

Status på det nordiske transaktionsmarked

M&A markedet er karakteriseret ved rigelig kapital, øget appetit, men fortsat et moderat antal transaktioner, mens børsnoteringsmarkedet stadig er et attraktivt alternativ

Af Nikolaj Bundgaard og Anders Egelund

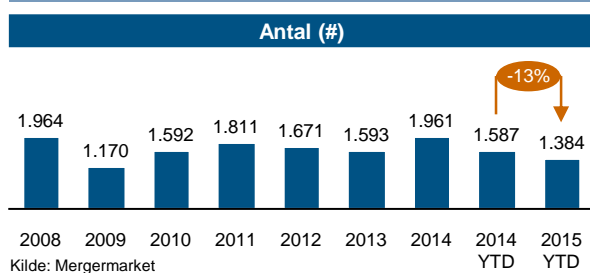
Årets første ti måneder i korte træk – færre men større transaktioner

Det nordiske M&A marked har i 2015 indtil videre været kendetegnet ved et fald i transaktionsaktiviteten, som dog i høj grad er blevet opvejet af større transaktioner. Denne udvikling er i tråd med den generelle tendens, som kan ses på tværs de europæiske markeder. Således er aktiviteten, målt på antal transaktioner, i de første ti måneder faldet med 18% i Norden og 13% for hele Europa. Udviklingen er for Europas vedkommende især præget af en aktivitetsnedgang i perioden efter sommer, hvor antallet af transaktioner er faldet med 27% for august til oktober sammenlignet med samme periode i 2014, mens aktiviteten på nordisk plan generelt har ligget lavere igennem de fleste af årets første ti måneder.

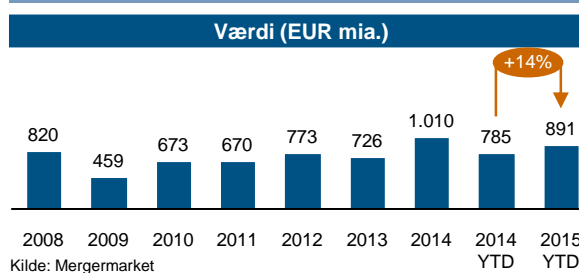
På trods af nedgangen i aktivitet er transaktionsværdien i Norden kun faldet med 4%, mens den for Europa er steget med hele 14%, hvilket blandt andet er understøttet af fortsat likvide gældsmarkeder, stigende mængder dry powder blandt kapitalfondene samt det forhold, at flere strategiske købere i øget omfang prioriterer akquisitioner efter de seneste år at have styrket deres kapitalstruktur.

For de kapitalfonde som konkurrerer i "traditionelle" salgsprocesser har de gunstige gældsmarkeder kombineret med et reduceret antal selskaber udbudt til salg betydet, at nogle har kunnet være mere aggressive på prissætningen. Således har markedet reflekteret en tendens til en øget prisstigning særligt i 2014 og til dels 2015. Ser man isoleret på LBO markedet, så er det Nordiske marked karakteriseret af en række større transaktioner. I løbet af 2015 har nogle af de største transaktioner således inkluderet Evry, Loparex og Nordic Cinema Group, mens det i Danmark har været transaktioner som eksempelvis EQT's og Kirkbis køb af Nordic Aviation Capital og senest EQT's køb af TOP-TOY, som har trukket transaktionsværdien op.

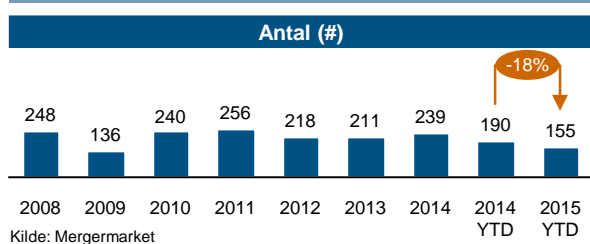
Europæisk M&A – totale transaktionsvolumen



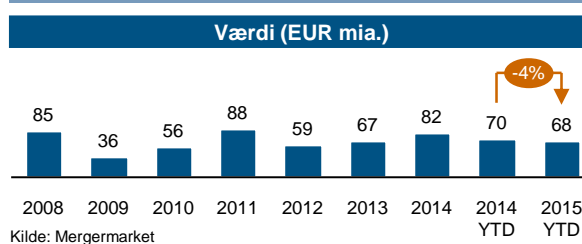
Europæisk M&A – totale transaktionsværdi



Nordisk M&A – totale transaktionsvolumen



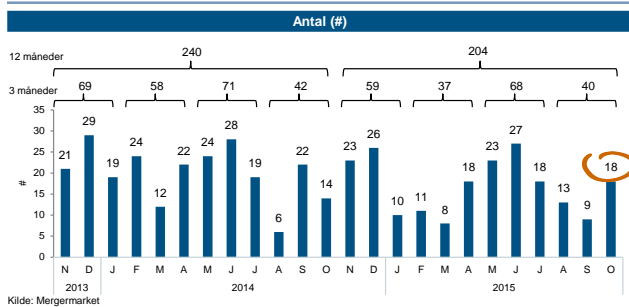
Nordisk M&A – totale transaktionsværdi



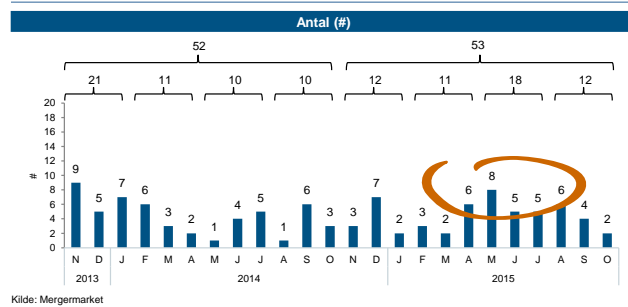
Transaktionsmarkedet i et dansk og nordisk perspektiv

Antallet af M&A transaktioner i det danske marked har igennem de sidste tre måneder aftaget en smule efter en periode over sommeren med høj aktivitet, hvor flere transaktioner blev annonceret på begge sider af sommerferievinduet. Ser man på det nordiske marked i helhed, så var aktiviteten ligeledes størst i midten af året, hvor de fleste transaktioner blev annonceret i maj og juni. Til forskel fra det danske marked har oktober været præget af en række transaktioner i de andre nordiske markeder, hvor især Sverige har set stor aktivitet med 10 transaktioner. Generelt er antallet af transaktioner også påvirket af en tendens i PE markedet i de andre nordiske lande mod at vælge IPO vejen frem for en secondary / strategisk salg.

Nordiske marked - transaktioner per måned (>EUR 25 mio.)

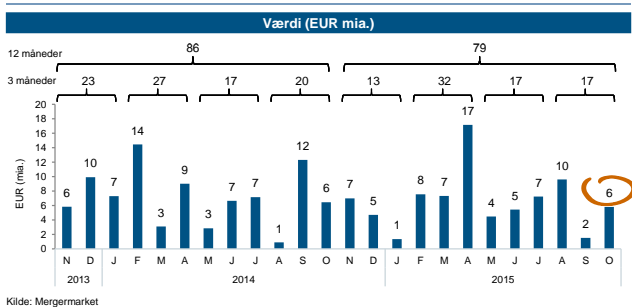


Danmark - transaktioner per måned

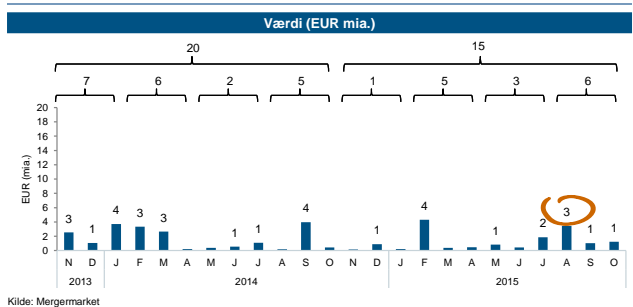


Målt på transaktionsværdi har Danmark i 2015 indtil nu været præget af et par større transaktioner, som har trukket værdien med op. Aktiviteten i Danmark var således størst i februar og august. På det nordiske marked var Nokias opkøb af franske Alcatel-Lucent i april med til at løfte niveauet op tidligere på året, mens oktober senest har vendt den ellers negative udvikling i september, hvor den totale værdi beløb sig til blot EUR 2 mia.

Nordiske marked - transaktionsværdi per måned (>EUR 25 mio.)



Danmark - transaktionsværdi per måned



Oktober bød på en række spændende transaktioner i det nordiske marked, hvor det primært var transaktioner med corporates, som drev værdien op, herunder DSV's opkøb af UTi Worldwide.

Top 15 nordiske transaktioner i 2015 YTD

#	Køber / Target	Target land	Industri	Værdi (EUR mia.)
1	Nokia / Alcatel-Lucent	Frankrig	Media & Telecom	14,7
2	Borealis / Fortum Grids	Sverige	Energy	6,6
3	A.P. Møller / Danske Bank (17,0%)	Danmark	Financial Services	4,1
4	Konecranes / Terex	USA	Industrial	3,9
5	EQT, Kirkbi / Nordic Aviation	Danmark	Financial Services	3,0
6	BMW, AUDI, Daimler / HERE	USA	Technology	2,8
7	Canon / Axis	Sverige	Technology	2,4
8	CVC, Temasek, Vatera / Alvogen	Island	Healthcare	1,8
9	Citycon / Sektor Gruppen	Norge	Real Estate	1,5
10	Frontline / Frontline 2012	Bermuda	Transportation	1,4
11	DEA / E.ON E&P Norge	Norge	Energy	1,4
12	Cargill / EWOS	Norge	Consumer	1,4
13	DSV / UTi Worldwide	USA	Transportation	1,2
14	SoftBank / Supercell (22,7%)	Finland	Technology	1,1
15	Oaktree / TORM (62,0%)	Danmark	Transportation	0,9
Total				48,2

Kilde: Mergemarket

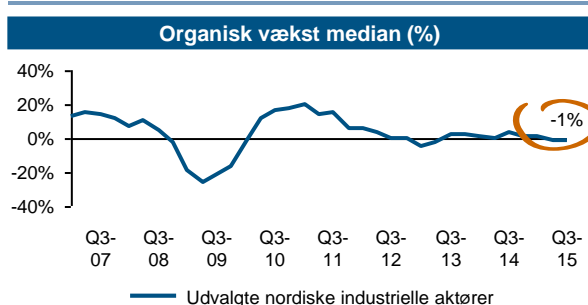
Top 15 nordiske transaktioner i oktober 2015

#	Køber / Target	Target land	Industri	Værdi (EUR mio.)
1	DEA Deutsche Erdoel / E.ON E&P Norge	Norge	Energy	1.407
2	DSV / UTi Worldwide	USA	Transportation	1.198
3	Naspers / Avito (50,5%)	Russia	Technology	852
4	Catena / Tribona	Sweden	Real Estate	534
5	Lujiazui Int. / Shanghai Krupp Stainless (55,0%)	China	Industrial	370
6	Securitas / Diebold	USA	Industrial	311
7	ProSiebenSat.1 Media / eTRAVELi	Sweden	Media	235
8	Blackstone Real Estate / Certeum (38,0%)	Finland	Real Estate	190
9	Tellus Petr. / Total (Gina Krog oil field) (15,0%)	Norge	Energy	152
10	Svenska Cellulosa / Wausau Paper	USA	Industrial	150
11	Recipharm / Nitin Lifesciences (74,0%)	India	Healthcare	91
12	Det Norske Oljeselskap / Svenska Petr. Expl.	Norge	Energy	66
13	Investcorp / POC Sweden	Sweden	Consumer	58
14	Siem Industries / Siem Offshore (34,5%)	Norge	Other	56
15	Baring Vostok, Sinerdzh / MTG	Sweden	Media & Telecom	41
Total				5.711

Kilde: Mergemarket

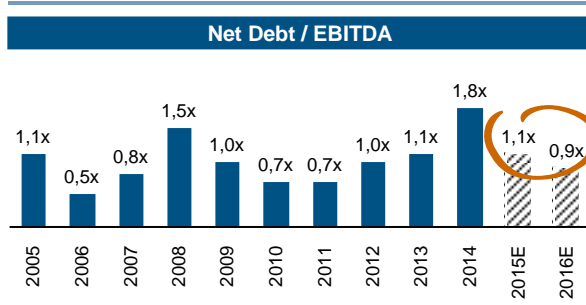
Fra et nordisk perspektiv oplever visse corporates i disse år vigende organiske vækstrater. En opgørelse blandt udvalgte nordiske industrielle aktører viser således, at disse igennem de senere år har ligget med årlige organiske vækstrater imellem -0,9% og 1,4%. Flere har desuden i årene efter finanskrisen fokuseret på at nedbringe gældsniveauerne, hvorfor flere og flere i 2014 og 2015 har kunnet begynde at kigge på akkvisitive vækstmuligheder. Dette afspejles også i de seneste års transaktionsmønstre, hvor flere større nordiske transaktioner har kendetegnet markedet. I Danmark så man i 2014 eksempelvis Danfoss investere over EUR 1 mia. for det finske selskab, Vacon, mens DSVs seneste opkøb også forventes at ville kaste fremtidig vækst af sig. Flere af disse typer transaktioner har således fundet sted, hvor målet har været at understøtte profitabel vækst ud over de eksisterende organiske vækstmuligheder.

Nordiske industrielle aktører – organisk vækst



Kilde: Interim rapporter

Nordiske industrielle aktører - gearingsniveau



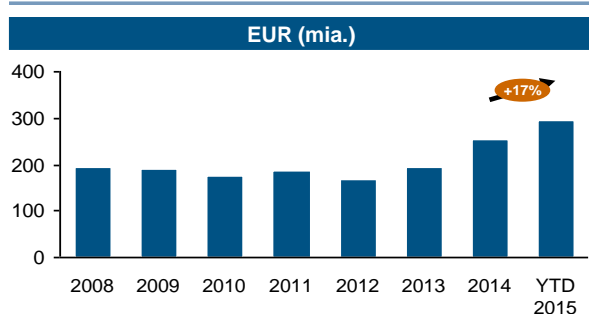
Kilde: Factset

Opdatering på LBO markedet – øget likviditet skaber stærkt fundament

Her syv år efter at den finansielle krise eskalerede, er gældsmarkederne i første halvdel af 2015 fortsat mod normalisering. I et europæisk perspektiv har specielt lånemarkedet på det seneste bevæget sig mod forbedret likviditet, mere fleksible lånebetingelser samt pres på prissætningen. Gældsmarkederne er dog fortsat præget af nogen usikkerhed og bekymring omkring Grækenland, kinesisk vækstafmatning samt timingen af fremtidige rentestigninger.

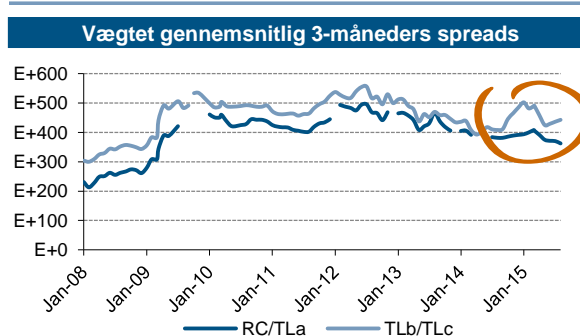
Derudover har der blandt de europæiske PE huse været en stigende mængde dry powder, som siden slutningen af 2014 er steget hele 17%. Dette har været drevet af betydelige fundraisings i løbet af 2015 blandt nogle af de større europæiske fonde, herunder blandt andet af PAI og Bridgepoint, mens også nordiske fonde som eksempelvis EQT og Polaris, som har rejst nye fonde i 2015. Fra et M&A perspektiv vurderes det umiddelbart, at den generelle udvikling i det europæiske marked til en vis grad afspejler samme udvikling, som de nordiske og danske fonde oplever, hvorfor de nye fonde også i Danmark vurderes at have været med til at øge den samlede mængde dry powder.

Private equity dry powder i Europa



Kilde: S&P

Spreads for LBOs (også secondaries)



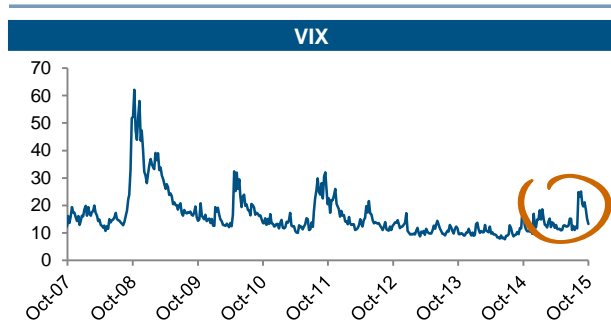
Kilde: S&P

Ser man på europæisk plan på låneomkostningerne i forbindelse med LBOs, her illustreret med de gennemsnitlige tre-måneders marginer, så har disse ifølge S&P fluktueret omkring et relativt stabilt niveau over de sidste fem år. Spreads er i 2014 og 2015 reduceret en smule, hvilket dog delvist har været opvejet

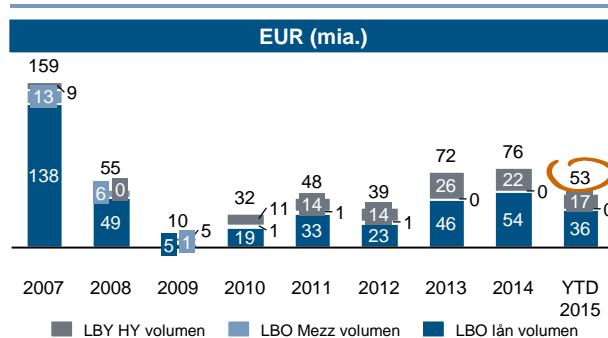
af den seneste tids volatilitet (illustreret via VIX indekset nedenfor), idet markedet de seneste måneder er begyndt at se en vis spill-over effekt.

De europæiske LBO volumener ligger år til dato på EUR 53 mia., hvilket indikerer, at 2015 potentielt kommer til at vise en svag tilbagegang i forhold til 2013 og 2014. Ser man mod det nordiske marked, hvor man i året før havde set stærke volumener i løbet af foråret med transaktioner som Humana, Stokke, Nets, Synsam og Diaverum, så startede 2015 med god aktivitet med transaktioner som Evry, BAG, Loparex og Nordic Cinema Group. De seneste måneder har været relative rolige, dog med større transaktioner til at løfte det nordiske lånemarked i oktober, herunder eksempelvis Verisure transaktionen.

VIX indeks



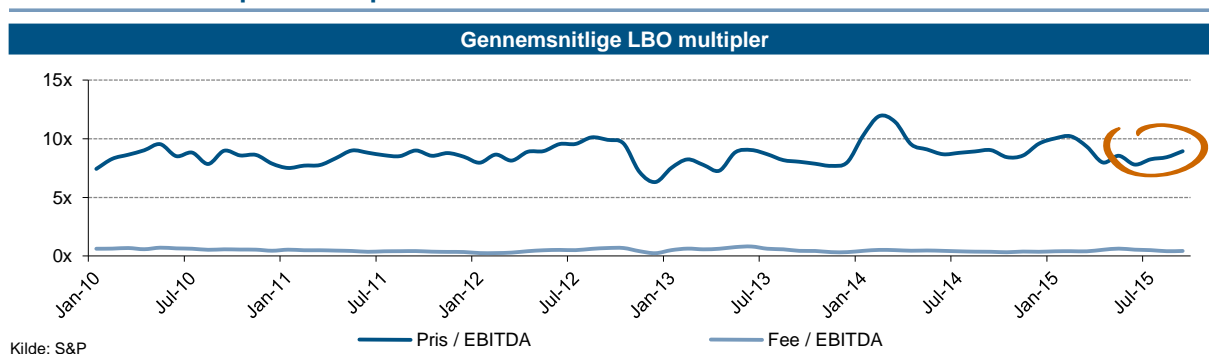
Europæisk LBO volumen (2007- YTD 2015)



De nordiske LBO-transaktioner har igennem 2014 og 2015 været finansieret på forholdsvis attraktive niveauer, som dog fortsat er moderate sammenholdt med de europæiske transaktioner, i det de europæiske gælds niveauer generelt har ligget omkring 5x EBITDA over en længere periode, hvilket fortsat er betydeligt over det nordiske niveau. Ligeledes har egenkapital-andelen generelt været marginalt lavere i europæiske LBO-transaktioner sammenholdt med de nordiske.

LBO multiplerne (rullende tre måneders gennemsnit) har på tværs af Europa de sidste par måneder været støt stigende. De er dog fortsat et stykke fra de niveauer, som blev observeret i begyndelsen af 2014, hvor transaktionerne også handlede højt i en historisk kontekst. Efter at have været længere nede i slutningen af 2014 og igen i starten af 2015, så var september dog tredje måned i træk, hvor priserne steg i Europa.

Transaktionsmultipler i Europa

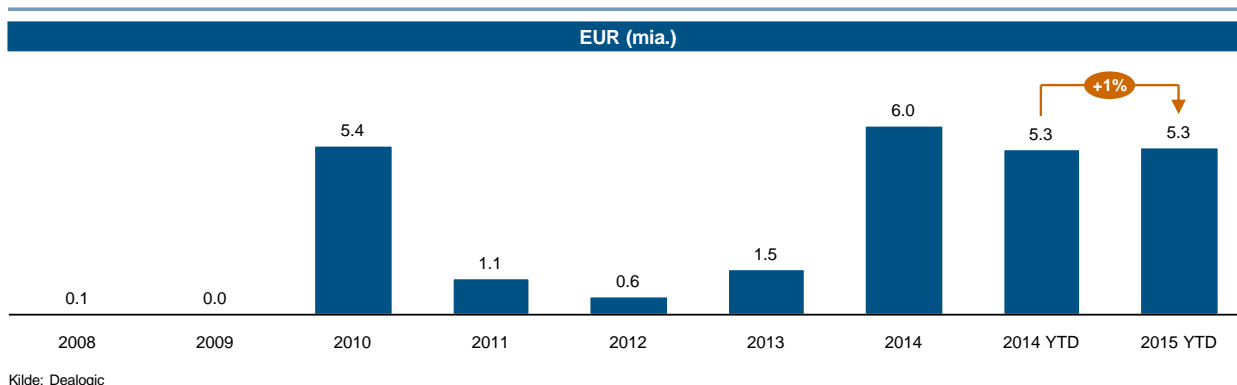


IPO update – stærk europæisk IPO volumen

2014 og 2015 har været to stærke IPO år på europæisk plan. Efterfulgt af en årrække med lavere aktivitet er investorappetitten de seneste år øget, hvilket sammenholdt med højere værdisætning på aktiemarkederne for alvor har øget børsnoteringsaktiviteten. År til dato ligger det europæiske IPO niveau således omkring EUR 49 mia., hvilket nogenlunde er på niveau med samme periode af 2014, som i øvrigt var et af de bedste IPO år i lang tid. Blandt årets største IPOs er spanske Aena, britiske Worldpay og det italienske postvæsen, hvoraf de to sidstnævnte begge gik på børsen i løbet af oktober.

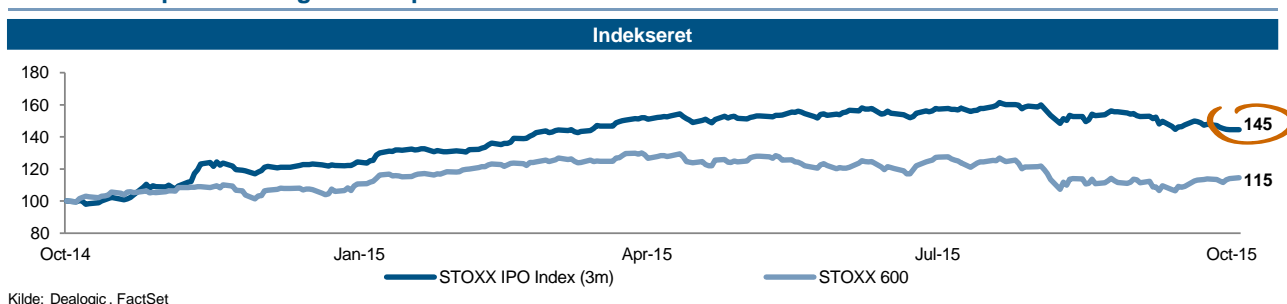
Mens der de senere år generelt har været et stykke imellem danske IPOs, så har de nordiske nabolande oplevet en øget aktivitet i både 2014 og 2015. I 2015 har der år til dato været IPOs for godt EUR 5 mia., hvilket er marginalt bedre end sidste år, hvorfor 2015 med høj sandsynlighed kan ende med at blive det bedste IPO år i Norden siden finanskrisen indtraf. Årets største IPOs i Norden har været Pandox, Europris og senest Skandiabanken og Bravida. En klar tendens har været, at særligt Sverige og Norge har repræsenteret de fleste børsnoteringer i løbet af de seneste år, mens NNIT har været den eneste danske børsnotering indtil videre i 2015.

Nordisk IPO volumen



En medvirkende kraft til det aktive IPO-marked skal til dels findes i kursudviklingen blandt de seneste års gennemførte IPOs, som i gennemsnit har performet betydeligt bedre end det ellers positive generelle aktiemarked. Set over de seneste 12 måneder har europæiske børsintroducerede selskaber performet op til 30 procentpoint bedre end det generelle indeks.

Relative aktieprisudvikling for Europæiske IPOs



Den stærke performance, kombineret øget sult efter nye investeringsmuligheder efter flere magre IPO år, er med til at forklare, hvorfor børsnoteringer i stigende grad overvejes som en attraktiv exit-mulighed for flere og flere selskaber.

Børsnoteringer forbliver en attraktiv exit-mulighed for nordiske kapitalfonde

Den øgede IPO-aktivitet er i høj grad drevet af PE ejede selskaber, og særligt for vores nordiske nabolande. Alene i 2015, har der været flere eksempler på kapitalfonde, som har benyttet børsnoteringer som det mest attraktive exit, herunder Nordic Capitals notering af norske Europris og svenske Capio, Cinvens notering af svenske Coor samt Altors notering af svenske Dustin. Karakteristika for flere af de svenske og norske børsnoteringer er, at størrelsen i visse tilfælde er betydeligt mindre end hvad vi typisk har set i

Danmark. Således blev Coor introduceret med et udbud på blot SEK 2,6 mia. og en pre-money markedsværdi på SEK 2,0 mia., ligesom Skadiabanken var en mindre norsk notering.

På baggrund af den stærke udvikling i Norge og især Sverige har kapitalfondene og markedet således opnået en betydelig erfaring og komfort i at tage kapitalfondsejede selskaber på børsen. Denne tendens understøttes af den nuværende IPO-pipeline, i det flere af de kommende kapitalfondsejede selskaber planlægges at blive børsnoteret i 2016 fortsat særligt i Sverige og Norge. Eksempelvis er to noteringer på vej i form af IK Investment Partners' Attendo og EQTs Scandic, som begge forventes at gå på børsen senere på året. Der er imidlertid intet, der tyder på, at det stærke IPO marked ikke vil fortsætte i de andre nordiske lande. Det store spørgsmål bliver derfor i stedet, hvornår man begynder at se den danske IPO-aktivitet at stige igen.