



een hoge verdisconteringsvoet ter dekking van het risico. Met al deze onzekerheden is het niet vreemd dat beleggers (en analisten) voor Crucell tot sterk uiteenlopende waardebeoordelingen komen. Een waardering van 10 euro per aandeel kan net zo verdedigbaar zijn als 40 euro.

De enorme spreiding in waardering is te illustreren aan de hand van de verwachte brutomarges (omzet minus productiekosten) voor drie belangrijke delen binnen Crucell. Natuurlijk is het aan iedere belegger om zijn eigen inschatting te maken van de diverse parameters. Bovendien moeten voor de uit-

eindelijke waardebeoordeling per aandeel ook alle overige onderdelen van Crucell plus de netto liquide middelen worden opgeteld. Tot slot moeten de vaste kosten (research & development, verkoop, overhead en administratie) nog worden verrekend, net als de belastingen.

#### UITEENLOPENDE WAARDERINGEN

Het eerste deel is Quinvaxem. Deze vaccincocktail tegen vijf kinderziekten genereert momenteel het overgrote deel van de omzet. Crucell heeft hiermee een dominante positie verworven en verwacht deze voorlopig te kunnen handhaven. Niet alleen vanwege kwaliteitsproblemen bij de grootste concurrent Shanta, die daardoor even lijkt uitgespeeld, maar ook dankzij een technologische voorsprong via een mogelijke toevoeging van een zesde vaccin en een vereenvoudigde toediening.

Bij een geschatte marktomvang van 500 miljoen euro, een brutomarge van 40 procent, een marktaandeel van 50 procent, geen groei (van marktaandeel en/of van de totale markt), nog tien jaar omzet en een discontovoet van 10 procent waartegen de toekomstige brutowinsten contant gemaakt worden naar nu, ligt een reële waardering van dit onderdeel op ongeveer 9 euro per aandeel. Als daarentegen jaarlijks 10 procent groei kan worden gerealiseerd, neemt de waarde toe tot ruim 13 euro.

Het tweede blok betreft griep. Crucell timmert al jaren aan de weg op de griepmarkt, al is kostbare tijd verloren gegaan door het partnership met Sanofi Pasteur, dat onlangs met gesloten beurzen is ontbonden. Sanofi Pasteur had weinig belang bij het ontwikkelen en produceren van griepvaccins middels Crucell's op de menselijke cel gebaseerde PER.C6-technologie, aangezien het zelf marktleider was met de productie via kippeneieren. Crucell heeft inmiddels het initiatief weer in handen en zal de eind 2008 gepubliceerde wetenschappelijke ontdekking betreffende antilichamen ter bestrijding van veel griepvarianten te gelde proberen te maken.

Uitgaande van een totale markt van 7 miljard euro, een brutomarge van 20 procent (afhankelijk van de onderhandelingskracht van Crucell met een partner), 10 procent

### VERSTRENGELING J&J, CRUCCELL EN GALAPAGOS

Bij de overnamepoging van J&J neemt biotechbedrijf Galapagos een bijzondere positie in. Een belangrijke inkomstenbron voor Galapagos ligt in succesbetalingen ('milestone payments') die het van zijn partners moet gaan ontvangen voor lopende ontwikkelprogramma's. Zo verricht de onderzoeksdienst van Galapagos onderzoek voor grote farmabedrijven als GlaxoSmithKline, Merck en Janssen Pharmaceutica. Farmaciebedrijven waarmee Galapagos een deal heeft gesloten zullen constant de rekenmachine bij de hand houden om te berekenen of zij op termijn niet meer kwijt zijn aan mijlpaalbetalingen en royalty's dan het in één keer betalen van een goede overnameprijs.

Galapagos' bestuursvoorzitter Onno van der Stolpe heeft altijd gezegd dat dit pas echt actueel wordt bij een succesvol doorlopen studie van klinische fase II. Dan laat de marktintroductie van het betreffende medicijn niet zo heel lang meer op zich wachten en zijn de risico's voor het farmaciebedrijf te overzien.

Een van Galapagos' programma's, het reumaprogramma, heeft een speciale structuur. Janssen Pharmaceutica is onderdeel van J&J en heeft een optie om dit programma na een succesvol doorlopen studie van klinische fase II voor 60 miljoen euro over te nemen. Daarna kan Galapagos bij een succesvolle verdere ontwikkeling door de Amerikanen tot bijna 800 miljoen euro aan 'downstream'-mijlpaalbetalingen en daarbovenop nog eens tot 10 procent royalty's op medicijnverkoop tegemoet zien. Bedenk dat de huidige marktkapitalisatie van Galapagos circa 290 miljoen euro bedraagt. Galapagos is afgelopen week met dit programma fase II ingegaan. Mogelijk dat deze studie wel een jaar zal vergen, maar dan moet toch ook duidelijk worden wat Janssen zal gaan doen. Janssen heeft onder dezelfde condities zelfs een optie op twaalf door Galapagos ontdekte reuma-'targets', eiwitten die mogelijk een rol spelen in het ziektegebied. Deze targets zijn echter veel minder ver in ontwikkeling, maar zullen zeker aan vertrouwen winnen bij hoopgevendende data uit de huidige klinische studies.

Toevallig of niet, maar moederbedrijf J&J bezit ook 4,7 procent van de aandelen Galapagos. Galapagos is ontstaan uit een in 1999 opgerichte fiftyfifty joint venture tussen Crucell en Tibotec, een Belgische dochteronderneming van J&J. Crucell houdt 5,2 procent in Galapagos, waarmee het totaalbelang van J&J in Galapagos na een geslaagd bod op Crucell op 9,9 procent zou uitkomen. Het lijkt zeer aannemelijk dat Janssen (J&J) bij interessante data zijn optie zal uitoefenen of wellicht een bod op geheel Galapagos zal doen.