

Næringsliv

Milliarder til aksjonærene: Mot et Orkla uten Elkem

Orkla på vei ut av prosessindustri | Kvitter seg med nær 50 prosent av omsetningen | Aksjonærene kan få aksjer for minst 15 milliarder | Orklas ekspansjonsmuligheter ligger i Øst-Europa

Ledelsen i Norges største privateide konsern, Orkla, må trolig vinke farvel til siste rest av prosessindustrien. Både kilder med kjennskap til Orklas interne strategiprosess og analytikere sier til Mandag Morgen at Elkem/Sapa mest sannsynlig blir skilt ut.

En avskjed med prosessindustri-virksomhetene vil sitte langt inne for ledelsen i det tradisjonsrike konglomeratet. Den har en interesse av å holde på metallprodusentene, og vil argumentere for at Orkla trenger et nytt ben å stå på. Men ledelsen vil neppe makte å overbevise styret om at Orkla klarer å lede Elkem/Sapa bedre enn ledelsen der gjør selv.

Orklas ledelse arbeider nå med å forberede styrets beslutning om hva som skal skje med Elkem/Sapa. Konsernsjef **Dag J. Opedal** har lovet å presentere konklusjonen i november. Mandag Morgen har snakket med en rekke personer under arbeidet med denne artikkelen, noen med nært kjennskap til prosessen, andre som er analytikere og observatører. De aller fleste mener det sannsynlige utfallet av denne prosessen er at Orkla skiller ut Elkem. «Orklas problem er at det er låst fast i markeder uten vekst. Men det som vil avgjøre styrets valg, er hvilket alternativ som gir Orklas aksjonærer størst avkastning,» som en kilde som er godt informert om strategiprosessen formulerer det.

Hvis Elkem forsvinner, blir også en stor del av Orkla-konsernet borte. I første halvår i år representerte omsetningen i Elkem/Sapa nesten halvparten av den totale omsetningen i Orkla (se figur 1). Samtidig har ledelsen i Orkla et intenst behov for nye vekstområder. Etter at Carlsberg stakk avgårde med den lovende bryggeridelen, har selskapet hatt enormt mye kontanter. Merkevarene i Norden er preget av store markedsandeler for varer med begrensede vekstmuligheter, som såpe og pizza.

Kanskje så Orkla for seg en god mulighet for ekspansjon på et voksende marked, da selskapet kjøpte ut sin amerikanske medaksjonær Alcoa og overtok hele Elkem i vinter. Ledelsen i Elkem er

imidlertid uhyre skeptisk til å være eid og styrt av Orkla. De siste årene har Elkem kjøpt stadig mer av den svenske aluminiumsprodusenten Sapa, og overtok nylig hele selskapet.

Selv om signalene peker i retning av at Elkem ikke blir innlemmet i Orkla, er det likevel få som vil avskrive et slikt utfall fullstendig. Konklusjonen på prosessen som er i gang, kan bli at Orkla uten prosessindustri vil bli for lite diversifisert. Et strømlinjeformet merkevareselskap kan også bli mer utsatt for oppkjøp fra selskaper som Procter & Gamble eller Kraft Foods.

For ti år siden snakket aksjeanalytikere om konglomerater med en viss avsky. De siste årene har flere studier vist at selskaper med en viss diversifikasjon gjør det bedre enn helt fokuserte selskaper. En av disse studiene står konsulent-selskapet McKinsey bak, det samme selskapet som også bistår Orkla i prosessen med hva som skal skje med Elkem. Ledelsen i Orkla har en viss egeninteresse av å integrere Elkem i Orkla-familien, men må i tilfelle overbevise et aksjonærorientert styre om at en slik løsning er den beste.

Det avtegner seg nå tre store utfordringer for Orkla fremover:

- **Merkevarer:** Orkla har store markedsandeler og høye marginer på mange av sine merkevarer i hjemmemarkedene i Norden. Kjedenes private merkevarer vil legge et press på begge deler.
- **Elkem/Sapa:** Et globalt selskap i en voksende bransje, men ledelsen ønsker ikke å være en del av Orkla.
- **Ekspansjon:** De fleste analytikerne mener den beste ekspansjonsmuligheten er å utvikle de østeuropeiske markedene videre.

Konklusjonen på høstens prosess kan bli et mindre Orkla, som også er mer fokusert. Hvis selskapet ikke klarer å svare på de tre utfordringene, kan det på sikt miste handlingsrom.

De fleste med god kjennskap til prosessen rundt Orkla og Elkem, understreker at intet er avgjort ennå. Likevel holder de en knapp på en relativt rask utskilling. Først vil det bli gjort grep, for eksempel med energidelen, for å synliggjøre verdiene i Elkem/Sapa bedre.

Flere antyder at en slik fisjon kan gjennomføres på samme måte som Yara ble skilt ut fra Hydro i fjor vår. Da ble mesteparten av aksjene i Yara delt ut til Hydros aksjonærer. Orkla kan velge en tilsvarende løsning, der de oppretter et nytt selskap av Elkem/Sapa, og gir sine aksjonærer en aksje i Elkem/Sapa for hver de i dag har i Orkla. Verdien av egenkapitalen i Elkem var innpå 15 milliarder kroner, ifølge en analyse meglerhuset Fondsinans laget for styret i Elkem i forbindelse med Orklas oppkjøp. Hvis Orkla børserotter Elkem/Sapa, og verdien blir slik Fondsinans antydning, innebærer det et utbytte fra Orkla i størrelsesorden 70 kroner per aksje. Verdien er antakelig noe høyere i dag.

En slik løsning forhindrer ikke at Orkla fremdeles blir sittende med en betydelig aksjepost i Elkem. Orkla har vært en av de viktigste aksjonærene i Elkem siden 1950, og spilte nøkkelrollen under redningsaksjonen tidlig på 1990-tallet.

Elkem stritter imot integrasjon

Selv om Orkla gjerne skulle fortsatt å eie Elkem, må Elkem-ledelsens sterke motstand mot å være en del av Orkla nødvendigvis spille en viktig rolle i Orkla-ledelsens vurdering. «Det altoverskyggende hensyn for Orkla-ledelsen er hva som er verdiøkende for Orklas aksjonærer,» er gjennomgangsmelodien fra Orklas ledelse. Denne melodien fester alle lit til.

En vedvarende strid mellom konsernledelsen og toppledelsen i et av de viktigste forretningsområdene kan umulig være verdiøkende på sikt. Elkems ledelse har aldri lagt skjul på at den liker tanken på et liv i Orkla svært dårlig. Toppsjefen **Ole Enger** selv ville ikke engang godkjenne budet fra Orkla, og hans aksjer ble tvangsinnløst av Orkla. Sjefen for silisiumdivisjonen, **Hilde Aasheim**, sa opp i sommer. Grunnen hun oppga var manglende tillit til at konsernledelsen i Orkla ville gi Elkem den oppmerksomhet metallprodusenten trenger. Fagforeningen i Elkem uttrykte også sterk misnøye med å bli en del av Orkla-konsernet.

Orkla har gjennom svært mange år vist at det er fullt mulig å kombinere næringer som i utgangspunktet ikke har noe felles. Aviser, sjokolade, sjampo, kjemikalier, aksjemegling. Alt har funnet sin plass i Orkla. Alt har gitt store overskudd. Men Orkla har samtidig vært svært pragmatisk.

«Debatten internt i selskapet har alltid vært intens, og ledelsen har hele tiden vært oppmerksom på at det går en grense for hvor mangslungent selskapet bør være,» sier **Trond Bergh**, professor i økonomisk historie ved Handelshøyskolen BI. Bergh peker på at Orkla også har solgt omfattende virksomheter. Tidlig på 1980-tallet forsøkte konsernet seg på både entreprenørvirksomhet og oljeservice. Begge forretningsområdene ble imidlertid solgt på grunn av svak lønnsomhet.

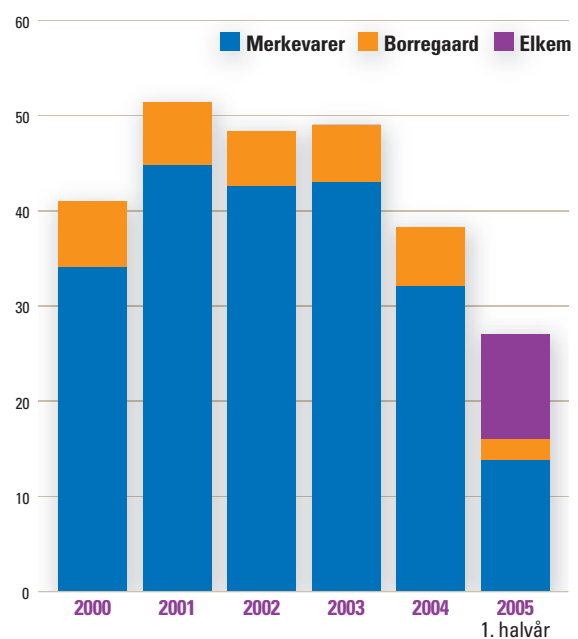
Skillelinjene mellom Orkla og Elkem er på sett og vis dype. Elkem har de siste årene utviklet seg til å bli en avansert metallprodusent. Etter oppkjøpet av svenske Sapa har Elkem kontroll over større deler av verdikjeden i aluminiumsproduksjonen, med råaluminium i Elkem og profiler i Sapa. Lønnsomheten har også vært god de siste årene, særlig i morselskapet (se figur 2). Mye av Elkems produksjon skjer i Norge, men selskapet har produksjon i 14 andre land, og selger over hele verden.

Orkla har på sin side heller blitt mindre enn mer internasjonalt. Nesten 80 prosent av inntekt-

En betydelig bidragsyter

Figur 1

Omsetning i ulike deler av Orkla-konsernet. Milliarder kroner. For 2005: første halvår. Bryggerivirksomheten er fjernet fra tallene



Omsetningen i Elkem/Sapa utgjør en stor del av Orkla-konsernets omsetning. Salget av merkevarer falt kraftig da Orkla solgte bryggeriene til Carlsberg. Kilde: Orkla

ene til Orkla kommer fra salg av forbrukermerkevarer i Norden, halvparten av dette i Norge. Etter uenigheten og salget av bryggerivirksomheten til Carlsberg i fjor sommer, er den viktigste virksomheten utenfor Norden østeuropeiske papiraviser.

Go East!

Øst-Europa pekes på som den naturlige ekspansjonsmuligheten for Orklas merkevarer. På hjemmemarkedet synes mulighetene begrensede. For de fleste produkter har Orkla en stor markedsandel, marginene er allerede høye, og markedene vokser sakte. De store butikkjedene har begynt å lansere sine egne merkevarer. «Utviklingen av egne merkevarer innebærer en trussel for merkevareprodusenter som Orkla,» sier **Leif Hem**, programdirektør for Norges Handelshøyskoles MBA-program i merkevareledelse.

I Norge er 10 prosent av omsetningen i dagligvaremarkedet kjedenes egne merkevarer. I Storbritannia er tallet 40 prosent. En av driverne i det britiske markedet har vært en tettere mark-

edskonsentrasjon i butikkleddet enn blant merkevareprodusentene. Selv om kjedene står sterkt også i Norge, tviler Hem på om de egne merkene vil oppnå den samme markedsandelen her. Ikke desto mindre blir merkevareprodusentene presset på marginer, bare av muligheten for egne merkevarer.

Orkla kjøpte nylig finske Chips og den russiske sjokoladeprodusenten SladCo. Hem mener Orkla har den kompetansen som trengs for å erobre deler av det østeuropeiske merkevaremarkedet. Her er også kjedekonsentrasjonen lavere, og egne merkevarer finnes ikke. Orkla er kjent for å bygge merkevarer i lokale markeder ved å kjøpe opp små selskaper, og så overføre merkevarekompetanse til disse markedene.

Et slankere konglomerat

Tidligere var konglomerater avskydd i finans-kretser, men resultatene til selskaper som Orkla og General Electric har overbevist skeptikerne om at kritikken kan bli for ensidig. «Synet på konglomerater har blitt langt mer nyansert bare de siste fem årene,» sier professor i finansiell økonomi ved BI, **Øyvind Bøhren**. Han mener flere av argumentene mot konglomerater fremdeles er gyldige, som at selskapet diversifiserer på aksjonærenes vegne. «Det beste argumentet for konglomerater som Orkla er nok at det er mulig å utvikle en forretningskultur og kompetanse som er så sterk og unik at den kan brukes i mange bransjer,» sier Bøhren.

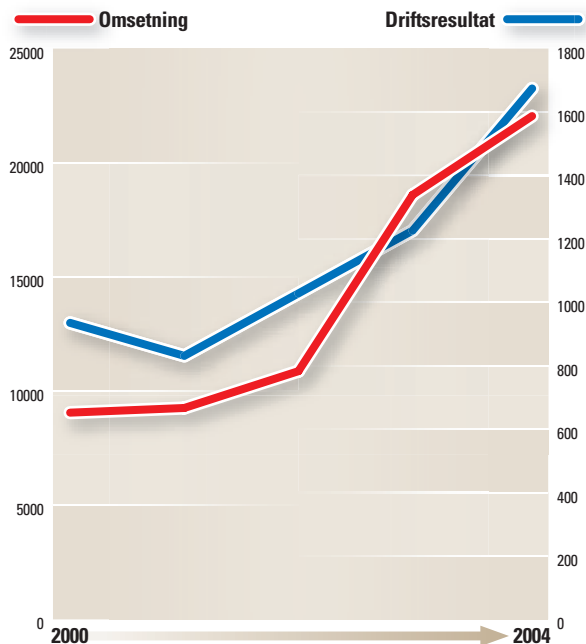
Trond Bergh peker på at Orkla-ledelsens fremste argument i sin konglomeratbygging har vært handlingsrom. Når selskapet har posisjoner i mange næringer, blir det flere investeringsmuligheter, og dermed lettere å finne de mest lønnsomme investeringene. «De aller fleste selskapene i Orkla-sfæren har ett fellestrekk: de har en stor og ofte dominerende markedsandel i sitt marked,» sier Bergh.

Hvis Orkla-kulturen først og fremst innebærer markedstilpasning når selskapet har en dominerende markedsposisjon, kan deler av Elkem passe som hånd i hanske. Elkem er verdens ledende produsent av en rekke silisium-produkter, og har på den måten avgjørende markedsrett. På den annen side: Kundene til Orkla er nesten utelukkende forbrukere. Alle Elkems kunder er bedrifter. Det er andre drivere i det globale markedet for solcellesilisium enn i nasjonale sjokolademarkeder.

Elkem i vekst

Figur 2

Omsetning og driftsresultat for Elkem. Sapa er konsolidert fra september 2002. Millioner kroner.



Både salg og resultater har steget for Elkem de siste årene. Mesteparten av overskuddet kommer fra aluminiumsvirksomheten og energihandel.

Kilde: Elkem

Kilde: Trond Bergh, Harald Espeli og Knut Sogner: «Brytningstider», Orion Forlag 2004