

Greinargerð

Fyrirtækjaráðgjafar Saga Capital Fjárfestingarbanka hf.

- Vegna yfirtökutilboðs Lur Berri Iceland ehf. í Alfesca hf. –

Fyrirvari

Greinargerð þessi og þær niðurstöður sem greindar eru í henni eru byggðar á opinberum upplýsingum og gögnum og viðtölum við stjórnendur Alfesca hf. Greinargerðin er aðeins til leiðbeiningar, en getur ekki verið tæmandi og í henni eru ekki tilgreindar allar þær upplýsingar sem mögulega gætu haft áhrif á mat á því tilboðsverði sem boðið er í hluti í Alfesca hf.

Mat á framtíðarvexti og möguleikum í rekstri Alfesca hf. byggja á fyrrgreindum upplýsingum og mati á markaðsaðstæðum, sem hvort tveggja er háð ýmsum óvissupáttum sem geta haft áhrif á þær.

Þær upplýsingar, álit og niðurstöður sem birtar eru í greinargerð þessari miðast við þann tíma sem þær eru birtar og er þeim er kynna sér efni greinargerðar þessarar bent á að fylgjast með fréttum og tilkynningum sem kunna að birtast opinberlega um Alfesca hf. og markaði þess sem áhrif geta haft á mat á verðmæti félagsins, sem og greinargerð þessa.

Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital hefur ekki sannreynt hvort þær upplýsingar sem álit þetta byggir á séu tæmandi um hvert og eitt atriði. Þá hefur Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital hvorki leitað upplýsinga frá öðrum utanaðkomandi aðilum né kannað áreiðanleika aflagðra gagna og upplýsinga, nema þess sé sérstaklega getið.

Það er ekki hlutverk Fyrirtækjaráðgjafar Saga Capital að leggja mat á það hvort að hagsmunir einstakra hluthafa séu fólgnir í því að samþykkja tilboðið eða hafna því. Greinargerðin er einungis unnin fyrir stjórn félagsins á grundvelli 7. mgr. sbr. 5. mgr. 104. gr. laga um verðbréfavíðskipti í þeim tilgangi að leggja fram heilstætt mat á tilboðinu og skilmálum þess. Í greinargerðinni felst því á engan hátt fjárfestingarráðgjöf Saga Capital sem fjármálafyrirtækis, til hluthafa eða annarra, í skilningi d-liðar 6. tl. 1. mgr. 3. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 sbr. 4. tl. 1. mgr. 2. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007.

Afstaða hvers og eins hluthafa til yfirtökutilboðs Lur Berri Iceland ehf. verður ávallt að byggja á eigin athugunum og greiningum á þeim upplýsingum og forsendum sem fram koma í yfirtökutilboðinu og greinargerð þessari, ásamt því að viðkomandi aðilar kynni sér aðrar upplýsingar sem kunna að skipta þá máli.

Hluthafar eru sérstaklega hvattir til að leita sér ráðgjafar utanaðkomandi sérfræðinga varðandi það hvort þeir taka yfirtökutilboðinu eða ekki, s.s. fjárfestingarráðgjafar fjármálafyrirtækja, sem og ráðgjafar endurskoðenda og lögfræðinga varðandi skatta- og lögfræðileg atriði.

Yfirtökutilboð Lur Berri Iceland ehf. til hluthafa Alfesca hf.

Þann 2. júlí 2009 gerði Lur Berri Iceland ehf., kt. 420409-0790, Skógarhlíð 12, Reykjavík, hluthöfum Alfesca hf. yfirtökutilboð í hlutafé þeirra í Alfesca hf. Yfirtökutilboð Lur Berri Iceland ehf. er gert á grundvelli tilboðsskyldu samkvæmt 100. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (VVL), samanber X. og XI. kafla laganna, vegna samninga Lur Berri SAS, Kjarar Invest B.V., Alta Food Holding B.V., Kaupthing Singer & Friedlander Ltd. og tiltekinna stjórnenda Alfesca hf. (sameiginlega nefndir Lur Berri og samstarfsaðilar) um stjórn og rekstur Alfesca hf. Yfirtökutilboð Lur Berri Iceland ehf. var birt í fréttakerfi OMX Nasdaq Iceland þann 2. júlí 2009. Hluthöfum Alfesca hf. er boðið að selja Lur Berri Iceland ehf. hlutafé sitt í Alfesca hf. á genginu 4,5 gegn greiðslu í reiðufé. Yfirtökutilboð Lur Berri Iceland ehf. stendur til 30. júlí næstkomandi.

Framkvæmd greinargerðar

Samkvæmt 5. mgr. 104. grein VVL er stjórn Alfesca ehf. skylt að semja og gera opinbera greinargerð þar sem fram kemur rökstutt álit stjórnarinnar á fram komnu yfirtökutilboði og skilmálum þess. Hafi stjórnarmenn í því félagi sem yfirtökutilboð lýtur að, hagsmuna að gæta af niðurstöðu yfirtökutilboðs, þá skulu þeir ekki koma að gerð greinargerðar stjórnar, samanber 3. ml. 6. mgr. 104 VVL. Leiði vanhæfi stjórnarmanna til þess að stjórnin verður ekki ályktunarhæf, þá ber stjórn skv. 7. mgr. 104. gr. VVL að láta óháð fjármálafyrirtæki meta yfirtökutilboðið og skilmála þess.

Fjórir af fimm stjórnarmönnum Alfesca hf. teljast aðilar að tilboði eða vanhæfir að öðru leyti og leiðir það til að stjórnin er ekki ályktunarhæf. Af þeim sökum og með vísan til framangreinds ákvað stjórn Alfesca hf. að fela Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital Fjárfestingabanka hf. (Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital) gerð greinargerðar þessar.

Samantekt niðurstaðna

Fjárfestar eru eindregið hvattir til að kynna sér efni yfirtökutilboðs Lur Berri Iceland ehf. sem og efni greinargerðar þessarar í heild sinni, forsendur hennar og fyrirvara.

Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital telur að tilboðsgengið 4,5 kr. á hlut fyrir hluti í Alfesca hf. sé sanngjarnt fyrir hluthafa Alfesca hf., sér í lagi ef litið er á kennitölur sambærilegra fyrirtækja á markaði og núvirt sjóðstreymi. Einnig er tekið er mið af erfiðum aðstæðum á íslenskum fjármálamarkaði og horft er til yfirtökutilboða á Íslandi undanfarin ár.

Tilboðsverðið svarar til hæsta verðs sem samstarfsaðilarnir hafa greitt fyrir hluti í Alfesca síðustu sex mánuði. Það er 32,4% hærra en síðasta viðskiptaverð þann 28. maí 2009 sem var sá dagur sem tilkynnt var um fyrirhugað samstarf og samstarfsaðilanna um stjórn og rekstur Alfesca hf. Ennfremur er tilboðsverðið 25,3% hærra en meðaldagslokaverð síðustu sex mánuði þar á undan.

Fram kemur í yfirtökutilboðinu að stefnt er að afskráningu hlutabréfa Alfesca hf. á NASDAQ OMX Iceland, en það kann að hafa áhrif á verð hlutabréfanna, verðmyndun þeirra, með hvaða hætti verður unnt að eiga viðskipti með þau í framtíðinni sem og þrengingu á hópi fjárfesta sem heimild hafa til fjárfestingar í hlutabréfunum.

Rökstutt álit á yfirtökutilboðinu og skilmálum þess

Lögmæti tilboðs

Í yfirtökutilboði Lur Berri Iceland ehf. koma fram upplýsingar um tilboðsverð og greiðsluskilmála tilboðsins, sem bera með sér að tilboðið uppfylli kröfur laga, s.s. að tilboðsverðið svari a.m.k. til hæsta verðs sem tilboðsgjafi eða aðilar sem hann er í samstarfi við hafa greitt fyrir hluti sem þeir hafa eignast í viðkomandi félagi síðustu sex mánuði áður en tilboðið var sett fram. Einnig uppfyllir tilboðið það skilyrði að vera að lágmarki jafnhátt og síðasta viðskiptaverð hluta í félaginu daginn áður en tilboðsskylda myndaðist og tilkynnt var um fyrirhugað tilboð. Endurgjald fyrir yfirtekna hluti er í formi reiðufjár og mun greiðslan vera innt af hendi eigi síðar en 5 dögum eftir að tilboðið rennur út skv. greiðsluskilmálum. Nýja Kaupþing hf. hefur ennfremur ábyrgst greiðslur til hluthafa samkvæmt tilboðinu. Aðrar upplýsingar og skilmálar yfirtökutilboðsins virðast vera eðlilegir.

Hagsmunir félagsins og framtíðaráform samstarfsaðilanna

Hagsmunum Alfesca hf. og framtíðaráformum samstarfsaðila er lýst svo í tilboðsyfirliti Lur Berri Iceland ehf.:

Verði tilboðið farsælt og tilboðsgjafi og samstarfsaðilarnir eignast meira en 90% hlutafjár og ráða yfir samsvarandi hlutfalli atkvæðisréttar þannig að hægt verður að hefja innlausn, mun Alfesca ekki uppfylla skilyrði til að vera með hlutafé sitt í viðskiptum á aðallista NASDAQ OMX Iceland, til dæmis vegna skilyrðis um lágmarks dreifingu hlutafjáreignar í Alfesca. Tilboðsgjafi og samstarfsaðilarnir munu þá beita sér fyrir afskráningu félagsins af aðallista NASDAQ OMX Iceland. Eigi tilboðsgjafi og samstarfsaðilarnir minna en 90% hlutafjár og ráði yfir samsvarandi hlutfalli atkvæðisréttar í kjölfar tilboðsins, áskilja tilboðsgjafi og samstarfsaðilarnir sér rétt til þess að beita sér fyrir að nauðsynlegar ráðstafanir verði gerðar til að afla samþykkis hjá viðeigandi aðilum svo hlutafé félagsins megi verða tekið úr viðskiptum af aðallista NASDAQ OMX Iceland.

Starfsemi, aðsetur, hagsmunir og störf

Þá segir í tilboðsyfirliti Lur Berri Iceland ehf. um starfsemi, aðsetur, hagsmuni og störf stjórnenda og starfsmanna Alfesca:

Tilboðsgjafi og samstarfsaðilarnir hafa engar fyrirætlanir um að gera verulegar breytingar á starfsemi Alfesca, þ.m.t. störfum og starfsskilyrðum stjórnenda og starfsmanna félagsins. Ekki eru áform um slíkar breytingar á starfsemi tilboðsgjafans vegna tilboðsins.

Niðurstaða greinargerðar þessarar er að framangreind framtíðaráform samstarfsaðilanna sem og upplýsingar um starfsstöðvar félagsins og hagsmuni Alfesca hf. og stjórnenda og starfsmanna þess, gefa ekki ástæðu til að hafna yfirtökutilboði Lur Berri Iceland ehf.

Afskráning af NASDAQ OMX Iceland

Rétt þykir að vekja sérstaka athygli á áformum samstarfsaðilanna að afskrá hlutabréf Alfesca hf. af NASDAQ OMX Iceland, en það kann að hafa áhrif á bæði verð hlutabréfanna, verðmyndun þeirra, með hvaða hætti verður unnt að eiga viðskipti með þau í framtíðinni sem og þrengingu á hópi fjárfesta sem heimild hafa til fjárfestingar í hlutabréfunum.

Rökstutt álit á tilboðsverði

Forsendur

Við greiningu á yfirtökutilboði Lur Berri Iceland ehf. og hvort gengið 4,5 kr. á hlut teljist ásættanlegt var tilboðið skoðað með hliðsjón af yfirtökutilboðum á Íslandi undanfarin ár, kennitölum sambærilegra fyrirtækja í Evrópu af svipaðri stærðargráðu og einnig var framkvæmd sjóðstreymisgreining á félaginu.

Gengisáhrif

Bréf Alfesca eru skráð í íslenskum krónum en aftur á móti gerir Alfesca upp í evrum og tekjur félagsins eru að langstærstum hluta í evrum og pundum. Sveiflur í gengi gjaldmiðla geta því haft talsverð áhrif við mat á félaginu.

Vöxtur

Alfesca hefur vaxið töluvert undanfarin ár og starfsemin tekið miklum breytingum. Fjárfest hefur verið í framleiðslufyrirtækjum sem selja til smásöluðila og starfsemi sem tengist fiskútflutningi hefur verið seld samanber sala á Iceland Seafood til starfsmanna félagsins árið 2005. Árið 2003 keypti félagið Lyons Seafood Ltd. í Bretlandi og með þeim kaupum styrkti félagið sig verulega á breskum markaði. Árið eftir keypti Alfesca hf. Financiere de Kiel SAS (Labeyrie samstæðuna) sem hefur höfuðstöðvar í Frakklandi. Síðan þá hafa félögin Adrimex SAS og D&F S.r.l bæst við samstæðuna.

Á rekstrarárinu 2006/2007 jukust tekjur um 9% og 2007/2008 jukust tekjur um 7%. Veltan á nýliðnu rekstrarári 2008/2009 er 3,7% minni en árið áður skv. mati stjórnenda.

Erfitt ástand efnahagsmála

Greinargerð þessi gerir ráð fyrir að á næstu árum muni draga verulega úr vexti félagsins. Ennfremur er áætlað að á núverandi rekstrarári (2009/2010) verði velta félagsins 1% hærri en velta nýliðins rekstrarárs. Jafnframt gerir greinargerð þessi ráð fyrir að hærra afurðaverð muni skila sér í lægri framlegð næstu misseri og hefur þar hátt laxaverð mestu áhrifin. Laxaverð er sögulega mjög hátt um þessar mundir og vegna sjúkdóma í laxeldi í Chile. Skv. stjórnendum gæti ástandið í Chile jafnvel haft áhrif næstu 2-3 árin en lax er um 44% af hráefniskaupum félagsins.

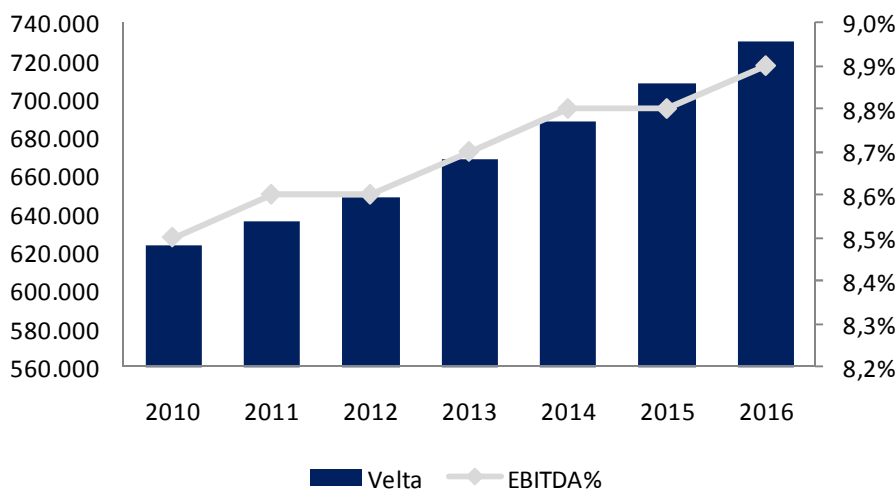
Slæmt efnahagsástand og samdráttur í Frakklandi, Bretlandi og Spáni hefur áhrif á fyrsta flokks (e. premium) vörur. Stór hluti af vörum Alfesca tilheyra þeim flokki og telja stjórnendur að erfitt geti reynst að hækka verð á þeim í slíku árferði. Það skýrist af því að neytendur hafa fært sig meira yfir í "ódyrari" vörur en þær skila lægri framlegð.

Gengisáhrif hafa einnig sett strik í reikninginn hjá Alfesca en veikt sterlingspund hefur komið niður á starfssemi félagsins í Bretlandi.

Með hliðsjón af framangreindu má gera ráð fyrir að framlegð muni minnka og að verulega dragi úr vexti félagsins miðað við undanfarin ár.

EBITDA framlegð

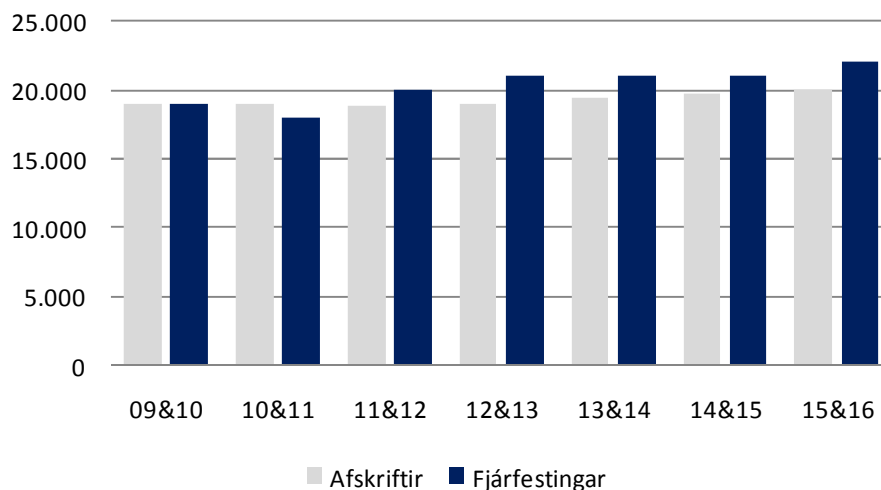
Undanfarin þrjú ár hefur EBITDA framlegð Alfesca hf. verið á bilinu 7,9% til 9,7% og verið að meðaltali 8,5%. Hætt er við að á næstunni muni framlegð minnka vegna hærra afurðaverðs og breytinga á neyslumynstri neytenda. Greinargerð þessi gerir ráð fyrir að EBITDA framlegð verði um 8,5% á næsta rekstrarári félagsins og um 8,6% árið þar á eftir og verði 8,9% að loknum spátíma.



Fjárfestingar og afskriftir

Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital áætlar að afskriftir fram til rekstrarársins 2015-2016 verði í takt við síðastliðin ár eða á bilinu 2,5-3% af veltu. Undanfarin tvö ár hafa afskriftir verið 18 og 20,3 milljónir evra og gerir þessi greinargerð ráð fyrir að afskriftir verði um 2,6% af veltu út spátímabilið. Samsvarar það EUR 17,3m og EUR 17,8m næstu tvö rekstrarár.

Greinargerð þessi gerir ráð fyrir að ekki verði ráðist í neinar stórar fjárfestingar, heldur eingöngu nauðsynlegar endurfjárfestingar. Næstu tvö árin áætla stjórnendur félagsins þær EUR 19m og 18m. Ennfremur er gert ráð fyrir að reksturinn muni haldast að flestu leyti óbreyttur.



Rekstrarfé

Ef litið er til rekstrarfjár Alfesca (working capital) er gert ráð fyrir að fjárbinding muni vera á bilinu 9,4% til 9,6% af veltu á spátímanum en rekstrarárin 06/07 og 07/08 var fjárbinding 9,2% og 9,6% .

Ávöxtunarkrafa og framtíðarvöxtur

Við mat á ávöxtunarkröfu til eigin fjár er miðað við aðra fjárfestingarmöguleika á Íslandi. Áhættulaus ávöxtun er metin vera 8,9%, sú krafa sem er á 14 ára óverðtryggðum ríkisskuldabréfum (RIKB 25 0612). Ávöxtunarkrafa til eiginfjár er metin 18,4%.

Vaxtakostnaður er áætlaður 6,3%. Þetta gefur veginn fjármagnskostnað (WACC) uppá 11,6%.

Framtíðarvöxtur félagsins er áætlaður 2% af Fyrirtækjaráðgjöf Saga Capital og er þá tekið tillit til sögulegs hagvaxtar í þeim löndum sem Alfesca er starfandi í og framtíðarhorfa félagsins.

Niðurstaða

Miðað við þær forsendur og fyrirvara sem fram koma í greinargerð þessari, er það mat Fyrirtækjaráðgjafar Saga Capital að yfirtökutilboð Lur Berri Iceland ehf. í hlutabréf Alfesca hf. sé sanngjarnt.

Það er ítrekað að greinargerð þessi leggur ekki mat á hvort hagsmunir einstaka hluthafa séu fólgnir í því að samþykkja tilboðið eða hafna því.

Reykjavík, 21. júlí 2009
F.h. Saga Capital Fjárfestingabanka hf.



Steinþór Ólafsson
Forstöðumaður Fyrirtækjaráðgjafar