

**Redegørelse  
fra  
bestyrelsen i Brødrene Hartmann A/S  
om  
det frivillige offentlige tilbud  
fremsat den 22. november 2011**

**af**

**Lactosan-Sanovo Holding A/S  
et fuldt kontrolleret datterselskab  
af  
Thornico A/S**

## **Indhold**

1. Indledning .....	2
2. Baggrund.....	3
3. Bestyrelsens vurdering af en række faktorer relateret til Købstilbuddet.....	6
4. Tilkendegivelser fra visse Aktionærer.....	9
5. Oplysning om visse interesser .....	9
6. Konklusion.....	10
Bilag 1: Aktiebeholdning for medlemmer af Hartmanns Bestyrelse og direktion .....	11

*Købstilbuddet fremsættes i form af et tilbudsdokument med tilhørende acceptblanketter udarbejdet af Tilbudsgiver (som defineret nedenfor), og det angiver de vilkår og betingelser, der er gældende for Købstilbuddet, samt proceduren for accept af Købstilbuddet. Enhver beslutning om at acceptere Købstilbuddet bør kun træffes efter en nøje gennemlæsning af Købstilbuddet og denne redegørelse, der er afgivet i henhold til gældende dansk ret.*

*Nærværende redegørelse er udarbejdet på dansk og efterfølgende oversat til engelsk. I tilfælde af uoverensstemmelse imellem de to udgaver er den danske udgave gældende.*

*De nedenfor anførte udtalelser om fremtidige forhold, herunder især fremtidig omsætning og driftsresultat, er usikre og forbundet med risici. Mange faktorer vil være uden for Hartmanns kontrol og kan medføre, at den faktiske udvikling afviger væsentligt fra de forventninger, som er indeholdt i denne redegørelse. Disse faktorer omfatter blandt andet væsentlige ændringer i markedsforhold, produktportefølje, kundeportefølje, valutakurser eller virksomhedskøb eller -frasalg.*

Redegørelse fra Bestyrelsen i Brødrene Hartmann A/S ("Bestyrelsen") i henhold til §14 i Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 221 af 10. marts 2010 om overtagelsestilbud ("Overtagelsesbekendtgørelsen") vedrørende det frivillige offentlige købstilbud ("Købstilbuddet") fremsat den 22. november 2011 af Lactosan-Sanovo Holding A/S ("Tilbudsgiver"), et fuldt kontrolleret datterselskab af Thornico A/S ("Thornico").

**Bestyrelsen anbefaler Aktionærerne ikke at acceptere Købstilbuddet. Bestyrelsen henviser i øvrigt til overvejelserne i denne redegørelse, herunder de beskrevne fordele og ulemper.**

## 1. Indledning

### 1.1 Købstilbuddet

Købstilbuddet fremsættes på de vilkår og betingelser, der fremgår af det af Tilbudsgiver udarbejdede tilbudsdokument offentliggjort den 22. november 2011 ("Tilbudsdokumentet").

I henhold til Købstilbuddet tilbyder Tilbudsgiver på visse betingelser aktionærerne i Brødrene Hartmann A/S ("Aktionærerne") at erhverve alle aktier i Brødrene Hartmann A/S ("Hartmann" eller "Selskabet") à nominelt DKK 20 ("Aktierne") mod betaling af et kontant vederlag på DKK 95 pr. Aktie ("Tilbudskursen"). Hvis Hartmann udbetaler udbytte eller foretager andre udlodninger til Aktionærerne før afregningen af Købstilbuddet, nedsættes Tilbudskursen, der skal betales i henhold til Købstilbuddet, med sådant udbytte eller en sådan udlodning pr. Aktie på krone-for-krone basis.

Købstilbuddet er gyldigt fra den 22. november 2011 og udløber den 21. december 2011 kl. 18.00 (dansk tid) eller ved udløb af en forlængelse af tilbudsperioden som besluttet af Tilbudsgiver i henhold til Overtagelsesbekendtgørelsens § 15 og Tilbudsdokumentet ("Tilbudsperioden").

Tilbudsgiver er et fuldt kontrolleret datterselskab af Thornico.

### **1.2 Formålet med nærværende redegørelse**

I henhold til § 14, stk. 1, i Overtagelsesbekendtgørelsen skal bestyrelsen i et børsnoteret selskab, som gøres til genstand for et offentligt købstilbud, udarbejde en redegørelse indeholdende bestyrelsens holdning til købstilbuddet og en begrundelse herfor, herunder bestyrelsens holdning til konsekvenserne af købstilbuddet for alle selskabets interesser, særligt beskæftigelsen, og tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet og disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftstederne, som omhandlet i tilbudsdokumentet, jf. § 5, stk. 1, nr. 18, i Overtagelsesbekendtgørelsen.

Denne redegørelse er underlagt dansk ret.

## **2. Baggrund**

### **2.1 Hartmanns aktiviteter**

Hartmann udvikler, producerer og sælger genanvendelig støbepapemballage, hovedsageligt til æg, og er en af verdens tre største producenter af ægemballage i støbepap. Koncernen tilbyder desuden industriemballage samt teknologi og maskiner til produktion af støbepapemballage. Hartmanns markedsposition er grundlagt på baggrund af stærke teknologiske kompetencer og indgående erfaring med produktion af støbepap siden 1936.

Hartmann er markedsleder i Europa og har en mindre andel af det nordamerikanske marked.

Hartmanns kunder er ægproducenter og ægpakkerier samt supermarkedskæder, som i stigende grad efterspørger Hartmanns ekspertise inden for markedsføring af æg. Hartmann har mere end 1.500 kunder på verdensplan, og de fleste har været kunde hos Hartmann i en længere årrække.

Hartmanns produktion foregår på egne fabrikker i Danmark, Finland, Tyskland, Ungarn, Kroatien, Israel og Canada.

### **2.2 Hartmanns forventninger til 2011**

Hartmanns forventninger til regnskabsåret 2011 blev opdateret i kvartalsmeddelelsen for 3. kvartal 2011 offentliggjort den 24. november 2011.

De tre første kvartaler af 2011 er forløbet positivt for Hartmann, og udviklingen er som forventet ved indgangen til året på trods af betydelig generel økonomisk usikkerhed.

På baggrund af øget salg af støbepapemballage samt en fortsat positiv effekt af gennemførte driftsforbedringer og omkostningsreduktioner, forventer Hartmann at opnå et driftsresultat (EBIT) i den øvre ende af det tidligere udmeldte interval på DKK 105-125 mio.

### 2.3 Hartmanns forretningsmæssige og finansielle mål

Hartmann offentliggjorde sine forretningsmæssige og finansielle strategiske mål frem til 2016 under overskriften "Competitive edge – driving growth" i årsregnskabet for 2010 offentliggjort den 17. marts 2011.

Ifølge strategien skal Hartmann udvikles til en mere fokuseret virksomhed på baggrund af effektive processer og stærke kompetencer. Udviklingen skal ske med udgangspunkt i Hartmanns indsigt i og mangeårige erfaring med teknologi til fremstilling af støbepap samt markedsføring af ægemballage. På det grundlag kan Hartmann forfølge attraktive vækstmuligheder i blandt andet Nordamerika og Centraleuropa og styrke positionen i eksisterende markeder. "Competitive edge – driving growth"-strategien følger to sideløbende spor, som fokuserer på at forbedre konkurrenceevnen og udbygge Hartmanns markedsposition. Hartmanns overordnede forretningsmodel med fokus på ægemballage i støbepap fastholdes, og på baggrund af yderligere forbedring af konkurrenceevnen i de kommende år vil Hartmann skabe et stærkt fundament for lønsom vækst.

Selskabets finansielle målsætninger på mellemlangt sigt er følgende:

- Vækst i omsætning: 4-7%
- Overskudsgrad: 7-10%
- Return on invested capital (ROIC): >15%

En vækst i omsætningen i niveauet 4-7% forventes at være højere end den underliggende markedsvækst i perioden og fordrer derfor investeringer til ekspansion på eksisterende og nye markeder.

Både strategiplanen "Competitive edge – driving growth" og forventningerne skal ses på baggrund af den risiko, som er indeholdt i Selskabets aktiviteter, den generelle udvikling i emballageindustrien og den stadige konsolidering i branchen.

### 2.4 Hartmanns aktionærkreds

Hartmann har en samlet aktiekapital på DKK 140.301.800 fordelt på 7.015.090 Aktier à nominelt DKK 20.

Pr. 23. november 2011 havde Hartmann ca. 2.100 navnenoterede Aktionærer. Følgende Aktionærer har meddelt Selskabet, at de besidder mere end 5% af Aktierne og stemmerettighederne:

- Lactosan-Sanovo Holding A/S, Thornico koncernen og Thor Stadil (tilsammen 33,3%)
- Maj Invest ('LD Equity 1 K/S' 20,6%)
- Brødrene Hartmann Fonden ('B.H.F. Invest A/S' 12,2%)

Pr. 24. november 2011 havde Hartmann en beholdning på 100.000 stk. egne Aktier.

## 2.5 Kontrolskifte

Visse af de aftaler, som Hartmann har indgået, indeholder bestemmelser, som træder eller kan træde i kraft i tilfælde af et kontrolskifte, herunder aftaler indgået med banker og medlemmer af Hartmanns direktion.

Michael Rohde Pedersen er i henhold til sin ansættelseskontrakt omfattet af en ejerskiftebestemmelse, der indebærer, at han efter omstændighederne og forudsat kontrolskifte efter Værdipapirhandelslovens § 31, stk. 2 og 3, vil være berettiget til at modtage fuldt vederlag og bonus i en forlænget opsigelsesperiode på i alt 24 måneder, hvis Selskabet opsiges Michael Rohde Pedersen i indtil 18 måneder efter overdragelsen. To andre ledende medarbejdere har ligeledes ejerskiftekláusuler i deres kontrakter. Disse kláusuler giver, alt efter de nærmere omstændigheder ved ejerskiftet, ret til forlænget opsigelsesvarsel samt modregningsfri fritstilling.

En betydende samarbejdspartner, som er konkurrent til Lactosan-Sanovo Holding A/S inden for ægsorteringsmaskiner, har meddelt Hartmann, at samarbejdet vil blive indskrænket på baggrund af Købstilbuddet og udsigten til, at Thornico får bestemmende indflydelse på Selskabet.

## 2.6 Baggrund og processen frem til Købstilbuddet

Thor Stadil, der i dag er formand for Thornico, har været aktionær i Hartmann (direkte eller indirekte) igennem mange år. I 2007 købte Thornico via datterselskabet Lactosan-Sanovo Holding A/S (Tilbudsgiver) Hartmanns aktiviteter i Sydamerika. Efterfølgende fremsatte Thor Stadil et tilbud til Brødrene Hartmanns Fond om køb af fondens aktiepost i Hartmann, som på det tidspunkt – før sammenlægningen af aktieklasser med forskellige stemmerettigheder i 2008 – havde flertallet af stemmerettighederne i Hartmann. Brødrene Hartmanns Fond afslog tilbuddet.

Den 13. juli 2011 meddelte Thornico og Thor Stadil, at de tilsammen havde en ejerandel på 28,95% af Hartmann baseret på køb af yderligere Aktier i Hartmann, herunder køb af to større aktieblokke til DKK 95 pr. Aktie og DKK 102 pr. Aktie.

Den 10. november 2011 meddelte Tilbudsgiver, at man (eller personer der handler i forståelse med Tilbudsgiver) havde en ejerandel på 33,3% og erklærede sin hensigt om at afgive et frivilligt offentligt købstilbud på Selskabet.

Den 22. november 2011 fremsatte Lactosan-Sanovo Holding A/S Købstilbuddet.

Tilbudsgivers erklæring om afgivelse af Købstilbuddet fik bestyrelsen til at iværksætte en proces, som har til formål dels at undersøge, hvilken fremtidig løsning, der er den bedst mulige for Hartmann og alle Hartmanns interessenter, dels give interesserede

parter mulighed for at tilkendegive en eventuel interesse i Selskabet. Processen omfatter udvalgte strategiske parter og finansielle investorer.

Bestyrelsen ved ikke på nuværende tidspunkt, om drøftelserne med interesserede parter vil føre til et købstilbud til Aktionærerne, og der er ingen sikkerhed for, at dette bliver tilfældet.

Bestyrelsen har gennem hele forløbet og i forbindelse med udarbejdelsen af nærværende redegørelse også overvejet andre alternative muligheder for Hartmann, herunder andre former for samarbejde og en fortsættelse af Selskabets nuværende "stand-alone" strategi.

## 2.7 Finansiell vurdering af Købstilbuddet

Til brug for sin vurdering af Købstilbuddet fra et finansielt synspunkt, har bestyrelsen modtaget rådgivning fra SEB Enskilda.

SEB Enskilda har assisteret Bestyrelsen med vurderingen af Købstilbuddet og vurderer på basis af de foreliggende forventninger til Selskabets finansielle udvikling samt sædvanlige anerkendte værdiansættelsesmetoder, at Købstilbuddet fra et finansielt synspunkt ikke afspejler en rimelig værdiansættelse af Selskabet.

## 3. Bestyrelsens vurdering af en række faktorer relateret til Købstilbuddet

### 3.1 Tilbudskursen

Tabellen angiver Tilbudskursen i forhold til markedskursen i visse historiske perioder.

Periode	Kurs pr. Aktie à nominelt DKK 20	Præmie ved Tilbudskursen sammenlignet med relevante historiske aktiekurser
Slutkursen på NASDAQ OMX Copenhagen den 9. november 2011 (sidste børsdag inden Tilbudsgiver offentliggjorde sin beslutning om at fremsætte Købstilbuddet)	DKK 95,00	0%
Volumen-vægtet gennemsnitskurs i de sidste tre måneder forud for den 9. november 2011 (denne dato iberegnet)	DKK 94,03	1%
Volumen-vægtet gennemsnitskurs i de sidste seks måneder forud for den 9. november 2011 (denne dato iberegnet)	DKK 96,59	-2%
Volumen-vægtet gennemsnitskurs i de sidste tolv måneder forud for den 9. november 2011 (denne dato iberegnet)	DKK 92,67	3%
Slutkursen på NASDAQ OMX Copenhagen den 12. juli 2011	DKK 77,95	22%

- 12. juli 2011 var den sidste børsdag inden meddelelse om, at Thornico ejede 28,95% af Hartmanns aktiekapital  
- De ovenstående volumenvægtede gennemsnitskurser de sidste 6 og 12 måneder er beregnet inkl. Thornico's køb af to større aktieblokke i juli 2011 til DKK 95 pr. Aktie og DKK 102 pr. Aktie (kilde: FactSet)

Bestyrelsen har i overensstemmelse med reglerne om udarbejdelse af en redegørelse indeholdende Bestyrelsens holdning til Købstilbuddet vurderet forskellige faktorer, der relaterer sig til Købstilbuddet.

I forhold til slutkursen pr. Aktie den sidste børsdag inden Tilbudsgiver offentliggjorde sin beslutning om at fremsætte Købstilbuddet den 9. november 2011, har Tilbudsgiver ikke tilbudt Aktionærerne en præmie for overtagelse af kontrollen i Selskabet. Slutkursen pr. Aktie den sidste børsdag inden offentliggørelsen af Købstilbuddet var DKK 99,50.

### **3.2 Fordele og ulemper for Aktionærer, som ønsker at acceptere Købstilbuddet**

Bestyrelsen vurderer, at Aktionærer, der ønsker at acceptere Købstilbuddet og dermed sælge deres Aktier til Tilbudsgiver, skal være opmærksom på følgende forhold:

- Tilbudskursen er for lav og afspejler efter Bestyrelsens vurdering ikke en rimelig værdiansættelse af Selskabet
- Der vil ikke være mulighed for at deltage i en mulig fremtidig værditilvækst i Selskabet, herunder muligheden for at acceptere et alternativt købstilbud på et senere tidspunkt
- Købstilbuddet er ikke betinget af due diligence, eller af at Tilbudsgiver opnår et bestemt acceptniveau, og Købstilbuddets øvrige betingelser er få og sædvanlige
- Vederlaget til Aktionærerne erlægges kontant, og alle Aktionærer får mulighed for at sælge deres samlede aktiebeholdning til en på forhånd kendt kurs - DKK 95 pr. Aktie
- Aktionærer vil som udgangspunkt blive beskattet af den realiserede gevinst ved salg af Aktier, og det kan fremrykke beskatningen. De skattemæssige konsekvenser af en accept af Købstilbuddet vil afhænge af den enkelte Aktionærs skatteforhold, og Bestyrelsen anbefaler derfor Aktionærerne at foretage en vurdering af de skattemæssige konsekvenser for dem selv personligt og, om nødvendigt, at rådføre sig med deres egne professionelle rådgivere

### **3.3 Fordele og ulemper for Aktionærer, som ønsker ikke at acceptere Købstilbuddet**

Bestyrelsen vurderer, at Aktionærer, der ønsker ikke at acceptere Købstilbuddet og dermed ikke sælge deres Aktier til Tilbudsgiver, skal være opmærksom på følgende forhold:

- Der vil være mulighed for at deltage i en mulig fremtidig værditilvækst i Selskabet, herunder muligheden for at acceptere et alternativt købstilbud på et senere tidspunkt
- Hvis der er Aktionærer, der accepterer Købstilbuddet, kan det medføre, at markedet for Aktierne vil blive mindre likvidt, og at Tilbudsgiver får "bestemmende indflydelse", jf. pkt. 3.4

### 3.4 Tilbudsgiver og konsekvenserne af Købstilbuddet for Selskabets interesser og beskæftigelsen - eventuel "bestemmende indflydelse"

Der henvises til Tilbudsdokumentet for en beskrivelse af Thornico og Tilbudsgiver.

Bestyrelsen har særligt noteret sig og henholdt sig til de planer for Hartmann, som er anført af Thornico og Tilbudsgiver i Tilbudsdokumentet, herunder følgende:

"Det er i øvrigt Lactosan-Sanovos hensigt at fortsætte den igangværende strategi hos Hartmann, idet Lactosan-Sanovo er enig i de planer, som er udmeldt af Hartmanns ledelse, herunder at fortsætte de nuværende strategier, hvad angår beskæftigelse og geografiske placeringer. Baseret på det nuværende kendskab til Hartmann, forventer Lactosan-Sanovo ikke, at udnyttelse af synergier som anført ovenfor vil resultere i personalemæssige reduktioner, hverken hos Lactosan-Sanovo eller hos Hartmann, ligesom der ikke er planer om sammenlægning af driftssteder eller hovedkontorer eller administrative funktioner i øvrigt."

I henhold til Tilbudsgivers udsagn i Tilbudsdokumentet forventer Bestyrelsen ikke, at Købstilbuddet vil medføre ændringer for beskæftigelse eller driftssteder i Hartmann.

Herudover henvises til pkt. 2.5 om reaktionen fra en af Selskabets betydende samarbejdspartnere.

Om fremtidigt udbytte er det i Tilbudsdokumentet alene anført, at det ikke er Tilbudsgivers hensigt i den første 12 måneders periode efter Købstilbuddet at udbetale udbytte udover ordinært udbytte svarende til den hidtidige udbyttepolitik i Selskabet.

Alt afhængig af, hvor mange Aktionærer, der vælger at acceptere Købstilbuddet, kan der efter gennemførelsen af Købstilbuddet komme til at foreligge en situation, hvor Tilbudsgiver opnår bestemmende indflydelse over Selskabet som nærmere omhandlet i Værdipapirhandelslovens § 31, stk. 2 og stk. 3. Bestemmende indflydelse foreligger blandt andet, når en Aktionær har besiddelse over mere end en tredjedel af stemmerettighederne i Selskabet og det faktiske flertal af stemmerne på generalforsamlingen, og derved besidder den faktiske bestemmende indflydelse over Selskabet. Det beror på en konkret vurdering i hvert enkelt selskab, hvornår en aktionær vurderes at have "den faktiske bestemmende indflydelse over selskabet".

Såfremt Tilbudsgiver opnår "bestemmende indflydelse" som omhandlet i Værdipapirhandelslovens § 31, stk. 2 og stk. 3, kan de resterende Aktionærer ikke påregne, at de vil modtage et nyt købstilbud i en situation, hvor Tilbudsgiver efterfølgende måtte øge sin aktiebeholdning i Selskabet.

Ligeledes vil Tilbudsgiver, forudsat "bestemmende indflydelse", med respekt af gældende love og regler, kunne udøve de aktionærrettigheder, blandt andet med hensyn til valg af bestyrelsesmedlemmer, beslutning om udlodning, omstruktureringer mv., der tilkommer en ejer, der har sådan bestemmende indflydelse.



#### 4. Tilkendegivelser fra visse Aktionærer

Aktionærer, der besidder i alt 37,2% af Aktierne og stemmerettighederne i Selskabet, har tilkendegivet over for Bestyrelsen, at de agter ikke at acceptere Købstilbuddet.

Disse Aktionærer omfatter Maj Invest (ejerandel på 20,6%) og Brødrene Hartmanns Fond (12,2%), andre investorer (tilsammen 4,1%) samt medlemmer af Hartmanns Bestyrelse og direktion (i alt 0,3%).

Det er i Købstilbuddet (pkt. 3.20) anført, at LD Equity I K/S (nu Maj Invest) og Brødrene Hartmanns Fond har indgået en ejerftale vedrørende deres Aktier i Selskabet. Denne ejerftale er imidlertid efter det for Bestyrelsen oplyste ikke længere i kraft.

#### 5. Oplysning om visse interesser

##### 5.1 Bestyrelsens og direktionens ejerandele

Medlemmerne af Bestyrelsen og direktionen har ingen direkte eller indirekte ejerandele i Thornico eller Tilbudsgiver.

Medlemmerne af Bestyrelsen og direktionen ejer Aktier i Selskabet som anført i Bilag 1. Peter-Ulrik Plesner er formand for bestyrelsen i Brødrene Hartmann Fonden, som ejer 12,2% af Aktierne i Hartmann.

Bestyrelsesmedlem i Hartmann Peter-Ulrik Plesner, der desuden er formand for bestyrelsen i Brødrene Hartmanns Fond, har ikke deltaget i udfærdigelsen af denne redegørelse, da han ønsker at tilkendegive sin vurdering af Købstilbuddet som bestyrelsesmedlem i Brødrene Hartmanns Fond.

##### 5.2 Bonus

Fremsættelsen af Købstilbuddet udløser ikke nogen bonus til medlemmerne af Bestyrelsen eller direktionen.

## 6. Konklusion

På baggrund af ovenstående har Bestyrelsen enstemmigt - bortset fra Peter Ulrik Plesner som beskrevet i pkt. 5.1 ovenfor - vedtaget at anbefale Aktionærerne ikke at acceptere Købstilbuddet. Bestyrelsen anbefaler samtidig hver enkelt Aktionær at overveje fordele og ulemper ved Købstilbuddet, jf. denne redegørelse.

---

Gentofte, 24. november 2011

Bestyrelsen for Brødrene Hartmann A/S

Agnete Raaschou-Nielsen  
(Formand)

Walther V. Paulsen  
(Næstformand)

Niels Hermansen                      Jørn Mørkeberg Nielsen

Niels Christian Petersen              Jan Peter Antonisen

*Bemærk: Bestyrelsesmedlem i Hartmann Peter-Ulrik Plesner, der er formand for bestyrelsen i Brødrene Hartmanns Fond, har ikke deltaget i udfærdigelsen af denne redegørelse, da han ønsker at tilkendegive sin vurdering af Købstilbuddet som bestyrelsesmedlem i Brødrene Hartmanns Fond*

**Bilag 1: Aktiebeholdning for medlemmer af Hartmanns Bestyrelse og direktion**

Navn	Antal Hartmann Aktier 24. november 2011
<i>Bestyrelsen</i>	
Agnete Raaschou-Nielsen	2.000
Walther V. Paulsen	1.255
Peter-Ulrik Plesner	570
Niels Hermansen	-
Jørn Mørkeberg Nielsen	2.700
Niels Christian Petersen	72
Jan Peter Antonisen	-
<b>Bestyrelsen i alt</b>	<b>6.597</b>
<i>Direktionen</i>	
Michael Rohde Pedersen	2.000
Claus Frees Sørensen	10.000
<b>Direktionen i alt</b>	<b>12.000</b>