

Stjórn Vinnslustöðvarinnar hf.  
b.t. Gunnars Felixsonar, stjórnarformanns  
Hafnargötu 2  
900 Vestmannaeyjum

Reykjavík 9. júlí 2007

**Varðar: Álit Saga Capital Fjárfestingarbanka hf. á framkomnum yfirtökutilboðum í Vinnslustöðina hf.**

**I Inngangur**

Þann 25. júní s.l. fól stjórn Vinnslustöðvarinnar hf. (“Vinnslustöðin”) Saga Capital Fjárfestingarbanka hf. (“Saga Capital”) að leggja mat á yfirtökutilboð sem fram eru komin í Vinnslustöðina hf. Samkvæmt upplýsingum sem Saga Capital hefur fengið frá stjórnarformanni Vinnslustöðvarinnar er það mat stjórnar Vinnslustöðvarinnar að hún sé ályktunarhæf sbr. 7. mgr. 41 gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003, en óski engu að síður eftir mati óháðs fjármálafyrirtækis á tilboðunum og skilmálum þess. Saga Capital hefur ekki lagt mat á hæfi einstakra stjórnarmanna eða tekið afstöðu til framangreinds ákvæðis laga um verðbréfavíðskipti.

Við mat á tilboðunum hefur verið notast við helstu verðmatsaðferðir, t.a.m. sjóðsstreymisgreiningu, mat á upplausnarvirði auk helstu kennitalna við sölu á sambærilegum fyrirtækjum á undanförunum árum. Ekki hafa verið skoðuð sérstaklega þau áhrif sem fyrirhuguð sala mun hafa á þau sveitarfélög þar sem Vinnslustöðin starfar eða á starfsmenn eða stjórnendur félagsins. Við vinnu sína aflaði Saga Capital upplýsinga frá forsvarsmönnum tilboðsgjafa (Eyjamanna ehf. og Stillu eignarhaldsfélags ehf.), notaðist við opinberar upplýsingar auk þess sem rætt var við forsvarsmenn annarra sjávarútvegsfyrirtækja á Íslandi um horfur í greininni.

**II Lýsing á tilboðum**

**A Tilboð Eyjamanna ehf.**

Þann 16. apríl s.l. birtist á fréttasíðu OMX Nordic á Íslandi (þá Kauphöll Íslands) tilkynning um að tilteknir hluthafar sem færu með 50,04% atkvæða í Vinnslustöðinni hefðu gert með sér samkomulag um stjórnun og rekstur félagsins. Af þessu leiðir að umræddum hluthöfum er skylt að gera öðrum hluthöfum yfirtökutilboð í hluti þeirra í félaginu. Tilboðið var síðan birt á fréttasíðu OMX Nordic á Íslandi þann 9. maí s.l. og var tilboðsgjafinn Eyjamann ehf. (“Eyjamann”).

Tilboð Eyjamanna hljóðar upp á að greiddar verði kr. 4,60 fyrir hvern hlut í félaginu auk þess sem tekið er fram að tilboðsgjafar séu einhuga um að reka félagið í sömu mynd og verið hefur að því frátöldu að fyrirhugað er að afskrá félagið af OMX Nordic á Íslandi.

## **B Tilboð Stillu eignarhaldsfélags ehf.**

Þann 31. maí s.l. birtist á heimsíðu OMX Nordic á Íslandi frétt þess efnis að Stilla eignarhaldsfélag ehf. (“Stilla”) hefði ákveðið að leggja fram samkeppnistilboð í Vinnslustöðina. Tilboðið birtist síðan á heimasíðu OMX Nordic á Íslandi þann 5. júní s.l. Tilboð Stillu hljóðar upp á kr. 8,50 fyrir hvern hlut í Vinnslustöðinni. Forsvarsmenn Stillu fyrirhuga ekki neinar breytingar á tilgangi félagsins, kjarnastarfsemi þess eða að nýta fjármunalegar eignir í öðrum tilgangi en verið hefur. Þá hyggja þeir á áframhaldandi skráningu félagsins á OMX/Kauphöll Íslands. Slík skráning er þó háð aðkomu fleiri fjárfesta en Stilla hyggst selja stóran hluta hinna keyptu hluta til öflugs hóps slíkra aðila.

## **III Mat Saga Capital**

Tilboð Eyjamanna virðist byggja á sjóðstreymismati, þar sem verðmat félaga er reiknað út með því að núvirða sjóðstreymi til framtíðar. Tilboð Eyjamanna nýtur stuðnings í nýgerðum greiningum bæði Glitnis banka hf. og Kaupþings banka hf. Saga Capital hefur kynnt sér framangreindar greiningar og gerir ekki athugasemdir við þær. Ef litið er eingöngu til sjóðstreymisgreiningar er það mat Saga Capital að tilboð Eyjamanna sé í samræmi við sjóðstreymisgreiningu.

Tilboð Stillu byggir á þeirri forsendu að horft er til upplausnarvirðis félagsins frekar en að byggja tilboðið eingöngu á sjóðstreymisgreiningu. Um langt skeið hefur upplausnarverðmæti sjávarútvegsfélaga á Íslandi verið verulega hærra en verðmat skv. sjóðstreymisgreiningu. Ástæða þess að upplausnarverðmæti er hærra byggir fyrst og fremst á því að verðmæti kvóta við kaup og sölu á milli aðila hefur verið hærra en rekstur viðkomandi félaga gefur tilefni til. Þess verður þó að gæta að upplýsingar um verð á kvóta og verðþróun hans liggur ekki á reiðu á skipulegum markaði, sérstaklega þegar horft er aftur í tímann sem gerir allan samanburð erfiðari og ónákvæman.

Saga Capital hefur skoðað þær yfirtökur sem átt hafa stað á skráðum félögum í sjávarútvegi á undanförunum árum, t.a.m. Þorbjörn Fiskanes, Eskju, Þormóð ramma Sæberg og Samherja. Í öllum þessum tilvikum virðist hafa verið tekið að verulega leyti tillit til upplausnarvirðis framangreindra félaga og hefur verðmæti hlutfjár verið á milli 52 til 82% af upplausnarvirði viðkomandi félaga. Þá hefur svokallaður EV/EBITDA mælikvarði legið á bilinu 9,3 til 16,7 sem endurspeglar enfremur tillit til upplausnarverðs.

Það er mat Saga Capital að til þess að tilboð geti talist sanngjarnt gagnvart þeim hluthöfum sem því er beint til, að þá verði hluthafar að fá sambærilega lausn og hluthafar annarra félaga hafa fengið í sambærilegum tilvikum. Þegar um félag eins og Vinnslustöðina er um að ræða er því eðlilegast að bera tilboðsverð saman við verð í yfirtökum á sambærilegum félögum.

Útreikningar Saga Capital sýna t.a.m. að verðmæti kvóta Vinnslustöðvarinnar geti legið á bilinu 22 – 26 ma.kr. en bókfært verð varanlegra fiskveiðiheimilda er u.þ.b. 3,34 ma.kr. Þá er verðmæti kvóta Hugins u.þ.b. 2,6 ma.kr. á móti bókfærðu verði sem er 260 m.kr., en Vinnslustöðin á 48% hlut í Hugin og er bókfært verð þess hlutar 633 m.kr. Þess verður að geta að nokkur óvissa liggur í verðþróun á þorskkvóta á næstu misserum í ljósi nýrrar skýrslu frá Hafrannsóknarstofnun. Það er mat Saga Capital að sú óvissa hafi minni áhrif hjá

Vinnslustöðinni en mörgum öðrum sambærilegum félögum vegna aflasamsetningar félagsins og breytir ekki verulega mati Saga Capital á upplausnarvirði Vinnslustöðvarinnar.

Ef gert er ráð fyrir að aðrir varanlegir rekstrarfjármunir séu bókaðir á markaðsvirði þá má gera ráð fyrir að verðmæti hlutafjár m.v. upplausnarvirði sé á bilinu 22,4 - 26,5 ma.kr. eða sem nemur 14,9 - 17,6 kr. á hvern hlut. Tilboð Stillu er því á bilinu 48 - 57% af verðmæti hlutafjár m.v. upplausnarvirði félagsins en tilboð Eyjamanna 26 - 31% af upplausnarvirði. Að sama skapi er EV/EBITDA<sup>1</sup> mælikvarði fyrir Stillu 12,06 en 8,08 fyrir tilboð Eyjamanna ef miðað er við ársreikning 2006, en er eitthvað lægri ef miðað er við EBITDA síðustu 12 mánaða þar sem að EBITDA fyrstu þriggja mánaða ársins er betri en á sama tíma árið 2006.

#### IV Niðurstaða

Með vísan til framangreinds og að teknu tilliti til þeirra viðskipta sem átt hafa stað í sambærilegum tilvikum, er það niðurstaða Saga Capital að við yfirtöku á sjávarútvegsfélagi þá sé sanngjarn fyrir tilboðsmóttakanda að tekið sé tillit til upplausnarvirðis félagsins. Af þeim sökum er það jafnframt mat Saga Capital að tilboð Eyjamanna geti ekki talist sanngjarn gagnvart þeim hluthöfum sem því er beint að. Það verður þó að hafa í huga að tilboð Eyjamanna er skyldutilboð og í takt við verð félagsins á markaði á þeim tíma sem það er gert. Ennfremur er það mat Saga Capital að tilboð Stillu sé sanngjarn miðað við framangreindar forsendur Saga Capital og miðað við yfirtökur í sjávarútvegi á undanförunum árum.

Álit það sem hér er látið í ljós er til upplýsingar og aðstoðar stjórn Vinnslustöðvarinnar í tengslum við framlögð yfirtökutilboð og er því ekki ráðlegging bankans til hluthafa um hvort þeir eigi að selja sína hluti í félaginu.

F.h. Fyrirtækjaráðgjafar  
Saga Capital fjárfestingarbanka hf.

Örn Gunnarsson, framkvæmdastjóri

<sup>1</sup> EBITDA hefur verið leiðrétt fyrir söluhagnaði árið 2006