

# Spot opkøbsmålet og scor kurspræmie på 30 pct

Der er gode gevinster at hente, når børsselskaber bliver opkøbsmål. En ny analyse sætter tal på, hvor meget investorer i nordiske selskaber kan forvente at få i betaling. Samtidig nævner en investor Genmab og B&O som opkøbskandidater

Af Simon Kirketerp

Opkøb er ofte lig med store gevinster til aktieinvestorerne. Senest fik investorerne i TDC en stor præmie udløst, da aktiekursen over få dage i februar steg voldsomt, da det blev kendt, at et investorkonsortium med blandt andet ATP og PFA Pension vil købe telegiganten af børsen.

Og den slags store gevinster kommer som et lyn fra en klar himmel, når en stor opkøbsplan bliver kendt. Men hvor meget kan investorer egentlig forvente at få i merbetaling i forhold til børsværdien, førend tilbuddet lander og opkøbsplanerne meldes ud? Knap 30 pct. i kurspræmie, lyder svaret, hvis man spørger Caspar Rose, der har en baggrund som CBS-professor, og som

*Særligt i min tid i Nykredit, da dyrkede jeg det meget intenst. Eksempelvis med Radiometer, Sophus Berendsen, ISS osv.*

Jesper Langmack om at jagte mulige opkøbskandidater

nu arbejder som senior advisor og advokatfuldmægtig hos Magnusson Danmark Advokatpartnerselskab, samt hans makker Philip Guldbach Aschenbrenner, senior consultant hos IBM.

De to har lavet et studie af 102 opkøbstilbud, der er blevet fremsat på fondsbørsen Nasdaq OMX Nordic, herunder også fondsbørsen i København, i perioden 2000 til 2015.

“Der er stor spredning på buddene, men står man som aktionær og skal overveje, om et bud, der er 40 pct. over markedskursen, er okay, eller et på 20 måske også er okay, så er det meget rart at have en eller anden form for benchmark. Tidligere har vi ikke haft noget sammenligningsgrundlag andet end en amerikansk lærebogsmodel, der siger, at det nok er 30-40 pct. i gennemsnit,” fortæller Caspar Rose.

Det er det danske børsmarked, som tegner sig for langt hovedparten af de opkøbsforsøg, der blev søsat i den periode, analysen dækker. Hele 70 pct. af opkøbene fandt sted på dansk grund.

Jesper Langmack er investeringsdirektør i Danica og har været i finanssektoren siden 1999. Han mener i høj grad, at man kan købe en aktie ud fra argumentet om, at selskabet er en oplagt opkøbskandidat, og at man derfor som investor kan løbe med kurspræmien, hvis der kommer et reelt bud.

“Ja, særligt i min tid i Nykredit, da dyrkede jeg det meget intenst. Eksempelvis med Radiometer, Sophus

## FAKTA OM prisen på opkøb

Caspar Rose og Philip Guldbach Aschenbrenner har i deres analyse fundet en række faktorer, som spiller ind på den pris, der tilbydes ved et opkøbsforsøg:

Præmien er højere, når byder gør sit tilbud betinget af en højere tærskel, og når tilbuddet anbefales af ledelsen.

Præmien øges, når egenkapital i målselskabet stiger, samt når målselskabet befinder sig på et nyt marked med eksisterende produkter, set i forhold til byderselskabet.

De finder ligeledes, at når præmien er faldende, jo mere byder ejer i forvejen af målselskabet.

Berendsen, ISS osv.,” fortæller Jesper Langmack, der var i Nykredit fra 1999 og havde titel af aktiechef, da han forlod finanskoncernen i 2008.

De tre aktier, han her nævner, endte alle med at blive opkøbt, mens han havde dem i porteføljen.

“Med eksempelvis Auriga, der investerede jeg i 2000 som take over target og opsplittning af selskabet med frasalg af aktiviteter. Men selskabet blev først helt solgt i 2015. Og her slap min tålmodighed op,” siger Jesper Langmack.

Og netop det med at spotte, hvornår det trækker op til et opkøb, og hvornår det så rent faktisk sker, er en svær disciplin.

“Med hensyn til opkøbskandidater er min erfaring, at timing og tålmodighed er det sværeste,” siger Jesper Langmack.

I Caspar Rose og Philip Guldbach Aschenbrenners data fremgår det, at 67 pct. af opkøbstilbuddene i analysen blev afgivet før finanskrisen, så i dag skal investorerne løbe lidt længere efter opkøbspræmierne.

Når Jesper Langmack som investor bevæger sig rundt i kurslisterne for at søge efter opkøbsmål, så spejder han efter to slags mulige opkøb. Den første model beskriver han sådan her:

“Der er strategiske opkøb, hvor man skal vurdere, hvad der strategisk giver mening for konkurrenterne, for at se, om et selskab kan være et target.”

Den anden mulighed er såkaldte private equity-opkøb, hvor store investo-



rer og kapitalfonde går målrettet efter at købe selskaber af børsen.

“Her er det blandt andet virksomheder, der er dårligt drevet, og som ikke skaber shareholder value i samme grad som konkurrenterne, der er interessante. Det samme gælder virksomheder, som har et stort uudnyttet potentiale, som på grund af forskellige forhold ikke udnyttes,” fortæller Jesper Langmack.

Han gør dog samtidig opmærksom på, at det er vigtigt, at man kigger ned i selskabets ejerstruktur:

“En række selskaber er ikke targets på grund af ejerstruktur med fonds-ejerskab.”

Det gælder blandt andet for selskaber som Novo Nordisk, Lundbeck, Novozymes, A.P. Møller-Mærsk og Carlsberg, hvor de bestemmende aktier er placeret i en fond, og derfor ikke kan røres af opkøbslystne kapitalfonde og konkurrenter.

Michael Voss, som står bag Funda-

## SÅDAN UDRÅBTE TDC SIG SELV til opkøbskandidat for flere år siden

AT TDC skulle ende med at blive et opkøbsmål, var langt fra overraskende.

FOR Knap tre år forud for at konsortiet med bl.a. PFA Pension og ATP i sidste måned lagde et bud på selskabet, erklærede den daværende topchef i TDC, Carsten Dilling, i en artikel i Børsen meget

opsigtsvækkende, at han gerne så TDC blive købt op.

DET SKETE I ARTIKLEN “Opkøb er en joker for TDC-investorer.” Her udtalte han blandt andet:

“MAN VED ALDRIG, hvor det ender, eller hvad slutspillet bliver. Vi kører vores forret-



Arkivfoto: Steven Achiam

ning ud fra, at vi skal stå alene. Og vi tror på, den plan er så stærk, at vi dermed bliver et mere og mere interessant opkøbsmål for dem, der er interesserede.”

“OG SÅ ER DET FINT, hvis der kan skabes en masse merværdi for aktionærerne, hvis der kommer en køber forbi.”

SENERE SAMME ÅR røg Carsten Dilling dog ud af TDC, og hans post som koncernchef blev overtaget af den nuværende topchef Pernille Erenbjerg.

DET ER IKKE FØRSTE GANG, at TDC er et opkøbsmål. Tilbage i 2005 blev selskabet forsøgt opslugt og afnoteret

fra børsen af fem kapitalfonde gennem selskabet Nordic Telephone Company. Kapitalfondene lykkedes med at erhverve langt de fleste aktier, men ATP modsatte sig et salg og en afnotering, og derfor forblev TDC på børsen. Senere solgte kapitalfondene så igen ud over børsen, og nu er der så en ny køber på banen.



# Tre købstilbud hvor budskabet var skjult mellem linjerne

Af Simon Kirketerp

En lang række børs-selskaber ender på et tidspunkt med at blive mål for opkøbsforsøg, som enten lykkes eller fejler.

**Caspar Rose**, der har en baggrund som CBS-professor og nu er senior advisor og advokatfuldmægtig hos **Magnusson Danmark Advokatpartnerselskab**, samt **Philip Guldbach Aschenbrenner**, senior consultant hos **IBM**, har dykket ned i samtlige opkøbsforsøg på den nordiske Nasdaq OMX Nordic-børs fra 2000 til 2015. Her et udpluk af de danske opkøb, de har kigget på:



Caspar Rose (foto) og Philip Guldbach Aschenbrenner har undersøgt tidligere opkøbsmål. PR-foto

## Da Carlsberg nægtede at gå i budkrig

I 2000 forsøgte **Carlsberg** at overtage konkurrenten **Albani**, der havde både A- og B-aktier i selskabet noteret på fondsbørsen.

Carlsberg tilbød en kurspræmie på 10 pct. for A-aktierne og 45 pct. på B-aktierne.

“Disse præmier var beregnet et år bagud i tid. Det er dog tvivlsomt, om man kan anvende et så langt vindue til beregning af præmien, selvom Albanis aktier var præget af lav volumen,” konstaterer de i analysen. Imidlertid skete der det, at **Bryggerigruppen**, i dag kendt som **Royal Unibrew**, kom på banen med et modbud. I den forbindelse nægtede Carlsberg at forhøje sit bud.

“Carlsberg har besluttet ikke at overbyde Bryggerigruppens tilbud. Carlsberg Danmark tager hermed også hensyn til den usikkerhed, som en tilbudskrig kan resultere i for Albanis medarbejdere,” lød det i en fondsbørsmeddelelse 20. september 2000.

“Den reelle begrundelse var nok snarere den, at Carlsberg ikke ville ud i en budkrig, hvor præmien kunne blive skruet i vejret,” konstaterer Caspar Rose og Philip Guldbach Aschenbrenner.

## Rigtig dårligt tilbud til fodboldaktionærer

Forretningsmanden **Kurt Andersen** ejede op gennem 00'erne en stor del af selskabet bag fodboldklubben **AGF** gennem det hollandske selskab **Kunnen B.V.** På et tidspunkt fremsatte han et købstilbud på alle aktier, men var tilsyneladende ikke synderligt interesseret i at købe for mange af aktierne. Bestyrelsen skrev i sin redegørelse om købstilbuddet følgende til sine aktionærer:

“Set i relation til den kurs, som selskabets aktier p.t. handles til på Københavns Fondsbørs, er det imidlertid bestyrelsens opfattelse, at tilbuddet ikke er attraktivt for selskabets B-aktionærer under forudsætning af, at B-aktionærerne har mulighed for at opnå den kurs, som selskabets aktier senest er handlet til. I perioden fra 27. februar 2002 til den 7. marts har aktierne været handlet i niveauet DKK 22 til DKK 24,1 per aktie.”

Men Kurt Andersen tilbød kun kurs 4.

“Eksemplet er specielt, da der tydeligvis er tale om en betydelig negativ præmie,” konstaterer Caspar Rose og Philip Guldbach Aschenbrenner.

## Fair pris på Diba Bank – eller?

**Sydbank** købte i 2013 **Diba Bank**. I den forbindelse fik Diba Banks bestyrelse udarbejdet en såkaldt ‘fairness opinion’ i forhold til prisen fra sin finansielle rådgiver **Deloitte**.

“Der er under visse forudsætninger og begrænsninger vurderet, at tilbudsprisen er fair for aktionærerne ud fra et finansielt synspunkt,” stod der i **Sydbanks** tilbudsdokument.

Caspar Rose og Philip Guldbach Aschenbrenner giver dog ikke meget for sådan en erklæring: “Det er tydeligt, at der er rigeligt med disclaimer i sætningen. Sandsynligvis har ingen sælger af en fairness opinion nogensinde udtalt, at prisen ikke var fair.”

**mental Fondsmæglerselskab**, har som kapitalforvalter oplevet, at en lang række af hans investeringer er blevet opkøbt.

“En ting, der er gennemgående, det er, at det er de gode selskaber, som bliver købt. Der er sjældent nogen, som køber et møgselskab,” siger han og oplister industriselskaber som **Satir, Thrane og Thrane, Auriga og Boconcept**.

“Det er selskaber, som har haft en god markedsposition. Enten har de haft et brand eller en niche, som var skalerbar. Og så var der synergier at hente for dem, som købte dem,” siger Michael Voss, som dog samtidig siger, at TDC faktisk falder lige udenfor de kriterier, da selskabet de seneste år er ramt af tilbagegang på både omsætning og indtjening.

“Som udgangspunkt skal man ikke købe et selskab, fordi man håber, det bliver opkøbt. Man skal gøre det, fordi

man synes, det er godt, veldrevet og har en fornuftig fremtid og nogle stærke sider. At købe det, bare fordi man kan blive løftet af med en eller anden stor præmie, det er der lidt for meget lykelotto over, synes jeg,” siger Michael Voss.

Men alligevel er der to aktier, som han p.t. ser som oplagte opkøbskandidater på det danske børsmarked.

“Når jeg løber listen igennem, så synes jeg ikke, der er så mange, som lige for tiden står og skriger ‘køb mig.’ Men der er to, som jeg umiddelbart kan få øje på. Det ene er selvfølgelig **Genmab** og det andet **B&O**,” siger Michael Voss.

I forhold til biotekselskabet **Genmab** uddyber han:

“Det virker oplagt, at **J&J** (medicinalselskab, red.) eller en anden stor spiller hiver tegnebogen frem. For der er så store kommende royalty-betalinger på vej til **Genmab**, at det vil kunne retfærdiggøre en rigtig god præmie.”

*Arthur Rakowski (i midten) fra kapitalfonden Macquarie og Allan Polack fra PFA fra konsortiet, der vil købe TDC. Arkivfoto: Jeppe Bøje Nielsen*

**Bang & Olufsen**-aktien har gennem mange år, ligesom selskabet, været under pres. Men nu lysner det.

“Jeg kan godt forestille mig, at der er nogen, der begynder at kigge på **B&O**. For her har man et godt brand til en flad pris, og selskabet begynder at få en stærk og fast strøm af royaltybetalinger og indtægter både fra deres aftale med **Harmann**, som nu producerer og sælger **B&O**-lyd til biler, og indenfor deres andre produkter. Det er sådan noget, man som køber af et selskab godt kan lide. Altså gode faste indtægter, samtidig med at der er et stort udviklingspotentiale.”

siki@borsen.dk

## 3 GODE RÅD til hvordan man spotter og rammer en opkøbskandidat

**JESPER LANGMACK**, investeringsdirektør i **Danica**, har følgende råd til, hvordan man spotter opkøb, inden de sker:

**1 Vær tålmodig.** Det sværeste er at forudse timingen af opkøb og at have den nødvendige tålmodighed.

**2 Spot mulige opkøbs-scenarier.** Strategiske opkøb fra konkurrenter er en mulighed. Men som investor må man forsøge at vurdere, om det vil give mening. Så er der private equity-opkøb. Her er bl.a. virksomheder, der er dårligt drevet og ikke

skaber shareholder value i samme grad som konkurrenterne, interessante for opkøb.

**3 Se på ejerstruktur.** En række selskaber er ikke targets pga. ejerstruktur med fondsejerskab. F.eks. **Novo Nordisk**.



Jesper Langmack. PR-foto