

**Redegørelse fra bestyrelsen i Jeudan A/S**

**om**

**det pligtmæssige offentlige købstilbud fremsat  
den 27. december 2012**

**af**

**William Demant Invest A/S**

*Denne meddelelse og købstilbuddet fremsættes hverken direkte eller indirekte til aktionærer i USA, Canada, Australien, Japan, Sydafrika eller andre jurisdiktioner, hvor fremsættelsen af købstilbuddet eller accept heraf er i strid med lovgivningen i den pågældende jurisdiktion eller forudsætter udstedelse af et tilbudsdokument, registrering eller andre foranstaltninger ud over de krav, der følger af dansk lovgivning. Denne meddelelse og tilbudsdokumentet må ikke udleveres til aktionærer, der er bosiddende i sådanne jurisdiktioner. Enhver person, der kommer i besiddelse af tilbudsdokumentet forventes selv at indhente alle nødvendige oplysninger om eventuelle begrænsninger, der måtte gælde for vedkommende samt foretage nødvendige foranstaltninger for at efterleve gældende regler i det land, hvor den pågældende er bosiddende.*

Redegørelse fra bestyrelsen ("Bestyrelsen") i Jeudan A/S ("Jeudan" eller "Selskabet") i henhold til § 14 i Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 221 af den 10. marts 2010 om overtagelsestilbud ("Tilbudsbekendtgørelsen") vedrørende det pligtmæssige offentlige købstilbud (det "Pligtmæssige Købstilbud") fremsat af William Demant Invest A/S ("WDI") til aktionærerne ("Aktionærerne") i Jeudan i henhold til et tilbudsdokument ("Tilbudsdokumentet") af den 27. december 2012.

Redegørelsen indeholder ajourførte informationer om forventet resultat for 2012, informationer om budget for 2013 og fremskrivning for perioden frem til og med 2020.

Indhold:

1. Indledning og anbefaling
2. Baggrund
3. Bestyrelsens vurdering af en række faktorer relateret til det Pligtmæssige Købstilbud
4. Tilkendegivelse fra de underskrivende bestyrelsesmedlemmer og direktionen
5. Aftaler om ændring af kontrollen med Selskabet, om bonus og aftaler med WDI
6. Bestyrelsens anbefaling

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

*Nærværende redegørelse er alene udarbejdet på dansk.*

*De nedenfor anførte udtalelser om fremtidige forhold, herunder især fremtidig omsætning og resultat før kurs- og værdireguleringer samt tomgangsprocent, er usikre og forbundet med risici. Mange faktorer vil være uden for Jeudans 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 inflation, renteniveau og adgang til finansiering.*

## **1. Indledning og anbefaling**

### **1.1 Det Pligtmæssige Købstilbud**

Det Pligtmæssige Købstilbud er fremsat på de vilkår og betingelser, der fremgår af det af WDI udarbejdede Tilbudsdokument offentliggjort den 27. december 2012.

I henhold til det Pligtmæssige Købstilbud tilbyder WDI Aktionærerne at erhverve samtlige aktier i Jeudan à nominelt DKK 100 ("Aktierne") mod betaling af et kontant vederlag på DKK 438 pr. Aktie ("Tilbudsprisen"). Hvis Jeudan udbetaler udbytte eller foretager andre udlodninger til Aktionærerne før afregningen af det Pligtmæssige Købstilbud, nedsættes Tilbudsprisen, der skal betales i henhold til det Pligtmæssige Købstilbud, med sådant udbytte eller en sådan udlodning pr. Aktie på krone-for-krone basis. Købstilbuddet svarer til en værdiansættelse af Jeudan på DKK 4,6 mia.

Det Pligtmæssige Købstilbud er gyldigt fra den 27. december 2012 og udløber den 24. januar 2013 kl. 16.00 (dansk tid) eller ved udløb af en eventuel forlængelse af tilbudsperioden besluttet af WDI i henhold til Tilbudsbekendtgørelsens § 15 og Tilbudsdokumentet ("Tilbudsperioden").

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

I henhold til § 14, stk. 1 i Tilbudsbekendtgørelsen skal bestyrelsen i et selskab, hvis aktier er optaget til notering og, som gøres til genstand for et købstilbud til aktionærerne, 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 driftsstederne, som omhandlet i tilbudsdokumentet.

WDI anfører i sit brev af den 27. december 2012 til Jeudans navnenoterede Aktionærer, at "Købstilbuddet skal heller ikke ses som en opfordring til Jeudans aktionærer om at sælge deres Aktier". Brevet er med visse begrænsninger tilgængeligt på <http://www.jeudan.dk/investor/koebstilbud/>.

Uanset dette har Bestyrelsen valgt at udarbejde denne redegørelse på normal vis, dvs. med en grundig gennemgang af Bestyrelsens overvejelser i lyset af et fremsat købstilbud. Nordea Markets – Investment Banking som finansiel rådgiver og Gorrissen Federspiel som juridisk rådgiver har rådgivet Bestyrelsen i forbindelse med redegørelsen og baggrunden herfor.

Redegørelsen omfatter opdateret information om Jeudans forventninger til fremtiden, herunder konkrete omsætnings- og resultatforventninger til 2013 og en fremskrivning for perioden til og med 2020. Bestyrelsen vurderer, at det er

muligt og i betragtning af det fremsatte Købstilbud også hensigtsmæssigt at offentliggøre sådan detaljeret information for perioden frem til og med 2020, da Jeudans forretningsmodel indebærer, (i) at den helt overvejende del af ejendommenes omsætning er baseret på kontrakter (med varierende løbetider), (ii) at den overvejende del af kontraktparterne (efter beløb) er offentlige myndigheder eller private virksomheder af en vurderet høj bonitet, (iii) at renten på 85% af den samlede gæld er fastlåst i en gennemsnitlig periode på 10 år og, (iv) at Selskabet ingen valutaeksponering har. Da Jeudans ejendomme er værdiansat med fortsat eje og drift for øje og således ikke ud fra en værdioptimering ved salg, indeholder redegørelsen tillige en følsomhedsanalyse, som viser ændringen af Jeudans egenkapital ved anvendelse af forskellige afkastkrav ved værdiansættelsen af ejendommene.

Denne redegørelse er underlagt dansk ret.

### **1.3 anbefaling**

Selskabets Bestyrelse vurderer, at det Pligtmæssige Købstilbud ikke er attraktivt for Selskabets Aktionærer. Bestyrelsen anbefaler derfor Aktionærerne ikke at acceptere det Pligtmæssige Købstilbud.

Det bemærkes herved, at WDI i sit brev af den 27. december 2012 til Jeudans navnenoterede Aktionærer selv anfører, at "Købstilbuddet skal heller ikke ses som en opfordring til Jeudan's aktionærer om at sælge deres aktier". Brevet er med visse begrænsninger tilgængeligt på Jeudans hjemmeside, <http://www.jeudan.dk/investor/koebstilbud/>.

Bestyrelsen henviser i øvrigt til overvejelserne i denne redegørelse. Det bemærkes, at bestyrelsesmedlemmet Stefan Ingildsen har afstået fra at deltage i behandlingen af det Pligtmæssige Købstilbud på grund af inhabilitet, idet Stefan Ingildsen er ansat i William Demant koncernen.

## **2. Baggrund**

### **2.1 Jeudans virksomhed**

Jeudan er Danmarks største børsnoterede ejendoms- og servicevirksomhed. Selskabet investerer i og driver større kontor-, bolig- og detailejendomme i København. Selskabet tilbyder ved Jeudan Servicepartner A/S et bredt udbud af ejendomsrelaterede rådgivnings-, service- og bygningsydelser.

Strategien sigter mod fortsat vækst og lønsomhed, baseret på værdierne ordentlighed, dygtighed og tilgængelighed.

Jeudans omsætning udgør ca. DKK 1,2 mia. i 2012, investeringsejendomme udgør ca. DKK 16 mia. fordelt på ca. 810.000 m<sup>2</sup> og egenkapitalen er ca. DKK 4,0 mia. ultimo 2012.

Selskabet har ca. 400 medarbejdere og har hovedkontor på Sankt Annæ Plads 13, 1250 København K. Jeudan Servicepartner A/S har domicil på Valhøjs Allé i Rødovre.

## **2.2 Selskabets forventninger til regnskabsåret 2012 og 2013**

Jeudan meddelte senest sine forventninger til regnskabsåret 2012 i delårsrapporten for 1.-3. kvartal 2012, der blev offentliggjort den 22. november 2012. Det fremgår deraf, at der for regnskabsåret 2012 forventedes et resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) på DKK 370-390 mio. (2011: DKK 308 mio.) og en omsætning på ca. DKK 1,2 mia. (2011: DKK 1,2 mia.).

Forventningen til omsætning i 2012 fastholdes uændret til ca. DKK 1,2 mia., og forventningen til resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) fastholdes uændret til DKK 370-390 mio. De finansielle gældsforpligtelser pr. 31. december 2012 er som følge af rentefaldet i 2012 opgjort til en regulering på DKK -524 mio. (2011: DKK -951 mio.), og regulering af dagsværdien af ejendomme pr. 31. december 2012 er opgjort til DKK 174 mio. (2011: DKK 309 mio.). Forventningen til resultat før skat udgør således DKK 20-40 mio. (2011: DKK -334 mio.).

For 2013 forventer Jeudan en omsætning på ca. DKK 1,2 mia. og et resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) på DKK 400-440 mio., svarende til en stigning i EBVAT på ca. 10% i forhold til estimatet for 2012.

En fremskrivning for de kommende 8 år er beskrevet nedenfor under pkt. 3.1.(D).

## **2.3 Selskabets aktionærkreds**

Selskabet har en aktiekapital på DKK 1.058.644.500, fordelt på 10.586.445 Aktier.

Selskabet har ca. 2.170 Aktionærer.

Selskabet har fået oplyst, at følgende Aktionærer hver især besidder mere end 5% af Aktierne og stemmerettighederne:

- William Demant Invest A/S besidder 4.408.052 Aktier (ca. 41,6%)
- Nykredit Realkredit A/S besidder 1.703.070 Aktier (ca. 16,1%)
- Chr. Augustinus Fabrikker A/S besidder 1.460.448 Aktier (ca. 13,8%)
- Jens Erik Udsen og dennes 100%-ejede selskab Nesdu as besidder 1.174.029 Aktier (ca. 11,1%)

For oplysninger om Bestyrelsens og direktionens aktiebesiddelser henvises til punkt 4.

Selskabet har 6.853 egne Aktier pr. 31. december 2012.

#### **2.4 Processen, der førte frem til det Pligtmæssige Købstilbud**

WDI offentliggjorde den 4. december 2012 en meddelelse om, at WDI havde erhvervet 33.000 Aktier i Selskabet til en pris på DKK 438 pr. Aktie, jf. Jeudans meddelelse nr. 232 af samme dato. Erhvervelsen svarer til 0,3% af den samlede aktiekapital i Selskabet.

WDI besidder herefter 41,6% af aktiekapitalen og stemmerne i Selskabet, og det er WDI's opfattelse, at WDI besidder en bestemmende indflydelse over Selskabet. Som følge heraf og i overensstemmelse med kapitel 8 i Lov om Værdipapirhandel m.v. skulle WDI senest fire uger fra den 4. december 2012 fremsætte et pligtmæssigt overtagelsestilbud til Aktionærene i Selskabet.

Det Pligtmæssige Købstilbud blev offentliggjort den 27. december 2012, jf. Jeudans meddelelse nr. 233 af samme dato.

I et brev af den 27. december 2012 fra WDI til Jeudans navnenoterede aktionærer (brevet er med visse begrænsninger tilgængeligt på Jeudans hjemmeside <http://www.jeudan.dk/investor/koebstilbud/>) fremgår det, at "WDI har ikke til hensigt at overtage Jeudan via dette Købstilbud, og Købstilbuddet skal heller ikke ses som en opfordring til Jeudans aktionærer om at sælge deres Aktier. Købstilbuddet vil ikke have nogen indvirkning på Jeudans drift eller aktiviteter, og WDI har ingen intentioner om at lade Jeudan afnotere fra handel på NASDAQ OMX Copenhagen."

Af det Pligtmæssige Købstilbud fremgår det, at "WDI har ingen intentioner om at overtage samtlige Aktier i Selskabet, men ønsker fremadrettet at have mulighed for at øge sin aktiepost i Selskabet. I forbindelse med Købstilbuddet vil WDI gerne udtrykke sin opbakning til Jeudans ledelse, Bestyrelse og den valgte strategi for Selskabet. Det er WDI's hensigt, at Jeudans aktier fortsat skal være optaget til handel og officiel notering på NASDAQ OMX Copenhagen."

#### **2.5 Resumé af det Pligtmæssige Købstilbud**

WDI tilbyder ifølge det Pligtmæssige Købstilbud at købe samtlige Aktier i Selskabet mod en kontant betaling på DKK 438 pr. Aktie.

Det Pligtmæssige Købstilbud gælder fra og med den 27. december 2012 og udløber den 24. januar 2013, kl. 16.00 (dansk tid).

Det Pligtmæssige Købstilbud er med visse begrænsninger tilgængeligt på Jeudans hjemmeside, <http://www.jeudan.dk/investor/koebstilbud/>.

## 2.6 WDI

WDI er et 100% ejet datterselskab af William Demants og Hustru Ida Emilies Fond ("Oticon Fonden").

WDI's formål er på vegne af Oticon Fonden at besidde aktier udstedt af William Demant Holding A/S samt at foretage investerings- og finansieringsvirksomhed, herunder anbringelse af kapital i virksomheder, i fast ejendom i ind- og udland og i værdipapirer samt hermed beslægtet virksomhed.

WDI har pr. den 27. december 2012 ejerandele i William Demant Holding A/S (56,1%), Jeudan A/S (41,6%) og Össur hf (41,2%).

WDI offentliggjorde første gang den 24. juni 2004 en ejerandel på mere end 5% af Aktierne i Jeudan, nemlig 20,0%.

## 3. Bestyrelsens vurdering af en række faktorer relateret til det Pligtmæssige Købstilbud

### 3.1 Faktorer relateret til det Pligtmæssige Købstilbud

Tabellen nedenfor angiver Tilbudsprisen i forhold til markedsprisen på relevante historiske datoer og i relevante historiske perioder.

<b>Periode</b>	<b>Pris pr. Aktie</b>	<b>Tilbudspris, præmie</b>
Tilbudspris	438,00	
Slutpris 9. januar 2013	441,50	-0,8%
Gennemsnitlig slutpris fra 27. december 2012 til 9. januar 2013	440,88	-0,7%
Slutpris 21. december 2012 <sup>2)</sup>	445,00	-1,6%
Slutpris 3. december 2012 <sup>1)</sup>	443,00	-1,1%
Gennemsnitlig slutpris i de seneste 30 dage frem til og med 3. december 2012	445,66	-1,7%
Gennemsnitlig slutpris i de seneste 90 dage frem til og med 3. december 2012	449,21	-2,6%
Gennemsnitlig slutpris i de seneste 6 måneder frem til og med 3. december 2012	452,23	-3,2%

Note 1. Den 3. december 2012 var sidste handelsdag forud for WDI's offentliggørelse af, at WDI ville fremsætte det Pligtmæssige Købstilbud.

Note 2. Den 21. december 2012 var sidste handelsdag før offentliggørelsen af Tilbudsdokumentet.

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

*(A) Ingen præmie*

I forbindelse med overtagelsestilbud på børsnoterede selskaber tilbyder tilbudsgiver sædvanligvis en kontrolpræmie til aktionærene for disses aktier i forhold til den pris, som aktien havde i perioden op til tilbuddet. Dette er ikke tilfældet med det af WDI fremsatte Pligtmæssige Købstilbud.

Som det fremgår af skemaet ovenfor udgør Tilbudsprisen DKK 438 pr. Aktie. Aktien er blevet handlet i markedet som følger:

- (i) DKK 443 dagen før offentliggørelse af, at WDI ville fremsætte det Pligtmæssige Købstilbud,
- (ii) til en gennemsnitlig slutpris på DKK 445,66 i de seneste 30 dage forud for offentliggørelsen af, at WDI ville fremsætte det Pligtmæssige Købstilbud,
- (iii) DKK 441,50 dagen før denne redegørelse, og
- (iv) til en gennemsnitlig slutpris på DKK 440,88 fra offentliggørelse af det Pligtmæssige Købstilbud den 27. december 2012 til dagen før denne redegørelse.

Tilbudsprisen svarer til den pris, som WDI betalte for de 33.000 Aktier, som WDI erhvervede den 4. december 2012. Bestyrelsen anser dette for begrundet alene i det forhold, at WDI fremsætter det Pligtmæssige Købstilbud ud fra en antagelse om, at WDI er forpligtet dertil i henhold til Tilbudsbekendtgørelsen. I Tilbudsdokumentet anfører WDI, "at WDI ingen intentioner har om at overtage samtlige Aktier i Selskabet og udtrykker samtidig opbakning til Selskabets ledelse, Bestyrelse og den valgte strategi for Selskabet, ligesom det er WDI's hensigt, at Selskabets Aktier fortsat skal være optaget til handel og officiel notering på NASDAQ OMX Copenhagen".

Siden den 4. december 2012 har prisen på Selskabets Aktier alle handelsdage bortset fra en været højere end Tilbudsprisen.

*(B) Forventninger til 2012*

Jeudan meddelte senest sine forventninger til regnskabsåret 2012 i delårsrapporten for 1.-3. kvartal 2012, der blev offentliggjort den 22. november 2012. Det fremgår deraf, at der for regnskabsåret 2012 forventedes et resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) på DKK 370-390 mio. (2011: DKK 308 mio.) og en omsætning på ca. DKK 1,2 mia. (2011: DKK 1,2 mia.).

Forventningen til omsætning i 2012 fastholdes uændret til ca. DKK 1,2 mia., og forventningen til resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) fastholdes uændret til DKK 370-390 mio. De finansielle gældsforpligtelser pr. 31. december 2012 er som følge af rentefaldet i 2012



opgjort til en regulering på DKK -524 mio. (2011: DKK -951 mio.), og regulering af dagsværdien af ejendomme pr. 31. december 2012 er opgjort til DKK 174 mio. (2011: DKK 309 mio.). Forventningen til resultat før skat udgør således DKK 20-40 mio. (2011: DKK -334 mio.).

#### *(C) Forventninger til 2013*

For 2013 forventer Jeudan en omsætning på ca. DKK 1,2 mia. og et resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) på DKK 400-440 mio., svarende til en stigning i EBVAT på ca. 10% i forhold til estimatet for 2012.

#### *(D) Fremskrivning for 2013 til og med 2020*

Bestyrelsen har fremskrevet Jeudans finansielle udvikling over de kommende år ved udarbejdelse af en fremskrivning for 2013 til og med 2020 og en fremskrivning af aktiens indre værdi.

Ud fra fremskrivningen vil den indre værdi pr. Aktie ultimo 2020 udgøre DKK 847, svarende til en forrentning på 10,8% p.a. med udgangspunkt i indre værdi pr. Aktie pr. 31. december 2012 på ca. DKK 372. Ved fremskrivningen er det forudsat, at der ikke udbetales udbytte.

Det bemærkes herved, at Aktien den 9. januar 2013 blev handlet til DKK 441,50, svarende til en kurs/indre værdi på 1,19 (baseret på indre værdi pr. Aktie pr. 31. december 2012 på ca. DKK 372).

Ved udarbejdelse af fremskrivningen har Bestyrelsen lagt følgende forudsætninger til grund for den 8-årige periode:

- Indtægter samt drifts- og administrationsomkostninger fremskrives med en årlig inflation på 1,9%. Selskabets lejekontrakter reguleres med stigningen i nettopristallet.
- Tomgangsprocenten er forudsat til gennemsnitlig 7% pr. år (p.t. 5,5%).
- De finansielle udgifter er opgjort ud fra løbetid og afdragsprofil på Selskabets finansielle forpligtelser.
- Ejendomsporteføljen værdireguleres i det enkelte år alene baseret på ejendommenes nettoresultat det efterfølgende år ved uændret afkastprocent.
- Renteniveauet er forudsat uændret i hele perioden, og der er ikke medtaget den positive kursregulering af gælden som følge af den løbende reduktion i renteaftalernes løbetid. Jeudan anvender renteaftaler til at sikre en fast rente på gælden. Renten på 85% af den samlede gæld er sikret ved brug af renteaftaler, og den gennemsnitlige løbetid på renteaftalerne udgør ca. 10 år. En rentestigning i 2013 til og med 2020 vil således kun have begrænset effekt på de samlede renteudgifter. Ved rentestigninger vil Jeudan i øvrigt skulle

indtægtsføre en positiv kursregulering på ca. DKK 800 mio. for hver stigning på 1 procentpoint for den nuværende gæld.

- Der er afsat 25% skat af resultat før skat.

Med udgangspunkt i forventningerne til 2013 (forventningerne er DKK 400-440 mio. men det bemærkes, at der i fremskrivningen er anvendt DKK 435 mio.) og ved anvendelse af ovennævnte forudsætninger indeholder fremskrivningen for 2013 til og med 2020 følgende hovedtal:

<b>Udvalgte resultat- og balanceposter (DKKm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Omsætning	1.155	1.183	1.211	1.241	1.270	1.301	1.332	1.363
Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT)	435	435	455	483	502	524	547	570
Resultat før skat	756	762	789	823	848	877	906	933
Nettoresultat	567	571	592	617	636	657	679	700
Egenkapital	4.520	5.091	5.683	6.300	6.936	7.593	8.272	8.972
Balance i alt	17.488	17.815	18.299	18.887	19.504	20.181	20.915	21.684
Soliditet (Pct.)	25,8%	28,6%	31,1%	33,4%	35,6%	37,6%	39,6%	41,4%
EBVAT pr. aktie (DKK)	41,1	41,1	43,0	45,7	47,4	49,5	51,7	53,8
Indre værdi pr. aktie (DKK)	427	481	537	595	655	717	781	847

Nye investeringer i ejendomme er ikke indarbejdet i fremskrivningen, men Selskabet vil i 2020 have en investeringskapacitet på DKK 16,3 mia. ved en soliditet på 25% og samme finansieringsstruktur som den eksisterende ejendomsportefølje, svarende til en fordobling af Selskabets nuværende forretningsomfang.

I ovennævnte fremskrivning er ikke forudsat udbetaling af udbytte. Såfremt der udbetales udbytte, vil dette skulle fratrækkes i indre værdi pr. Aktie i forholdet 1:1 med tillæg af renter af udbyttet.

Selskabets udlodningspolitik fremgår senest af Selskabets årsrapport for 2011:

“Det har gennem en årrække været tilstræbt at udlodde et attraktivt udbytte til aktionærene. I de senere år har udlodningen således udgjort 35-50% af resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT).”

For de seneste fem regnskabsår har Jeudan udbetalt følgende i udbytte pr. aktie:

<b>Udbytte</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Udbytte pr. aktie	DKK	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Udbyttebetaling	DKK mio.	78,1	78,1	78,1	116,5	116,5
Udbytte i forhold til EBVAT	%	51	42	43	46	38

En fremskrivning af Selskabets driftsresultater og den indre værdi og forudsætningerne herfor er som ovenfor anført behæftet med væsentlig usikkerhed, ligesom en positiv udvikling af Jeudans virksomhed og finansielle stilling ikke nødvendigvis vil afspejle sig fuldt ud i prisen på Selskabets Aktier.

(E) *Egenkapital baseret på opgørelse af dagsværdien af ejendomsporteføljen pr. 31. december 2012.*

Bestyrelsen har opgjort dagsværdien af Selskabets ejendomsportefølje pr. 31. december 2012. Der er anvendt samme principper for opgørelse af værdien, som det fremgår af Selskabets årsrapport for 2011.

Dagsværdien pr. 31. december 2012 er opgjort til DKK 16.934 mio., svarende til et gennemsnitligt afkast på 5,1% p.a. Nedenstående skema viser ændringerne i dagsværdien, egenkapitalen og indre værdi, ved ændringer i afkastet. Indre værdi pr. Aktie udgjorde ca. DKK 372 pr. 31. december 2012.

<b>Afkastændringer</b>		<b>-1,00%</b>	<b>-0,75%</b>	<b>-0,50%</b>	<b>-0,25%</b>	<b>Basis</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,75%</b>	<b>1,00%</b>
Afkastprocent	%	4,11%	4,36%	4,61%	4,86%	5,11%	5,36%	5,61%	5,86%	6,11%
Ændring i dagsværdi	DKK mio.	4.193	2.966	1.878	904		-757	-1.472	-2.127	-2.727
Dagsværdi	DKK mio.	21.127	19.900	18.812	17.838	16.934	16.178	15.462	14.807	14.207
Dagsværdi pr. m <sup>2</sup>	DKK	26.078	24.564	23.221	22.018	20.903	19.969	19.085	18.277	17.536
Ændring i egenkapital	DKK mio.	3.145	2.224	1.408	678		-567	-1.104	-1.595	-2.045
Ændring i indre værdi pr. aktie	DKK	297	210	133	64		-54	-104	-151	-193
Indre værdi pr. aktie	DKK	669	582	505	436	372	318	268	221	179

Såfremt ejendomsporteføljen f.eks. var blevet afhændet pr. 31. december 2012 til et gennemsnitligt afkast på 4,61% p.a., svarende til en ændring i afkastprocenten på -0,50%, ville indre værdi pr. Aktie stige med DKK 133 til ca. DKK 505.

(F) *Likviditet*

I fremskrivningen er likviditeten fra de driftsmæssige aktiviteter beregnet som resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) fratrukket betalt skat og korrigeret for afskrivninger.

		<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Likviditet fra driftsakt.	DKKm	436	435	457	485	504	527	550	573
Antal aktier	1.000	10.586	10.586	10.586	10.586	10.586	10.586	10.586	10.586
Likviditet fra driftsakt. pr. aktie	DKK	41,2	41,1	43,1	45,8	47,6	49,7	51,9	54,2

Den akkumulerede likviditet fra de driftsmæssige aktiviteter andrager DKK 3.967 mio.

Fremskrivning af nettoændring i likviditeten udgør likviditeten fra de driftsmæssige aktiviteter fratrukket ændringer i og afdrag på realkredit- og anlægslån samt mindre ændringer i balancen.

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditet ultimo	DKKm	-253	-63	151	399	670	994	1.369	1.775
Nettoændring likviditet	DKKm	153	190	214	248	271	324	375	406
<b>Akkumuleret</b>	<b>DKKm</b>								<b>2.181</b>

Ovennævnte nettoændring indeholder ikke nye investeringer i ejendomme eller refinansiering af Selskabets gæld.

Nettoændring i likviditeten er jf. ovenfor således opgjort efter afdrag på gæld. I perioden udgør de samlede afdrag på realkreditlån DKK 627 mio. og på anlægslån DKK 1.080 mio., svarende til en samlet afvikling i perioden på i alt DKK 1.707 mio. Ultimo 2012 udgjorde Selskabets realkreditlån og anlægslån i alt DKK 11.414 mio.

Afdragene fordeler sig de enkelte år således:

<b>Afvikling gæld</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Realkreditlån	DKKm	74	76	77	78	79	80	81	82
Anlægslån	DKKm	168	166	161	153	148	117	88	79
<b>Akkumuleret</b>	<b>DKKm</b>								<b>1.707</b>

### 3.2 Fordele

Bestyrelsen har identificeret og vurderet følgende forhold, der kan indebære fordele for Aktionærerne:

- Alle Aktionærer får mulighed for at sælge deres samlede aktiebeholdning til en på forhånd kendt pris, og vederlaget til Aktionærerne erlægges kontant.
- Ved at acceptere Købstilbuddet undgår Aktionærerne en mulig ulempe ved en reduceret omsætning af Aktien i tilfælde af, at antallet af Aktier i fri handel bliver mindre f.eks. såfremt WDI's ejerandel øges som resultat af det Pligtmæssige Købstilbud.
- Det Pligtmæssige Købstilbud indeholder ingen betingelser.

### 3.3 Ulemper

Bestyrelsen har identificeret og vurderet følgende forhold, der kan indebære ulemper for Aktionærerne:

- Tilbudsprisen er lavere end den senest konstaterede markedspris (slutpris).

- Tilbudsprisen er lavere end markedsprisen (slutprisen) dagen før fastsættelse af Tilbudsprisen og lavere end den gennemsnitlige markedsprisen, tre og seks måneder forud for fastsættelsen.
- Aktionærer, som vælger at sælge deres Aktier, vil ikke kunne få fordel af en mulig fremtidig værditilvækst i Selskabet. Det er Bestyrelsens opfattelse, at prisen på Selskabets Aktier vil kunne stige væsentligt i de kommende år baseret på et uændret kurs/indre værdi forhold, jfr. de under pkt. 3.1 angivne faktorer.
- Det følger af Tilbudsdokumentet, at udbytteudlodninger kan blive elimineret eller begrænset, hvis WDI opnår kontrol med Selskabet, idet det følger af Tilbudsdokumentet, "at WDI som hidtil vil støtte en udlodningspolitik, hvor de frie pengestrømme først og fremmest anvendes til den fortsatte udvikling af Selskabets strategiske ejendomsportefølje og sekundært kanaliseres tilbage til Aktionærene i form af udbetaling af udbytte. Det er således WDI's hensigt, at der ikke udbetales udbytte indenfor de kommende 12 måneder efter gennemførelsen af Købstilbudet".

De skattemæssige konsekvenser af en accept af det Pligtmæssige Købstilbud vil afhænge af den enkelte Aktionærs skatteforhold, og Bestyrelsen anbefaler derfor Aktionærene at foretage en individuel, konkret vurdering af de skattemæssige konsekvenser og eventuelt at rådføre sig med professionelle rådgivere.

### **3.4 Konsekvenserne af det Pligtmæssige Købstilbud for Selskabets interesser, herunder beskæftigelsen**

I henhold til Tilbudsbekendtgørelsens § 14 er Bestyrelsen i Jeudan forpligtet til at udarbejde en redegørelse, som indeholder Bestyrelsens holdning til det Pligtmæssige Købstilbud og begrundelsen herfor, herunder Bestyrelsens holdning til konsekvenserne for alle Selskabets interesser, særligt beskæftigelsen, og WDI's strategiske planer for Selskabet og disses sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne.

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

"WDI har ingen intentioner om at foretage ændringer i Jeudans drift eller aktiviteter, herunder beskæftigelses- og arbejdsvilkår for Selskabets ledelse og medarbejdere. WDI vil gerne udtrykke sin tiltro til Selskabets ledelse og den valgte strategi. WDI ønsker som Aktionær med bestemmende indflydelse fortsat at støtte Selskabet i dets udvikling og ekspansion, og der er ingen planer om at foretage ændringer i Selskabets strategi. WDI har heller ingen intentioner om at foretage ændringer i Selskabets vedtægter i forbindelse med det Pligtmæssige Købstilbud."

Der henvises til Tilbudsdokumentet for en beskrivelse af WDI. Bestyrelsen har noteret, at WDI er et helejet datterselskab af Oticon Fonden. Oticon Fonden og

dets datterselskaber, herunder WDI, driver ikke virksomhed med investering i og udlejning af fast ejendom bortset fra igennem Jeudan. Der kan således næppe opnås synergier ved, at WDI opnår aktiemajoriteten i Jeudan.

Jeudans udlodningspolitik fremgår senest af Selskabets årsrapport for 2011: "Det har gennem en årrække været tilstræbt at udlodde et attraktivt udbytte til Aktionærerne. I de senere år har udlodningen således udgjort 35-50% af resultatet før kurs- og værdireguleringer (EBVAT)", jf. i øvrigt afsnit 3.1.

Bestyrelsen har noteret, at det i Tilbudsdokumentet er anført, "at WDI som hidtil vil støtte en udlodningspolitik, hvor de frie pengestrømme først og fremmest anvendes til den fortsatte udvikling af Selskabets strategiske ejendomsportefølje og sekundært kanaliseres tilbage til Aktionærerne i form af udbetaling af udbytte. Det er således WDI's hensigt, at der ikke udbetales udbytte indenfor de kommende 12 måneder efter gennemførelsen af Købstilbuddet".

På baggrund deraf og WDI's offentliggjorte holdning og intentioner vurderer Bestyrelsen i henhold til Tilbudsbekendtgørelsens bestemmelser, at det Pligtmæssige Købstilbud ikke indebærer væsentlige ændringer for alle Selskabets interessenter, herunder ændringer vedrørende beskæftigelse og driftssteder. Dog kan WDI muligvis ikke stemme for udlodning af udbytte til Aktionærerne i 12 måneder efter gennemførelsen af det Pligtmæssige Købstilbud, jfr. ovenfor.

#### **4. Tilkendegivelse fra de underskrivende bestyrelsesmedlemmer og direktionen**

De underskrivende bestyrelsesmedlemmer og direktionen har tilkendegivet, at de ikke har til hensigt at acceptere det fremsatte Pligtmæssige Købstilbud, idet de ikke anser Tilbudsprisen for attraktiv.

Bestyrelsen og direktionen i Selskabet har følgende aktiebesiddelser:

<b>Aktieposter</b>	<b>Antal aktier</b>
Bestyrelsesformand Niels Heering og nærtstående	6.947
Næstformand Tommy Pedersen	6.000
Bestyrelsesmedlem Jens Erik Udsen / Nesdu as	1.174.029
Bestyrelsesmedlem Hans Munk Nielsen	910
Bestyrelsesmedlem Stefan Ingildsen	389
Adm. direktør Per W. Hallgren og nærtstående	77
Direktør Peter Spøer	229

## **5. Aftaler om ændring af kontrollen med Selskabet, om bonus og aftaler med WDI**

### **5.1 Ændring af kontrollen med Jeudan**

Ansættelsesaftalen mellem Selskabet og dets administrerende direktør Per W. Hallgren indeholder en bestemmelse med relation til ændring af kontrol med Selskabet. Bestemmelsen indebærer, at i tilfælde af (1) et ejerskifte, hvorefter samme fysiske eller juridiske person kontrollerer Aktier i Selskabet, der repræsenterer mere end 50% af stemmerne i Selskabet eller (2) et ejerskifte, hvorefter samme fysiske eller juridiske person kontrollerer Aktier i Selskabet, der repræsenterer mere end 25% af stemmerne i Selskabet, og hvor der sker en udskiftning af mere end halvdelen af bestyrelsen inden for en periode på tolv måneder, kan Per W. Hallgren inden en måned efter meddelelsen om ejerskiftet, henholdsvis inden en måned efter generalforsamlingen, hvor de nye medlemmer vælges, vælge at opsige sin stilling med en måneds varsel, og han vil i givet fald have krav på godtgørelse svarende til summen af de månedlige lønninger, som han ville have krav på i tilfælde af opsigelse fra Selskabets side, hvilket svarer til 18 måneder.

Selskabet har ikke indgået andre aftaler, som indeholder bestemmelser med relation til ændring af kontrollen med Selskabet.

### **5.2 Aftaler om bonus**

Gennemførelsen af det Pligtmæssige Købstilbud udløser ikke nogen bonus til medlemmerne af Selskabets Bestyrelse eller direktion, uanset hvor mange Aktier WDI måtte besidde efter gennemførelsen af det Pligtmæssige Købstilbud.

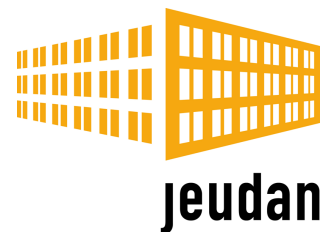
### **5.3 Aftaler med WDI**

Selskabet har ikke indgået nogen aftaler med WDI vedrørende det Pligtmæssige Købstilbud.

## **6. Bestyrelsens anbefaling**

**På baggrund af ovenstående vurdering af det Pligtmæssige Købstilbuds fordele og ulemper samt de øvrige beskrevne forhold vurderer Bestyrelsen, at det Pligtmæssige Købstilbud ikke er attraktivt for Selskabets Aktionærer.**

**Selskabets Bestyrelse anbefaler derfor, at Selskabets Aktionærer ikke accepterer det Pligtmæssige Købstilbud.**



Det bemærkes herved, at WDI i sit brev af den 27. december 2012 til Jeudans navnenoterede Aktionærer selv anfører, at "Købstilbuddet skal heller ikke ses som en opfordring til Jeudan's aktionærer om at sælge deres aktier".

København, den 10. januar 2013

Niels Heering  
Formand

Tommy Pedersen  
Næstformand

Jens Erik Udsen

Hans Munk Nielsen