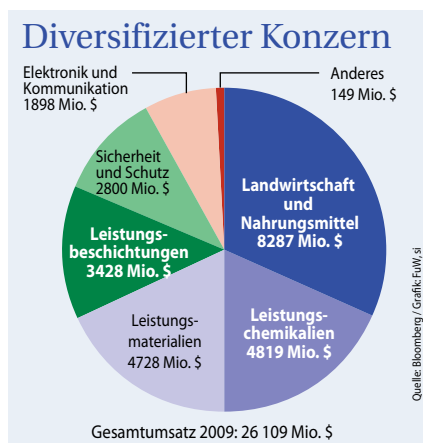
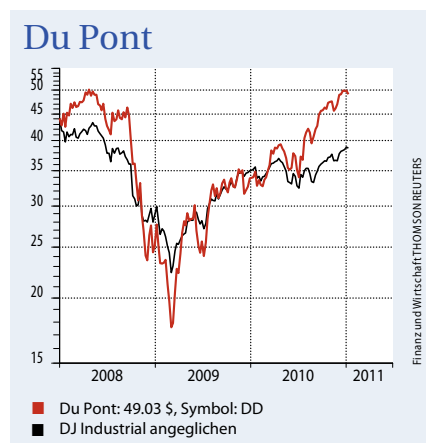




Die Du-Pont-Biologen **Hong Wang** (links) und **Natalie Weber** extrahieren **polymerische Materialien** aus Pflanzen.

Chemiekonzern Du Pont setzt Diversifikation fort

Offerte für den dänischen Nahrungsmittelzusatzhersteller Danisco – Aktien kaufenswert



Unternehmenszahlen

	2009	2010 ^A	2011 ^A
Umsatz in Mrd. \$	26,1	31,4	33,7
- Veränderung in %	-14,7	+20,3	+7,3
Gewinn in Mrd. \$	1,8	2,9	3,3
- Veränderung in %	-12,6	+61,1	+13,8
Kurs am 10.1. in \$			49,03
Performance 1 Jahr in %			+43,1
Gewinn/Aktie in \$	2,03	3,15	3,54
KGV	-	16	14
Dividende in \$	1,64	1,64	1,65
Rendite in %	3,4	3,3	3,4
Börsenkap. in Mrd. \$			44,8
Anzahl Mitarbeiter	58 000		
Hauptaktionäre: State Street (4,5%), Capital World Investors (4,2%), Vanguard Group (3,7%)			

^ASchätzung

MARTIN GOLLMER

Du Pont treibt die Transformation von einem Chemieunternehmen zu einem Konzern mit einer breiten Palette wissenschaftsbasierter Produkte voran. Die Amerikaner wollen dazu den dänischen Nahrungsmittelzusatzhersteller Danisco für 5,8 Mrd. \$ in bar übernehmen. Auch wenn die Du-Pont-Aktien nach Ankündigung des Deals verloren, ist die US-Gesellschaft für langfristig orientierte Anleger eine Investition wert.

Du Pont offeriert 665 dKr. (116 \$) je Danisco-Aktie, was einem Aufschlag von 25,5% gegenüber dem Schlusskurs vom Freitag, dem letzten vor der Übernahmeankündigung gezahlten Betrag, entspricht. Der US-Konzern übernimmt gleichzeitig 500 Mio. \$ Schulden der Dänen. Der Verwaltungsrat von Danisco hat die Offerte zur Annahme empfohlen. Du Pont hat schon seit zehn Jahren keinen so grossen Handel mehr getätigt wie jetzt.

Schon seit 2008 verlobt

Du Pont will die Akquisition mit rund 3 Mrd. \$ Barmitteln und den Rest mit neu aufgenommenen Krediten bezahlen. Das Unternehmen erwartet, dass der Deal die bisherige eigene Gewinnprognose für 2011 von 3.30 bis 3.60 \$ pro Titel um 30 bis 45 Cent reduzieren wird. Du Pont wies im dritten Quartal per Ende September 2010 eine Nettoschuld von 6,3 Mrd. \$ auf.

Du Pont und Danisco arbeiten schon seit 2008 in einem Biotreibstoff-Gemeinschaftsunternehmen zusammen. Es passt in einen der vier Megatrends, die seit dem 2009 erfolgten Amtsantritt von Chairman und CEO Ellen Kullman die Strategie des US-Konzerns definieren: Verringerung der

Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen, Steigerung der Nahrungsmittelproduktion, Schutz von Personen, Vermögenswerten und Umwelt sowie Ausbau des Geschäfts mit aufstrebenden Märkten sind die andern drei Megatrends. Danisco würde zum existierenden Nahrungsmittelzusatzgeschäft sowie zur Division Pioneer Hi-Bred beitragen. Letztere ist eine der weltgrössten Produzentinnen von Saatgut und Agrochemikalien.

Zu den sechs Geschäftsbereichen von Du Pont gehört auch die Herstellung von Farben, Verpackungsmaterialien aus Tyvek-Fasern, Körperschutzpanzern aus Kevlar oder Leistungschemikalien wie Titandioxid (vgl. Grafik). Der Kauf von Danisco könnte Umsatzverluste bei den pharmazeutischen Produkten kompensieren. Sie litten zuletzt unter dem Verfall von Patenten. Die in Wilmington einen Ertrag von 15,4 Mrd. dKr. (2,7 Mrd. \$) und einen Überschuss von 1,4 Mrd. dKr. (244 Mio. \$).

Zwar ist Danisco vor allem für ihre Nahrungsmittelzusätze bekannt. Das Unternehmen ist aber auch einer von Dänemarks zwei weltweit führenden Produzenten im aufkommenden Biotreibstoffsektor. Danisco verwendet für die Fabrikation speziell gebaute Enzyme statt Mais oder Zucker. In den USA ist Danisco kein bekannter Name. Dennoch sind Zutaten des dänischen Unternehmens in vielen Supermarktprodukten präsent. Es stellt Bakterienkulturen für Käse und Joghurts

her, Enzyme für Bier, Säfte und Wein sowie Süsstoffe für Eiscreme.

Morten Imsgard, Analyst in Diensten der dänischen Sydbank, bezeichnete gegenüber dem «Wall Street Journal» das Angebot Du Ponts als fair. Die Amerikaner bezahlen 15,2-mal Daniscos Gewinn vor Zinsen und Steuern, verglichen mit einem 15,3-Durchschnitt von zehn Übernahmen im Nahrungsmittelsektor seit 2001. «Danisco hat in den vergangenen Jahren einen nachhaltigen Turnaround bewerkstelligt», sagte Imsgard weiter. «Aber was die Zukunft angeht, so sehen sie sich einer kompetitiven Umgebung mit vielen schlagkräftigen Spielern gegenüber.»

Synergien entscheidend

Für John McNulty, Analyst bei Credit Suisse, ist «der Deal teuer und der Ertrag dünn». Wenn jedoch Synergien erzielt werden könnten, die typisch seien für Übernahmen im Chemiesektor – 7 bis 10% des Umsatzes –, könnte sich die Transaktion für Du Pont als «anständig» erweisen. Der US-Konzern hat die Synergien mit 130 Mio. \$ angegeben, was nur rund 5% des Ertrags von Danisco entspricht.

Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14 für 2011 sind die Du-Pont-Aktien leicht günstiger bewertet als jene des US-Branchenführers Dow Chemical (KGV von 15 für 2011). Anleger sollten sich von der negativen Reaktion der Börse – die Du-Pont-Titel verloren am Montag 1,5% – nicht verunsichern lassen. Die Kultur der Rechenschaftspflicht und Verantwortlichkeit, die Du-Pont-Chefin Kullman im Unternehmen eingeführt hat, wird dazu führen, dass es Danisco gewinnbringend integrieren kann und die eigenen konservativen Prognosen übertrifft.

Lorillard hält die Luft an

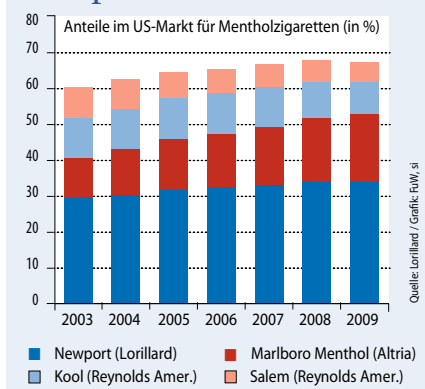
Mentholzigaretten droht Verbot – Aktien des Tabakmultis meiden

FRANK HEINIGER

Was haben der ehemalige Bundeskanzler Helmut Schmidt und die Mehrheit der afroamerikanischen Raucher gemein? Sie schwören auf Zigaretten mit Mentholgeschmack. In den USA könnten die Tage der aromatisierten Glimmstengel allerdings bald gezählt sein: Noch in dieser Woche tagt ein Komitee der FDA (Food and Drug Administration), um die neuesten Studienresultate auszuwerten. Bereits im März könnte die US-Gesundheitsbehörde ein nationales Verbot folgen lassen.

Davon sind Tabakmultis wie Altria oder Reynolds American wenig erbaut. Mentholzigaretten machen rund ein Drittel des 70 Mrd. \$ schweren US-Zigarettenmarktes aus – so viel wie in keiner anderen Industrienation der Welt. Am meisten steht aber für Lorillard auf dem Spiel: Dank der erfolgreichen Marke Newport hat das drittgrösste US-Tabakunternehmen seine Führung im Mentholzigarettenmarkt stetig ausgebaut (vgl. Grafik). Newport ist nun bereits für über 90% des Lorillard-Umsatzes verantwortlich.

Newport dominiert



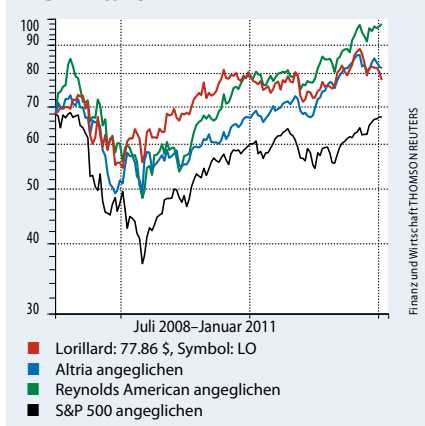
Schutz von Minderjährigen

Weshalb stehen gerade Mentholzigaretten in der Kritik? Primär bemängelt die FDA, dass Menthol den scharfen Tabakgeschmack überdeckt. Das mildere Aroma verführe deshalb vor allem Minderjährige zum Rauchen. Tatsächlich belegt eine von der Gesundheitsbehörde durchgeführte Studie, dass beinahe die Hälfte aller rauchenden Jugendlichen der USA zwischen zwölf und siebzehn Jahren zu Mentholzigaretten greift. Zudem erschwere es der Geschmack, von der Sucht wegzukommen.

Auch herrsche in weiten Bevölkerungsteilen weiterhin die – inkorrekte – Annahme vor, dass Mentholzigaretten weniger schädlich seien. Das gründe darin, dass in der Vergangenheit die Werbung der Tabakkonzerne eine geringere Gesundheitsgefährdung suggeriert habe.

Ein Verbot der Mentholzigaretten wäre für Lorillard ein «Untergangsszenario», erklärte jüngst Philip Gorham, Analyst des Fondspezialisten Morningstar. Kein Wunder hat das Unternehmen fleissig mit Lobbying begonnen. Lorillard argumentiert etwa, dass ein Verbot lediglich die Bildung eines Schwarzmarktes begünstigen würde. Auch hat sich der Tabakkonzern um die Unterstützung schwarzer Interessengruppen bemüht. Denn die Debatte hat eine wichtige ethnische Komponente: Studien

Lorillard



machen deutlich, dass 80% der afroamerikanischen Raucher Mentholzigaretten bevorzugen. Bei weissen Konsumenten liegt der Wert bei lediglich 30%.

Im Internet hat sich Lorillard ebenfalls frühzeitig positioniert. Wie das «Wall Street Journal» berichtete, habe sich der Konzern bereits letztes Jahr eine Vielzahl von Internet-Adressen – wie etwa «menthokills.com» – gesichert, damit sie nicht in die Hände von Menthol-Gegnern fallen.

Risiko ist nicht eingepreist

2008 wurde Lorillard aus dem Mischkonzern Loews ausgegliedert. Die Aktien haben seither im Vergleich zu den Konkurrenztiteln Altria und Reynolds American weniger gut abgeschnitten (vgl. Chart). Trotzdem scheint das Risiko eines Mentholzigarettenverbots durch die FDA noch nicht vollständig eingepreist zu sein. Obwohl die Valoren mit einem geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2011 von 11 günstig erscheinen, muss von einer Investition abgeraten werden.

Sanofi-Aventis lässt nicht locker

Der Pharmakonzern scheint willens, die Offerte für Genzyme aufzustocken

In den Übernahmekampf zwischen dem französischen Pharmakonzern Sanofi-Aventis und dem US-Biotech-Unternehmen Genzyme kommt neue Bewegung. Sanofi ist offenbar bereit, ihr Angebot von 69 \$ je Aktie zu erhöhen. Allerdings will sie ein höheres Angebot offenbar vom Erfolg des Produktportfolios abhängig machen: Der französische Konzern hat am Sonntag bestätigt, dass seine Beraterfirmen mit Genzyme über eine erfolgsabhängige Zahlung – ein Contingent Value Right (CVR) – für ein Multiple-Sklerose-Mittel verhandeln, das unter dem Namen Lemtrada vertrieben werden soll.

Nach Angaben von Sanofi-Aventis bestehen allerdings grosse Meinungsunterschiede über die Höhe der erfolgsabhängigen Zahlungen sowie über die Bedingungen, an die sie geknüpft werden sol-

len. Genzyme rechnet für Lemtrada mit einem Umsatz von bis zu 3,5 Mrd. \$ pro Jahr, Sanofi dagegen geht von nur rund 750 Mio. \$ aus. Auch Finanzanalysten halten die Genzyme-Schätzungen für zu hoch. Deshalb sei es nicht sicher, ob sich eine Einigung erzielen lasse, erklärt Sanofi. Zeitungsberichten zufolge ist der Konzern aber bereit, sein Angebot über die CVR-Zahlung auf 80 \$ je Aktie – also insgesamt 20,7 Mrd. \$ – zu erhöhen.

Der Pharmariese wirbt seit Ende August um den US-Biotech-Spezialisten. Doch Genzyme-Chef Henri Termeer sowie die meisten Aktionäre lehnten das Angebot als zu niedrig ab und zwangen Sanofi-Konzernchef Chris Viehbach so, das feindliche Übernahmeangebot bis zum 21. Januar zu verlängern. Beide Unternehmenschefs sollten sich am gestrigen Dienstag auf einer von J.P. Morgan in San Francisco organisierten Gesundheitskonferenz treffen. In zwei Wochen sollen sie zudem beide am Weltwirtschaftsgipfel in Davos teilnehmen. Allerdings dürfte Sanofi grosses Interesse daran haben, noch vor Ablauf der Frist für das feindliche Übernahmeangebot eine Erfolgsmeldung vorweisen zu können. Investoren befürchten deshalb, dass der Konzern den Bargeldanteil seiner Offerte doch noch erhöht, um Genzyme zu übernehmen; aus Investorensicht wäre ein CVR besser. Die Märkte stuften die Sanofi-Aktien (KGV von 7,5) am Montag nach Bekanntwerden der neuen Gespräche ab: Die Titel verloren 1,7% auf 48,91 €.

Sanofi-Aventis

