	31.140	33.009	33.256	36.134	42.201	41.100	51.000
Ebit	4.250	4.360	4.154	3.966	3.817	4.521	5.800
Nettowinst	2.665	2.632	3.060	2.590	2.901	2.850	3.500
Nettowinst (genormal.)	2.665	2.632	3.060	2.359	1.842	2.850	3.500
EV/Balanstotaal	49,9%	51,4%	51,4%	40,1%	35,2%	36,7%	37,3%
Rendement TV	7,4%	7,4%	7,3%	6,4%	5,8%	7,3%	8,6%
Rendement EV	9,0%	8,8%	10,5%	8,4%	7,4%	12,9%	14,0%
Ebitmarge	13,6%	13,2%	12,5%	11,0%	9,0%	11,0%	11,4%
Nettowinstmarge	8,6%	8,0%	9,2%	6,5%	4,4%	6,9%	6,9%
WpA	1,55	1,35	1,85	1,62	1,92	1,96	1,99
WpA (genormaliseerd)	1,43	1,57	1,71	1,48	1,22	1,96	1,99
Uitst. aandelen (mln)	1.714	1.693	1.655	1.594	1.510	1.465	1.761
Koers ult. & 25/9/09	35,61	28,17	35,70	32,63	26,85	26,53	
K/W	24,9	17,9	20,9	22,0	22,0	13,5	13,3
Marktkapitalisatie (\$ mrd)						38,9	

kan financieren. De potentiële synergieën – kostenbesparingen van circa 6 procent van Cadbury's omzet – lijken wat zuinig door Kraft te zijn geschat en zouden weleens tot het dubbele kunnen oplopen. Afgaande op de rendementen van haar bestaande 'corporate notes' moet Kraft het contante deel van de overname kunnen financieren tegen een rente van 5,5 procent.

Kraft moet in staat zijn het bod te verhogen tot 830 pence, zo'n veertien keer ebitda, wat neerkomt op een verhoging van het contante deel tot 400 pence. In bijgaande tabel is verondersteld dat de overname van Cadbury tegen deze condities in 2010 ten volle zal zijn gerealiseerd. Vooral de uit-

breiding met 24 procent van het aantal uitstaande aandelen zal ervoor zorgen dat in dat jaar de winst per aandeel nauwelijks zal toenemen. Daar staat een beter groeiperspectief in de navolgende jaren tegenover. De huidige koers-winstverhouding van 13,5, een waardering die exact gelijk is aan die van Nestlé, lijkt dat al in redelijke mate te verdisconteren.

Dat Hershey na een overname van Cadbury niet meer zelfstandig kan voortgaan, zal ook het bestuur van de charitatieve stichting, die ruim 70 procent van het stemrecht

uitoefent, wel moeten toegeven. Misschien verklaart het feit dat er nog een alternatief op de markt komt de huidige terughoudendheid van potentiële overnemers om het bod van Kraft op Cadbury te overtreffen. Als een tot 820 pence verhoogd bod slaagt, zal de overnamekoers-winstverhouding 24,3 bedragen.

Hershey heeft op dit moment een koers-winstverhouding van 18,8, maar door haar grote afhankelijkheid van de Amerikaanse markt en een tamelijk eenzijdig assortiment chocoladeproducten heeft zij een overnemer strategisch minder te bieden. Speculeren op een genereuze overnamepremie lijkt daarom niet opportuun. ■

