

Bayer wordt de grootste in Agribusiness

Na vier maanden van onderhandelen is het eindelijk zover. Het Duitse Bayer gaat voor het lieve sommetje van \$ 66,3 miljard ofwel voor \$ 128 per aandeel zijn Amerikaanse concurrent Monsanto overnemen. De overname wordt in contanten betaald alhoewel Bayer een bedrag van \$ 19 miljard uit de markt gaat halen door convertibels uit te gaan geven. Vijf banken hebben Bayer een overbruggingskrediet verschaft ter waarde van \$ 57 miljard. Inclusief schuld komt het bod uiteindelijk op \$ 66,3 miljard. Dit bod vertegenwoordigt een premie van \$ 17 miljard op de marktkapitalisatie van Monsanto aan de vooravond van het eerste bod.

\$mn	Monsanto	Bayer	Adjustments	Pro Forma
Debt	10,505	21,756	37,010	69,270
Cash	1,205	1,184		2,389
Net Debt	9,300	20,572	37,010	66,882
EBITDA	3,577	12,215		15,792
Synergies			1,500	1,500
Adj. EBITDA	3,577	12,215	1,500	17,292
Net Leverage	2.60x	1.68x		4.24x
Adj. Net Leverage				3.87x

Figuur 1 Pro forma balans

Bayer rechtvaardigt zijn bod in contanten door te verwijzen naar de extreem lage fundingkosten. De nieuwe combinatie verwacht bovendien dat er na drie jaar \$ 1,5 miljard aan synergie-effecten bereikt kunnen worden in de vorm van kostenbesparingen ter waarde van \$ 1,2 miljard en \$ 0,3 miljard aan extra sales. In het eerste jaar van de deal krijgt de winst per aandeel al een duwtje in de rug. Pas in het derde jaar van de overname zal die bijdrage echt substantieel zijn. Debt/EBITDA gaat naar 4,24X. Daar past een creditratio bij van BBB, maar volgens Bayer blijft de doelstelling investmentgrade.

De nieuwe combinatie is niet uit kracht geboren, eerder is het omgekeerde het geval. Door de hele lage prijzen voor hun gewassen is de koopkracht onder boeren de laatste jaren dramatisch afgenomen. Die afnemende koopkracht is aanleiding geweest voor een nieuwe ronde van consolidatie in de sector Agribusiness. Zo hebben Dow Chemical en DuPont de Nemours een fusie aan te gaan op voet van gelijkheid en wil het Chinese ChemChina het Zwitserse Syngenta overnemen.

Door samen te gaan treedt schaalvergroting op met alle positieve gevolgen van dien. De *one-stop-shop* benadering moet boeren aan bedrijven binden. Die zullen bereid zijn om voor een goed op elkaar afgestemd pakket van zaden en bestrijdingsmiddelen, waardoor de oogst beter wordt, een premie te betalen. Althans zo is de redenering. Er is in ieder geval veel te halen voor de bedrijven. De markt voor agribusiness zal in 2025 € 120 miljard waard zijn. De nieuwe combinatie zal daar een groot deel voor zich opeisen. Nu al bedraagt hun gezamenlijke omzet € 23,1 miljard tegen bijvoorbeeld € 14,8 miljard voor de combinatie ChemChina-Syngenta en € 14,6 miljard voor de mogelijke combinatie Dow-Dupont.

Bayer-Monsanto gaat die markt domineren, zoveel is wel duidelijk. Dat is goed nieuws voor het bedrijf zelf en zijn aandeelhouders, maar dat doet tegelijk veel wenkbrauwen fronsen bij toezichthouders in zulke steden als Washington en Brussel. Als alle voorgenomen fusies en overnames doorgang vinden, dan wordt deze markt na 2017 gedomineerd door slechts 4 spelers. Bij de toezichthouders overal ter wereld begint twijfel te groeien over de wenselijkheid van dit oligopolie. Het is de vraag of dit de positie van boeren niet ernstig gaat aantasten en dat zulks uiteindelijk ten koste zal gaan van de belangen van consumenten.



Figuur 2 Beleggers Monsanto hebben hun twijfels over de fusie

Als de fusie wereldwijd goedkeuring krijgt, dan zullen er waarschijnlijk de nodige bedrijfsonderdelen in de verkoop gedaan moeten worden om te voorkomen dat de nieuwe combinatie te dominant wordt op sommige deelmarkten. Critici wijzen erop, dat boeren in de VS straks alleen nog maar bij Bayer-Monsanto terecht kunnen voor hun katoenzaden. Dat is een zeer onwenselijke situatie. Beleggers lijken er allesbehalve van overtuigd dat de overname er komt. Analisten schatten de kans op 50%. De koers van beide bedrijven reageerde negatief na het bekend worden van het geslaagde bod.



Figuur 3 Evenals die van Bayer

Bij ER Capital bestaat grote twijfel over de haalbaarheid van de overname. Los daarvan is de overnameprijs hoog en lijken de synergie-effecten beperkt. Uit het due diligence onderzoek kwamen geen mogelijkheden voor extra kostenbesparingen naar voren. Het management

zal komende maanden en misschien wel jaren veel tijd moeten besteden aan overleg met toezichthouders. Dat zal ten koste gaan van hun 'normale' werkzaamheden en dat in tijden dat ontwikkelingen noch bij Agribusiness noch bij Pharma echt goed zijn. We hebben een Houdenadvies op beide bedrijven en willen dat handhaven in afwachting van meer duidelijkheid.