
Ef öldurnar breyttust í vín

*Greining og verðmat sjávarútvegsfélaga í kjölfar
fjórða ársfjórðungs 2024*

14. apríl 2025

Nánari upplýsingar

Snorri Jakobsson / snorri@jcapital.is / +354 868 7728

Björn Steinar Birgisson / bjorn@jcapital.is / + 354 869 8227

Ábyrgðarmaður

Snorri Jakobsson / snorri@jcapital.is / +354 868 7728

© 2025 Jakobsson Capital ehf. Allur réttur áskilinn.

Fyrirvari

Upplýsingar í greiningunni

Með móttöku og lestri þessarar greiningar samþykkir þú að hlíta eftirfarandi skilmálum og fyrirvara. Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á opinberum gögnum sem Jakobsson Capital ehf. hefur undir höndum þegar greiningin er gerð. Helstu heimildir eru upplýsingar frá Nasdaq Iceland – Kauphöllinni (ICEX) sem og á vefsíðu ICEX, Reuters fréttaveitunni, auk annarra opinberra upplýsinga. Upplýsingar þær sem greiningin byggir á eru ekki sannreynðar af hálfu Jakobsson Capital ehf. sem getur því ekki ábyrgst áreiðanleika eða réttmæti þeirra. Upplýsingar í greiningu þessari eru settar fram samkvæmt bestu vitund greinenda hverju sinni og eru þær háðar breytingum sem geta haft áhrif á niðurstöðu greiningar.

Ekki fjárfestingarráðgjöf

Greining þessi felur hvorki í sér persónulega fjárfestingarráðgjöf í skilningi laga nr. 115/2021, um markaði fyrir fjármálagerninga, né aðra ráðleggingu af neinu tagi, s.s. viðskipta- eða fjármálaráðgjöf, skattalega eða tæknilega ráðgjöf. Greiningunni er einungis ætlað að vera til upplýsingar og er engin trygging eða ábyrgð veitt á því að nokkrar af þeim spám eða fyrirætlunum sem lýst kann að vera gangi eftir. Öll ákvarðanatataka um viðskipti með fjármálagerninga skal byggja á eigin rannsóknum og greiningu, ásamt ráðgjöf fagaðila eftir því sem við á.

Framtíðarhorfur og vinnsla

Framtíðarspár og fyrirætlanir eru ávallt háðar ýmsum áhættu- og óvissuþáttum sem, ef þeir þættir myndu raungerast, gæti leitt til annarrar niðurstöðu í greiningu. Ekki er með nokkrum hætti hægt að ábyrgjast að framtíðarspár og fyrirætlanir, sem greiningin byggir á, gangi eftir. Jakobsson Capital ehf. vinnur þessa greiningu án skuldbindingar um að leggja fram frekari upplýsingar, uppfæra eða leiðrétta ónákvæmni eða innsláttarvillur sem síðar kunna að koma í ljós. Allar ákvarðanir sem lesandi greiningarinnar kann að grípa til eru því alfarið á hans eigin ábyrgð.

Engin ábyrgð á tjóni

Jakobsson Capital ehf., starfsmenn þess, stjórnarmenn eða tengdir aðilar eru með engum hætti ábyrgir fyrir hvers konar tjóni eða tapi, af hvaða tagi sem er, beint eða óbeint, sem fjárfestar og/eða þeir sem kynna sér greininguna kunna að verða fyrir með því að notast við eða nýta sér með öðrum hætti greiningu þessa eða innihald hennar.

Hagsmunatengsl

Jakobsson Capital ehf., starfsmenn, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Jakobsson Capital ehf. kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök verðbréf sem greiningar eða verðmatsskýrslur eru gerðar um, sem og annað útgáfuefni.

Aðkoma Samtaka fyrirtækja í sjávarútvegi (SFS) að greiningarvinnu þessari og gerð verðmatsskýrslu á grundvelli hennar var greiðsla þóknunar til Jakobsson Capital ehf ásamt aðstoð við öflun gagna. SFS eða starfsmenn þess hafa hvorki komið að úrvinnslu gagna, greiningu eða nokkrum öðrum verkefnum sem tengjast greiningu og verðmati.

Jakobsson Capital ehf. á höfundarétt á greiningunni nema annað sé sérstaklega tekið fram eða leiða má af eðli máls. Skriflegt samþykki Jakobsson Capital ehf. þarf til þess að endurbirta, dreifa eða afrita greininguna

Niðurstöður

Niðurstöður þessarar skýrslu á áhrifum hækkunar veiðigjalda á verðmæti og arðsemi þeirra þriggja sjávarútvegsfélaga sem eru skráð í Kauphöllina eru eftirfarandi:

1. Hækkun veiðigjalda leiðir til þess að verðmæti íslensku sjávarútvegsfyrirtækjanna þriggja sem eru skráð á markað lækkar um 53,1 ma.kr. eða rúmlega 13%. Það eru Brim, Síldarvinnslan og Ísfélagið. Framangreind félög fara með tæplega 30% aflaheimilda.
2. Rekstrarhagræði er hvað mest hjá þessum félögum í krafti stærðarhagkvæmni. Ávöxtun bundins fjármagns í félögunum þremur hefur verið 9,1% að meðaltali á síðustu 10 árum. Ávöxtun fjármuna er við þá kröfu sem Jakobsson Capital hefur gert til sjávarútvegsfyrirtækjanna á síðustu árum. Ávöxtun í greininni hefur því verið eðlileg að mati Jakobsson Capital.
3. Ef kemur til hækkunar veiðigjalda mun ávöxtun lækka niður í 7,9% hjá hvað arðbærustu félögunum í greininni. Allar líkur eru á að verulega dragi úr fjárfestingu í sjávarútvegi sem svo aftur dregur úr hagvexti. Framangreind ávöxtun er ekki langt yfir ávöxtunarkröfu ríkisbréfa.
4. Miklar sveiflur eru í sjávarútvegi og mikil óvissa um afkomu. Ef það kemur ytri skellur líkt og léleg nýliðun loðnustofns, m.ö.o. ef umhverfi íslensks sjávarútvegs verður til frambúðar litlu betra en á síðasta ári eru allar líkur á að umsvif sjávarútvegs dragist mikið saman. Ávöxtun bundins fjármagns hjá framangreindum þremur félögum væri 5 til 6%. Sjávarútvegur yrði ekki lengur einn af máttarstólpunum í íslensku atvinnulífi.

Uppspretta gjaldeyristekna

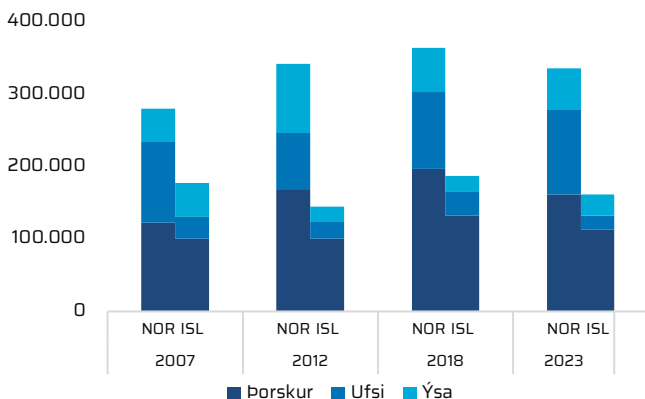
Síðastliðna öld hefur sjávarútvegur verið undirstöðu atvinnugrein á Íslandi. Fyrir ekki svo löngu síðan var sjávarútvegurinn nær eina uppspretta gjaldeyristekna á Íslandi. Það fór að breytast upp úr aldamótum er vægi iðnaðarvara fór að aukast. Það var aukning í álútflutningi, sérhæfðra iðnaðarvara sem tengjast sjávarútvegi líkt og framleiðsla Marels og Hampiðjunnar. Útflutningur lyfja og sérhæfðra lækningarvara líkt og stoðtækja jókst mikið. Fyrir tæplega 10 árum síðan voru svo gjaldeyristekjur ferðaþjónusturnar að ná gjaldeyristekjum sjávarútvegsins.

Misjöfn gæði sýna

Sjávarútvegurinn hefur verið mjög mikilvægur fyrir þjóðarhag og því mikilvægt að atvinnugreinin hámarki verðmæti afla og mögulegra tekna af þessari takmörkuðu auðlind. Annað land sem reiddi sig töluvert á sjávarútveg áður fyrr var Noregur. Vægi sjávarútvegs í útflutningstekjum þar dróst mikið saman fyrir um 50 árum síðan er vinnsla olíu hófst í Noregi í miklu magni. Vægi sjávarútvegs dróst svo aftur hratt saman fyrir 20 til 30 árum síðan er mikill vöxtur var í fiskeldi og er vægi sjávarútvegs nú lágt í útflutningstekjum.

Það er því mjög forvitnilegt að skoða hvernig þessum tveimur löndum hefur tekist að hámarka útflutningstekjur af þessari auðlind. Við skulum því bera saman útflutt magn og útflutningsverðmæti þessara tveggja þjóða. Mynd hér að neðan sýnir útflutt magn þorsks, ufsa og ýsu á árunum 2007 til 2023. Útflutt magn frá Íslandi hefur verið frá 145 þúsund tonnum upp í 190 þúsund tonn á þessu tímabili. Útflutt magn nam 178 þúsund tonnum árið 2007. Á sama tíma nam útflutningsverðmæti 500 milljónum evra og fengust því 2,80 evrur fyrir hvert kíló.

Útflutt magn tonn Noregur og Ísland

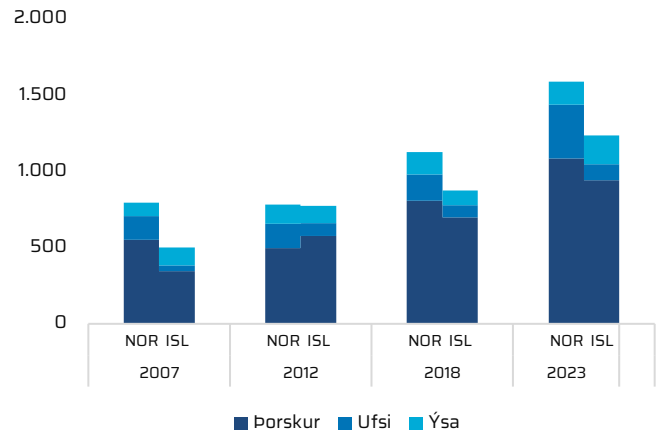


**Heimild: Hagstofa Íslands og Statistisk Sentralbyrå*

Útflutt magn sömu fisktegunda frá Noregi hefur verið frá 280 þúsund tonnum upp í 365 þúsund tonn. Útflutt magn nam 280 þúsund tonnum árið 2007 og nam útflutningsverðmæti 787 milljónum evra og fengust því 2,85 evrur fyrir hvert kíló árið 2007.

Árið 2023 nam útflutt magn frá Íslandi 161 þúsund tonnum og nam útflutningsverðmæti 1.238 milljónum evra. Það fengust því 7,67 evrur á kíló. Í Noregi nam útflutt magn 336 þúsund tonnum og var útflutningsverðmæti 1.591 milljón evra. Það fengust því 4,74 evrur fyrir kíló.

Útflutningsverðmæti í milljónum evra Noregur og Ísland



**Heimild: Hagstofa Íslands og Statistisk Sentralbyrå*

Arðsemi ávallt skal brýna

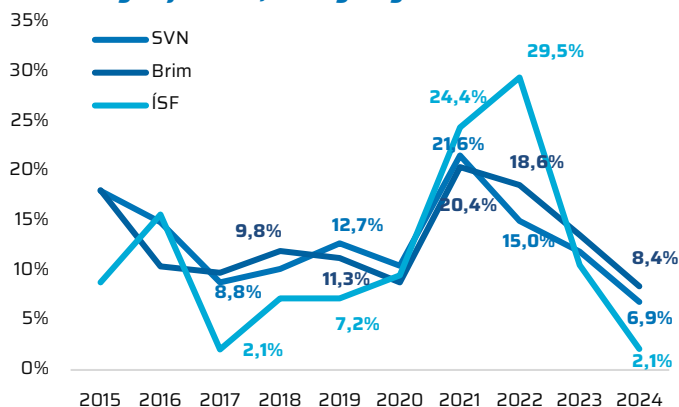
Að meðaltali hefur því útflutningsverðmæti hvers kíló af þorski, ýsu og ufsa aukist um 5,7% á ári í evrum hjá Íslendingum. Á sama tíma hefur útflutningsverðmæti aukist um tæplega 2,9% árlega hjá Norðmönnum. Hver ástæðan er fyrir meiri verðmætasköpun í íslenskum sjávarútveg er erfitt að svara. Helsta skýringin fyrir meiri aukningu í útflutningsverðmæti frá Íslandi en Noregi, liggur líklega í að fiskur er miklu leyti fluttur út óunninn frá Noregi. Á meðan fiskurinn kemur oftast fullunninn frá Íslandi og allt nýtt. Hér má nefna fiskiroð sem dæmi. Ein ástæða þess að fiskur er síður unninn í Noregi er að framboð er óstöðugt og kemur í miklum sveiflum. Veði er meira samfelld á Íslandi. Stöðugra framboð frá Íslandi en Noregi helgast meðal annars af mismunandi fiskveiðistjórnun.

Ef þú vilt ekki hagvexti týna

Sú mikla virðisaukning eða framleiðsluaukning sem hefur verið í fiskvinnslu á Íslandi hefur lagt til hagvaxtar á Íslandi. Reyndar hefur framleiðniaukningur í útflutningsverðmæti framangreindra tegunda verið langt yfir hagvexti á Íslandi á þessu tímabili.

Í framhaldi af þessu er rétt að skoða arðsemi þessa þriggja félaga sem eru skráð í Kauphöll. Það eru Brim, Ísfélagið og Síldarvinnslan. Tímabilið sem er skoðað nær yfir síðustu 10 ár. Meðalarðsemi þessara þriggja félaga var 12,6%. Það sem einkennir sjávarútvegsfélögin er að miklar sveiflur eru í arðsemi eigin fjár og sérstaklega hjá félögum sem eru meira í uppsjávarveiðum. Á mynd hér að neðan má sjá að arðsemi Ísfélagsins sem hefur reitt sig mest á afkomu uppsjávarstofna hefur sveiflast milli 2% og 30% á síðustu 10 árum.

Arðsemi eigin fjár Brim, Ísfélagið og Síldarvinnslan



Arðsemi eigin fjár hefur verið mun stöðugri hjá Síldarvinnslunni og Brim sem reiða sig meira á botnfiskveiðar og þá sérstaklega Brim í sögulegu samhengi. Arðsemi Brims hefur verið frá rúmlega 8% upp í rúmlega 20% á síðustu 10 árum. Sveiflur í arðsemi sjávarútvegsfyrirtækja eru mun meiri en í flestum öðrum atvinnugreinum sem eru í kauphöllinni. Í smásölu hefur meðalarðsemi Haga og Festar verið 14,1%. Litlar sveiflur hafa verið í arðsemi enda stöðugur rekstur. Lægst hefur arðsemin farið 9% og hæst í 18% á þessu sama tímabili. Sama á við um bankana ef horft er á arðsemi af áframhaldandi rekstri. Arðsemismarkmið bankanna liggja milli 10 og 13%.

Síðasta ár það versta

Að meðaltali hefur arðsemi eigin fjár verið 13,2% hjá Brim, 13,1% hjá Síldarvinnslunni og 11,7% hjá Ísfélaginu síðustu 10 ár. Hér er þó rétt að benda á loðnuleysisárið 2024 fór mjög illa með arðsemi Ísfélagsins og ef síðasta ári er sleppt var arðsemi eigin fjár 12,8%. Síðasta ár er áberandi lakast á þessu 10 ára tímabili og var meðalarðsemi félaganna þriggja á síðasta ári 5,8%.

Miklir fjármunir bundnir í rekstri

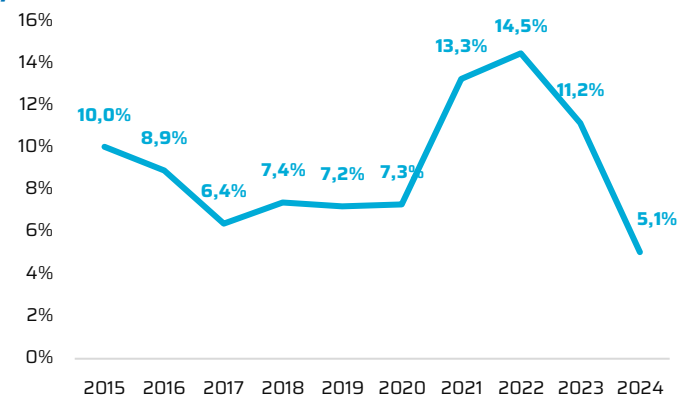
Það hefur mikið verið fjárfest í veiðum og vinnslu á síðustu árum og miklir fjármunir bundnir í rekstri. Sjávarútvegur er fjármagnsfrekur iðnaður og eigið fé því hátt.

Aðrir og betri mælikvarðar til að mæla arðsemi sjávarútvegsfyrirtækja væri að skoða arðsemi bundins fjármagns (ROCE). Í einföldu máli mælir hún ávöxtun þeirra fjármuna sem eru bundnir í rekstri. Arðsemi bundins fjármagns er skilgreind eftirfarandi:

Arðsemi bundins fjármagns (ROCE): Rekstrarhagnaður (EBIT) eftir skatt, auk afkomu hlutdeildarfélagana er í teljara. Eignir að fráðregnum skammtímaskuldum er í nefnara. Hér miðast rekstrarhagnaður við yfirstandandi rekstrarár og eignastaða við upphaf árs.

Ef arðsemi er hærri en veginn fjármagnskostnaður (WACC) eru fjármunir í eignum og tækjum að skila eigendum nægilegri ávöxtun. Að mati Jakobsson Capital er veginn fjármagnskostnaður Brims 8,54%, Síldarvinnslunnar 8,92% og Ísfélagsins 9,17%. Munurinn á vegnum fjármagnskostnaði hjá fyrirtækjunum útskýrist af mismunandi gjaldmiðla-samsetningu tekna og eðli rekstrar. Tekjur Brims eru að stærstum hluta í evrum og nýtur því lægra vaxtastígs. Sömuleiðis metur Jakobsson Capital sértækt álag á fyrirtækin og er það hæst í tilfelli Ísfélagsins sem er í samræmi við mestar sveiflur í afkomu og arðsemi. Sjá má frekari umfjöllun um veginn fjármagnskostnað í Viðauka I.

Meðalarðsemi bundins fjármagns (ROCE) hjá félögunum þremur

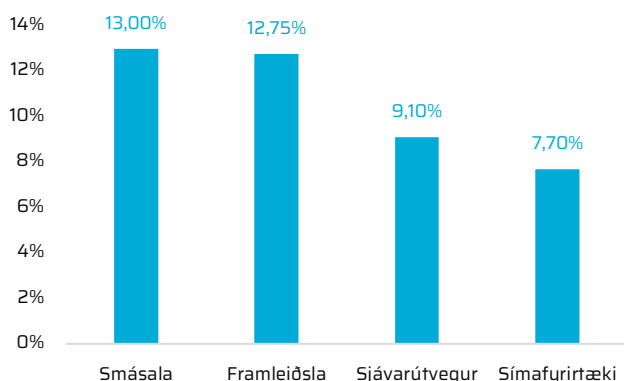


Ávöxtun bundins fjármagns eðlileg

Mynd hér að ofan sýnir meðal arðsemi bundins fjármagns (ROCE) hjá félögunum þremur á síðustu 10 árum. Hæst hefur hún farið í 14,5% og lægst á síðasta ári í 5,1%. Að meðaltali hefur arðsemi bundins fjármagns verið 9,1%. Hún er nærri jöfn vegnum fjármagnskostnaði Ísfélagsins. Ávöxtun bundins fjármagns er í flestum tilfellum notuð til að meta hvort hagstætt sé að fjárfesta í rekstri eða hvort selja eigi rekstrarfjármuni félagsins. Framangreind niðurstaða bendir til að ávöxtun bundins fjármagns hafi verið „eðlileg“ hjá félögunum þremur.

Árið 2024 hefði það gefið eigendum sjávarútvegsfélaganna betri ávöxtun að setja peningana inn á bankabók en að liggja með fjármuni í nýjum frystitogara. Eitt slæmt ár í rekstri er þó eðlilegt en ef ávöxtun til frambúðar verður svipuð og á síðasta ári þýðir það aðeins eitt. Hagræðing í rekstri og sölu eigna. Hér fyrir neðan er sýnd arðsemi bundins fjármagns í framleiðslu, smásölu og fjarskiptarekstri síðustu 10 ár. Sjá má að arðsemi bundins fjármagns hefur verið hæst í smásölu en hér eru það Hagar og Festi. Framleiðsla kemur þar á eftir en hér eru það Marel og Ölgerðin. Arðsemi bundins fjármagns hefur verið lökust hjá símafyrirtækjunum. Hér eru það Síminn og Sýn. Samanburðurinn nær til þeirra fyrirtækja sem Jakobsson Capital greinir. Rétt er að benda á símafyrirtækin hafa selt innviði sína á síðustu 2 til 3 árum til að auka arðsemi rekstrar en arðsemi eigna var ónæg líkt og mynd sýnir.

ROCE í atvinnugreinum og völdum fyrirtækjum



Rétt er að benda á að veginn fjármagnskostnaður er ávallt matsatriði sem byggir á gefinni aðferðafræði. Þannig gætu einhverjir kosið veginn fjármagnskostnað sem nemur 8% og aðrir 10%.

Í verðmötum sjávarútvegsfélaganna þriggja sem fer hér á eftir er næmnigreining með mismunandi vegnum fjármagnskostnaði líkt og ávallt er gert.

Mat á væntum veiðigjöldum

Í framhaldi af því skulum við skoða vænt áhrif hækkunar á veiðigjöldum á rekstur. Áður en við byrjum þá skulum við rétt aðeins líta á hvað veiðigjöld eru. Fáir vita hvernig þau eru fengin út og enn færri vita hvernig þau eru reiknuð.

Líkt og við útreikning tekjuskatts er ákveðinn skattstofn. Allar útgerðir skila inn eyðublaði með aflaverðmæti og útgerðarkostnaði hvers skips til skattsins. Fundin er afkoma fyrir hvern nytjastofn sem skip veiðir, t.d. þorsk eða ýsu. Þá næst er dreginn frá sá hluti útgerðarkostnaðar sem nemur hlutdeild nytjastofnsins í heildaraflaverðmæti skipsins.

Þannig fæst afkoma af veiði skipsins af hverjum og einum nytjastofni. Hluttur veiðigjalds er 33%. Nú mun hins vegar verða sú breyting á að áður kom aflaverðmætið frá útgerðum. Nú verður aflaverðmæti reiknað út frá verði á uppboðsmarkaði með fisk. Hlutfallsprósentan er óbreytt.

Rétt er að benda á að líkt og með fyrirtækjaskatt er skatturinn greiddur eftir á. Þannig er afkomu ársins 2024 skilað inn árið 2025 og skattur greiddur árið 2026.

Uppboðsverð endurspeglar jaðarverð

Uppboðsmarkaður á fiski er með aðeins lítinn hluta heildarafla. Uppboðsmarkaður endurspeglar jaðarverð þar sem kaupendur eru að kaupa fisk til að ná hámarksframlegð út úr vinnslu. Þannig endurspeglar verð þar ekki fastan kostnað sem er hátt hlutfall heildarkostnaðar fyrir fiskvinnslu. Fiskvinnsla krefst umtalsverðrar fjárfestingar í tækjum og húsnæði, auk þess sem starfsfólk á sinn uppsagnarfrest. Sérstaklega á þetta við um uppsjávarvinnslur þar sem fjárfest er í dýrum tækjabúnaði. Það mátti glögglega sjá í afkomu sjávarútvegsfélaganna árið 2024 þegar engin loðna var veidd en hún er aðeins einn fiskistofn af mörgum.

Lítil viðskipti eru með uppsjávartegundir og verður leitað til Noregs til að fá verð þar. Aðstæður þar eru ólíkar og sérstaklega líffræðilega. Mikill verð- og framlegðarmunur er á því hvort síld og makríl séu af það góðum gæðum að þau fara til manneldis eða, hvort síldin og makrillinn fari í mjöl og lýsi.

Eðlismunur á uppsjávar- og bolfiskvinnslum

Tafla hér fyrir neðan sýnir veiðigjöld árin 2023 og 2024 og áætluð veiðigjöld m.v. hið nýja kerfið. Gróflega munu veiðigjöldin tvöfaldast. Gjöfum Njarðar er þó örlítið misskipt. Þannig virðast veiðigjöld ætla að hækka hlutfallslega mest hjá Ísfélaginu en það reiðir sig mest á uppsjávarveiðar, fast á hæla Ísfélagsins kemur Brim. Minnst virðist vænt hlutfallsleg hækkun verða hjá Síldarvinnslunni. Þetta er bitamunur en ekki fjármunur.

Veiðigjöld fyrir og eftir hækkun veiðigjalda, 2023 og 2024

m.kr.	2023		2024	
Félag	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir
Brim	1.207	2.406	1.199	2.290
Ísfélag	920	1.782	665	1.435
Síldarvinnslan	1.413	2.711	1.319	2.578
Samtals	3.540	6.899	3.183	6.303

Ef við lítum á áhrif á rekstrarhagnað (EBIT) árin 2023 og 2024 er krónutölulækkunin mest þegar að vel árar í sjávarútvegi líkt og metárið 2023 en minna þegar verr árar. Hlutfallsleg lækkun er þó mun meiri þegar verr árar. Einnig sýnir taflan hér að neðan glögglega þann eðlismun sem er á rekstri sjávarútvegsfélaganna. Ísfélagið sem einbeittir sér fyrst og fremst að uppsjávarveiðum er með hæsta rekstrarhagnaðarhlutfallið þótt félagið sé með lægstu arðsemi eigin fjár og arðsemi bundins fjármagns. Ástæða þess er einföld. Uppsjávarvinnslan bindur meiri rekstrarfjármuni. Sveiflur eru miklar í uppsjávarveiðum og á góðum árum getur arðsemin farið upp í 30% en í slæmum árum er arðsemin ekki upp á marga fiska.

Rekstrarhagnaður (EBIT) fyrir og eftir breytingu

EUR og USD	2023		2024	
Félag	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir
Brim (EBIT)	80	71	49	42
EBIT%	18,2%	16,3%	12,6%	10,7%
Ísfélag (EBIT)	57	51	32	27
EBIT%	29,5%	26,2%	18,9%	15,5%
Síldarvinnslan (EBIT)	101	91	65	55
EBIT%	24,9%	22,5%	19,9%	17,0%
Samtals	237	213	146	123

Áhrif á verðmat félaganna

Lesendum ætti að vera ljóst að lækkun á rekstrarhagnaðarhlutfalli hefur umtalsverð áhrif á verðmat sjávarútvegsfélaga.

Hækkun veiðigjalda leiðir til þess að verðmat sjávarútvegsfélaganna þriggja sem eru skráð á markað lækkar um 53,1 ma.kr. Samtals nemur heildarverðmæti félaganna þriggja m.v. óbreytt veiðigjöld 404,8 ma.kr. Eftir breytingu á veiðigjöldum nemur verðmæti félaganna samtals 351,7 ma.kr. og nemur lækkunin rúmlega 13%. Brim, Ísfélagið og Síldarvinnslan fara með tæplega 30% aflaheimilda.

Verðmat Brim, Ísfélagið og Síldarvinnslan fyrir og eftir

	Brim	Ísfélagið	Síldarvinnslan	Samtals
Verðmat fyrir	131.213	106.436	167.119	404.768
Verðmat eftir	111.210	93.508	146.942	351.660
Mismunur	20.003	12.928	20.178	53.108

Rekstrarhagræði er hvað mest hjá þessum félögum í krafti stærðarhagkvæmni. Sömuleiðis gefur aukin stærð þeim meiri sveigjanleika til hagræðis. Starfsstöðvar, skip og starfsmenn eru fleiri og því hægt að loka ákveðnum starfsstöðvum og selja hluta flota. Það er erfiðara um vik hjá útgerðum sem hafa e.t.v. eina starfsstöð og tvö skip.

Rétt er að hafa það í huga þegar farið er yfir vænta arðsemi fjárfestinga hjá félögunum þremur.

Mun uppbygging borga sig?

Rekstrarárið 2023 var eitt það besta í sjávarútvegi í marga áratugi en á móti var árið 2024 það lakasta á síðustu 10 árum. Í því samhengi er forvitnilegt að skoða arðsemi bundins fjármagns (ROCE) á þessum tveimur árum líkt og í töflu að neðan. Miklar sveiflur voru milli þessara tveggja ára.

Að meðaltali skiluðu bæði Brim og Ísfélagið 9,0% arðsemi bundins fjármagns árin 2023 og 2024 fyrir hækkun veiðigjalda. Eftir hækkun veiðigjalda lækkar arðsemi niður í 8% sem þætti e.t.v. ásættanlegt í áhættulitlum rekstri með tekjur í erlendra mynt. Það þætti þó tæpilega ásættanlegt í áhætturekstri líkt og sjávarútvegi að fá álag sem væri um 4% ofan á ríkisskuldabréf í tekjumyntum. Áhættulausir vextir fyrirtækjanna eru frá 3,8% upp í 4,25% (sjá Viðauka I).

Arðsemi bundins fjármagns (ROCE) fyrir og eftir

	2023		2024		Meðaltal	
Félag	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir	Fyrir	Eftir
Brim	10,5%	9,6%	7,4%	6,6%	9,0%	8,1%
Ísfélag	15,0%	13,4%	2,9%	2,3%	9,0%	7,9%
Síldarvinnslan	8,1%	7,3%	4,9%	4,1%	6,5%	5,7%

Í tilfelli Síldarvinnslunnar var arðsemin 6,5%. Hér verður að taka tillit sameiningar Síldarvinnslunnar við Vísi í Grindavík og eldsumbrot á Reykjanesi höfðu áhrif á rekstur félagsins síðustu 2 ár. Að meðaltali hefur arðsemi bundins fjármagns (ROCE) Síldarvinnslunnar verið 9,1% og jafnt meðaltali þessara þriggja félaga síðan árið 2015.

Aukin kostnaður lægri arðsemi

Í verðmötum sem fara hér á eftir er gert ráð fyrir að arðsemi bundins fjármagns lækki frá meðaltali síðustu 10 ára. Aukin kostnaður hefur lagst á félögin. Kolefnisgjöld og veiðigjöld eru hærri en áður og hafa hækkað. Laun hafa einnig hækkað skarpt á allra síðustu árum og launakostnaður er hærri. Það kemur því ekki á óvart að forsendur gera ráð fyrir að arðsemi bundins fjármagns sé 0,25 prósentustigum lægri en að meðaltali síðustu 10 ár og verði tæplega 8,85% án fyrirhugaðrar hækkunar veiðigjalda.

Ef við tökum tillit til fyrirhugaðra veiðigjalda lækkar arðsemi enn frekar eða um 1 prósentustig til viðbótar. Arðsemi bundins fjármagns verður 7,88%. Hvati til fjárfestingar í sjávarútvegi verður því ekki mikill ef hvað arðbærustu félögin í greininni skila aðeins ávöxtun sem er rétt yfir ávöxtunarkröfu innlendra ríkisbréfa. Allar líkur eru á að verulega dragi úr fjárfestingu í sjávarútvegi sem svo aftur dregur úr hagvexti.

Arðsemi bundins fjármagns og rekstrarhagnaðarhlutfall

	Brim	Ísfélagið	Sildarvinnslan	Meðaltal
ROCE fyrir	9,8%	7,8%	9,0%	8,8%
ROCE eftir	8,7%	6,9%	8,1%	7,9%
EBIT fyrir	16,5%	29,4%	24,7%	23,5%
EBIT eftir	14,6%	26,1%	22,0%	20,9%

Er borð fyrir báru?

Hér hafa verið dregnar upp tvær sviðsmyndir. Verðmat með og án veiðigjalda. Í þessum sviðsmyndum var dregin upp sú staða að viðgangur loðnustofnsins yrði með ágætum og óveruleg áhrif væru af væntu tollastríði. Í raun er þriðja sviðsmyndin líka til staðar. Nýliðun í loðnustofninum yrði léleg eða makrílveiði myndi leggjast af. Makrílveiðar hafa dregist saman ár frá ári. Sömuleiðis gætu breytingar á tolla eða viðskiptaumhverfi haft neikvæð áhrif á verð sjávarafurða til lengri tíma.

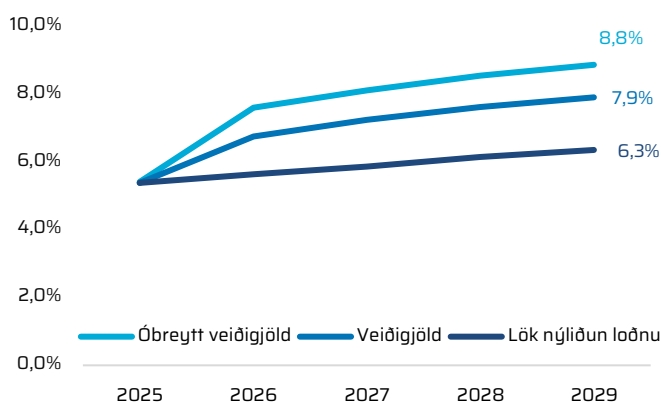
Ytri skellir

Ef það kemur ytri skellur líkt og léleg nýliðun loðnustofns eða ef viðskiptakjör versna vegna viðskiptastríðs verður ávöxtun bundins fjármagns hjá félögunum þremur frá 5% upp í rúmlega 6% á spátímabili. Ávöxtun næði ekki ávöxtunarkröfu íslenskra ríkisskuldabréfa og væri rétt yfir ríkisskuldabréfakröfu í erlendum myntum.

Ef umhverfi íslensks sjávarútvegs verður til frambúðar litlu betra en á síðasta ári og veiðigjöld yrðu aukin eru allar líkur á að umsvif sjávarútvegs dragist mikið saman. Sjávarútvegur yrði ekki lengur einn af mættarstólpunum í íslensku atvinnulífi. Rétt er að benda á að mikil óvissa er um nýliðun fiskistofna.

Mynd hér fyrir neðan sýnir arðsemi bundins fjármagns m.v. óbreytta stöðu, hækkun veiðigjalda og svo þriðju sviðsmyndina ef nýliðun loðnu verður lök og veiðigjöld hækka.

Arðsemi bundins fjármagns m.v. mismunandi sviðsmyndir



1. Verðmat Brim

Síðasta ár einkenndist af miklum kostnaðarhækkunum, auk loðnubrests. Brim fór hvað best út úr loðnubresti en það er það sjávarútvegsfélag sem reiðir sig hvað minnst á uppsjávarveiðar.

Mikill tekjusamdráttur

Bókfærður rekstrarhagnaður (EBIT) Brims var 49,2 milljónir evra árið 2024 og rekstrarhagnaðarhlutfall 12,6% samanborið við 79,6 milljónir evra og 18,2% rekstrarhagnaðarhlutfall árið 2023. Hér þarf að horfa til söluhagnaðar af sölu rekstrarfjármuna á árinu 2024 sem nam 3,4 milljónum evra og því var rekstrarhagnaður í raun 45,8 milljónir evra og rekstrarhagnaðarhlutfall 11,8%.

Brim skiptir upp starfspáttum í botnfisksvið, uppsjávarsvið og sölufélög í Asíu. Í töflu með afkomu sviða má sjá að rekstrarhagnaðarhlutfall lækkaði örlítið á botnfisksviði eða úr 15,6% árið 2023 niður í 15,4% árið 2024. Bókfærður söluhagnaður upp á 3,4 milljónir evra vegna sölu rekstrarfjármuna er inn í tölum botnfiskssviðs. Ef leiðrétt er fyrir því var rekstrarhagnaðarhlutfall botnfiskveiða 13,4%. Það gefur mun betri mynd og kemur heim og saman við lækkun framlegðarhlutfalls upp á 3,2% á botnsfisksviði.

Rekstrartölur - samanburður milli 2024 og 2023

Janúar til desember				
í milljónum evra	2024	2023	Mism.	Mism. %
Sala	389,4	437,2	-47,9	-10,9%
Vergur hagnaður (Framlegð)	65,7	101,8	-36,2	-35,5%
Framlegðarhlutfall	16,9%	23,3%	-6,4%	-27,6%
EBITDA	65,3	97,2	-31,9	-32,8%
EBITDA hlutfall	16,8%	22,2%	-5,5%	-24,6%
EBIT	49,2	79,6	-30,3	-38,1%
EBIT hlutfall	12,6%	18,2%	-5,6%	-30,5%
Hagnaður	40,5	62,9	-22,4	-35,6%

Ágætt ár í botnfiski

Veitt magn jókst milli ára á botnfisksviði og nam 48,1 þúsund tonnum árið 2024 samanborið við 43,5 þúsund tonn árið 2023 og jókst um 10%. Mikil aukning var í úsuafra og gulllaxafra.

Verðmat	-11%	Markaður
57,8	<	64,6

Markaðsverð og verðmat í milljónum króna

Markaðsvirði	Verðmat	
Markaðsvirði (m.kr.)	141.680	Verðmat (m.kr.) 111.210
Verð á hlut	64,6	Verð á hlut 57,8
		Mismunur -11%
Lykiltölur úr rekstri 2024	Kennitölur síðustu 12. mán	
EBIT hlutfall	12,6%	Heildarvirði / EBIT 20,7
Fjárfestingar / Sala	-10,1%	Verðmat / Hagnaður (P/E) 19,0
Arðsemi eiginfjár	8,4%	Verðmat / Eigið fé (P/B) 1,6

Á móti var samdráttur í ufsaveiðum. Tekjur jukust um 14%. Ýsa er heldur verðmeiri en ufsi. Verð glæddust í lok árs er samdráttur var í þorskveiðum í Barentshafi.

Auknar tekjur leiða til betri nýtingar rekstrarfjármuna og ættu að öðru óbreyttu að hafa jákvæð áhrif á rekstrarhagnaðarhlutfall. Það var þó ekki raunin en umtalsverð launahækkun var á milli ára. Það var aukning í kolefnisgjöldum og almennar kostnaðarhækkanir vegna verðbólgu fyrri ára. Rekstrarhagnaðarhlutfall lækkaði því milli ára.

Þungt í uppsjávarveiðum

Uppsjávarveiðar lituðust af loðnuleysisári. Rekstrarhagnaðarhlutfall lækkaði úr 36,8% árið 2023 niður í 20,7% árið 2024. Há framlegð er af loðnuhrognum og loðnu sem fer til frystingar. Að auki var mun verri nýting rekstrarfjármuna. Auk þátta eins og hærri launa og almennra kostnaðarhækkana sem höfðu áhrif á á afkomu. Þá leiddi orkuskortur til kostnaðaraukningar hjá verksmiðjum. Það er bæði dýrt og óumhverfisvænt að keyra fiskimjölsverksmiðjur á olíu. Auk þess bætast við kolefnisgjöld.

Rekstrartölur - Samanburður sviða milli 2024 og 2023

12m 2024	Botnfiskur	Uppsjávarfiskur	Sölufélög í Asíu
Tekjur	170.774	98.026	126.926
Kostnaður	-138.542	-70.693	-124.214
Vergur hagnaður	32.232	27.333	2.712
Framlegðarhlutfall	18,9%	27,9%	2,1%
EBIT	26.281	20.291	1.652
EBIT hlutfall	15,4%	20,7%	1,3%
12m 2023	Botnfiskur	Uppsjávarfiskur	Sölufélög í Asíu
Tekjur	149.556	147.360	146.139
Kostnaður	-116.501	-84.400	-141.713
Vergur hagnaður	33.055	62.960	4.426
Framlegðarhlutfall	22,1%	42,7%	3,0%
EBIT	23.376	54.208	3.183
EBIT hlutfall	15,6%	36,8%	2,2%

Veitt magn dróst mikið saman milli ára á uppsjávarsviði eða um 36,7%. Afli nam 96,2 þúsund tonnum árið 2024 samanborið við 152 þúsund tonn árið 2023. Tekjur drógust saman um 31,1%. Afurðaverð var gott og gæði góð og fór hlutfallslega meira magn í frystingu. Það var engin loðna og samdráttur í makrílveiðum. Á móti gengu síldarveiðar vel og gæði voru góð þótt samdráttur hafi verið í afla. Verðvísitala uppsjávarveiða var 3,5% hærri í evrum árið 2024 en árið 2023.

Forsendur og horfur

Grunnforsendur eru allar þær sömu eða svipaðar í öllum verðmötum nema rekstrarárin 2025 og 2026 sem fara eftir aflaheimildastöðu og vægi uppsjávartegunda í veiðum hjá hverju fyrirtæki fyrir sig.

Aflaheimildastaða í bolfski var tæplega 1% hærri í lok árs 2024 en árið á undan. Aflaheimildastaða í uppsjávartegundum var 2,5% hærri. Verð eru góð í bolfski og svipuð á uppsjávarafurðum og í fyrra. Einnig telur agnarsmár loðnukvóti í ár. Það er gert ráð fyrir 6,7% tekjuvexti árið 2025. Það er gert ráð fyrir 7,8% tekjuaukningu árið 2026 en það er gert ráð fyrir „meðal“ loðnuvertíð eða um helming þess sem var árið 2022. Til lengri tíma er gert ráð fyrir 3,5% tekjuvexti og loðnuvertíð hvert ár.

Framlegð verður lægri en ella

Það er gert ráð fyrir óbreyttum verðum sem voru örlítið betri í byrjun árs 2025 en árið 2024. Í forsendum er ekki gert ráð fyrir að verndartollar Trumps hafi veruleg áhrif á tekjur og sölu. Evrópumarkaður er langstærsti markaður Brims. Bandaríkjamarkaður er um 9% og mun samkeppnisstaða styrkjast gagnvart Noregi í Bandaríkjunum. Á móti kemur möguleg rýrnun kaupmáttar sem er ómögulegt segja til um áhrif af.

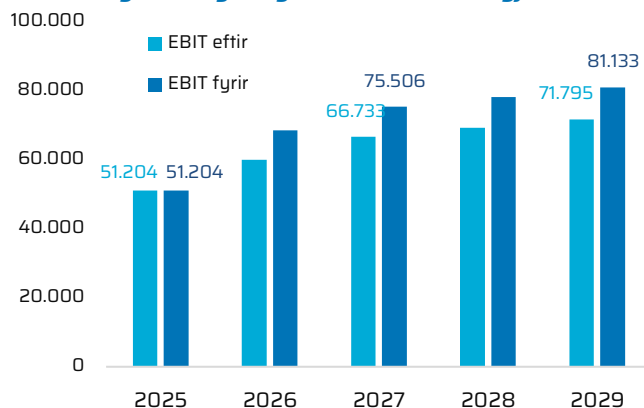
Árið 2025 mun framlegð hækka örlítið vegna aukinna tekna. Það er gert ráð fyrir að rekstrarhagnaðarhlutfall verði 12,3% árið 2025 en það var 11,8% árið 2024 ef leiðrétt er fyrir sölu rekstrarfjármuna árið 2024. Rekstrarhagnaður mun því nema 51,2 milljónum evra árið 2025 samanborið við 45,8 milljónir evra árið 2024 ef litið er framhjá sölu rekstrarfjármuna.

Hækkun veiðigjalda

Árið 2026 er gert ráð fyrir loðnuvertíð sem hefði að öllu óbreyttu haft mikil og jákvæð áhrif á framlegð og rekstrarhagnað. Ef ekki hefði komið til hækkunar veiðigjalda hefði rekstrarhagnaðarhlutfall hækkað úr 12,3% upp í 15,3%. Betri nýting rekstrarfjármuna og há framlegð af loðnuhrognum og frystri loðnu vega hér þungt. Vegna hækkunar veiðigjalda verður ábatinn af loðnuvertíðinni hverfandi og rekstrarhagnaðarhlutfall fer í 13,4%. Hin nýju veiðigjöld hafa numið 1,9 til 1,95% af heildartekjum Brims árin 2023 og 2024. Hlutfallið er herra hlutfall tekna þegar verr árar.

Endurskoðun á verðmati sem tekur tillit til veiðigjalda er 770 milljónir evra en væri annars 908 milljónir evra og hefur því hækkun veiðigjalda 138 milljón evra neikvæð áhrif á verðmat eða sem nemur 20 ma.kr. Verðmat er um 15% lægra en ella. Verðmat í íslenskum krónum er nú 111,2 ma.kr. og verðmatsgengi 57,8 m.v. veginn fjármagnskostnað upp á 8,54%. Ef ekki væri tekið tillit til væntrar hækkunar veiðigjalda væri verðmatsgengið 68,2.

Rekstrarhagnaður fyrir og eftir hækkun veiðigjalds



Næmnigreining

Óvissu og áhættuþættir eru margir í sjávarútvegi líkt og gjarnan kemur fram í skráningarlýsingum sjávarútvegsfyrirtækja. Afurðaverð, afkoma fisktegunda, olíuverð, gjaldmiðlaverð, fiskisjúkdómar, hlýnun sjávar og pólitísk áhætta hefur áhrif á verðmat sjávarútvegsfyrirtækja.

Ef fjárfestum þykir veginn fjármagnskostnaður sem nemur 8,54% lágur og telja 9,04% réttari fjármagnskostnað, lækkar gengi Brim í 51,1. Ef fjárfestar telja að eftirspurn eftir sjávarafurðum muni aukast meira á næstu árum og framtíðarvöxtur verði 4,5%, sem er 1% meiri vöxtur en Jakobsson Capital miðar við, hækkar verðmatsgengið í 73,4.

Næmisgreining - Ávöxtunarkrafa og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	7,5%	60,0	67,2	76,2	87,7	103,0
	8,0%	53,1	58,9	65,9	74,8	86,1
	8,5%	47,3	52,1	57,8	64,7	73,4
	9,0%	42,4	46,4	51,1	56,7	63,6
	9,5%	38,3	41,6	45,5	50,1	55,7

EBIT-hlutfall lykilþáttur

Sá þáttur sem skiptir mestu máli í verðmati sjávarútvegsfélaga er EBITDA-hlutfall og rekstrarhagnaðarhlutfallið (EBIT hlutfall). Að meðaltali er gert ráð fyrir að EBIT-hlutfallið verði 13,9% á spátíma en væri 15,4% án nýrra veiðigjalda. Vegna hækkunar veiðigjalds er EBIT-hlutfall rúmlega 10% lægra en ella. Í töflu má sjá að verðmatsgengi Brims væri 67,3 ef EBIT-hlutfall væri sléttum 10% hærra. Ef það kæmi svo til fleiri loðnuleysisárs ofan í hækkun veiðigjalds væri verðmatsgengi 48,2.

Næmisgreining - EBIT og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EBIT hlutfall	80%	31,0	34,5	38,7	43,9	50,3
	90%	39,1	43,3	48,2	54,3	61,9
	100%	47,3	52,1	57,8	64,7	73,4
	110%	55,4	60,8	67,3	75,2	85,0
	120%	63,6	69,6	76,8	85,6	96,6

Forsendur verðmats og helstu kennitölur

Hér að neðan er tafla sem sýnir helstu forsendur sem liggja til grundvallar verðmatinu, auk væntrar þróunar á nokkrum kennitölum. Verðmatskennitölur eru miðaðar við núverandi verðmat. Verðmatið er unnið á nafngrunni. Veginn fjármagnskostnaður (WACC) er metinn 8,54%.

Helstu rekstrarstærðir og kennitölur

Í milljónum evra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Sala	226	201	217	211	261	292	388	451	437	389	415	448	462	477	491
Framlegð	66	52	41	43	72	59	94	129	102	66	72	91	99	102	106
Framlegðarhlutfall	29,1%	25,8%	18,8%	20,3%	27,7%	20,3%	24,3%	28,6%	23,3%	16,9%	17,3%	20,3%	21,4%	21,5%	21,5%
Fjárfestingarhlutfall	36,3%	28,2%	49,4%	38,5%	13,3%	28,8%	2,4%	8,2%	27,4%	38,6%	11,2%	10,3%	10,5%	10,2%	10,0%
EBITDA	60	44	46	49	64	57	114	118	98	69	71	80	87	90	92
EBITDA hlutfall	26,8%	22,0%	21,3%	23,3%	24,3%	19,6%	29,4%	26,1%	22,3%	17,6%	17,0%	17,9%	18,8%	18,8%	18,8%
EBIT	54	29	30	30	49	42	98	101	80	49	51	60	67	69	72
EBIT hlutfall	24,0%	14,6%	13,6%	14,3%	18,8%	14,5%	25,1%	22,5%	18,2%	12,6%	12,3%	13,4%	14,5%	14,6%	14,6%
Hagnaður (tap)	44	26	25	32	34	29	75	79	63	41	35	48	54	56	58
Rekstrarvirði (EV) / EBIT										20,7	16,8	15,3	14,7	14,3	14,2
Verðmat / Haganaður (P/E)										19,0	22,1	16,0	14,3	13,7	13,2
Verðmat / Eigið fé (P/B)										1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5

Frjálst fjárflæði á síðustu árum og á spátíma

Í milljónum evra	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV
Sala	226	201	217	211	261	292	388	451	437	389	415	448	462	477	491	509
EBITDA	60	44	46	49	64	57	114	118	98	69	71	80	87	90	92	96
Afskriftir og virðisrýrnun	-6	-15	-17	-19	-14	-15	-17	-16	-18	-19	-19	-20	-20	-20	-21	-21
EBIT	54	29	30	30	49	42	98	101	80	49	51	60	67	69	72	74
Vaxtatekjur	0	0	0	0	0	2	4	3	5	4	4	3	3	3	3	3
Tekjuskattur	-7	-11	-6	-6	-6	-10	-9	-20	-21	-17	-11	-11	-12	-14	-14	-15
Afskriftir og virðisrýrnun	6	15	17	19	14	15	17	16	18	19	19	20	20	20	21	21
Fjárfestingar	-38	-57	-46	-95	27	-83	25	33	-139	-39	-19	-19	-20	-20	-20	-21
Breyting á veltufé	0	-9	3	3	0	0	2	-23	-19	14	-4	1	-1	-2	-2	-3
Frjálst fjárflæði	15	-33	-3	-49	85	-34	136	111	-76	30	39	53	56	56	58	1.164
Núvirt fjárflæði											38	47	45	42	40	805

Niðurbrot verðmats í milljónum evra

	Verðmat	Hlutföll
Núvirt fjárflæði - spátímabil	213	21%
Núvirt fjárflæði - lokavirði	805	79%
Rekstrarvirði	1.018	100%
Vaxtaberandi skuldir	-402	
Tekjuskatts skuldbinding að núvirði	-50	
Handbært fé	52	
Eignarhlutur í hlutdeildarfélög	151	
Verðmat Jakobsson Capital	770	
Verðmatsgengi	57,8	

2. Verðmat Síldarvinnslan

Síðasta ár einkenndist af miklum kostnaðarhækkunum, auk loðnubrests. Að auki höfðu eldsumbrotin á Reykjanesi umtalsverð áhrif á rekstur Síldarvinnslunnar árið 2024.

Umtalsverður tekjusatdráttur

Bókfærður rekstrarhagnaður (EBIT) Síldarvinnslunnar var 64,7 milljónir dollara árið 2024 samanborið við 100,5 milljónir dollara árið 2023. Síldarvinnslunni tókst framar vonum að halda rekstrarhagnaðar-og framlegðarhlutfalli uppi þrátt fyrir mikinn tekjusatdrátt og var rekstrarhagnaðarhlutfall 19,9% árið 2024 samanborið 24,9% árið 2023. Samdráttur í framlegð var lítillega meiri en tekjusatdráttur og var samdráttur í framlegðarhlutfalli minni en búast hefði mátt við í ljósi tekjusatdráttar. Tekjur Síldarvinnslunnar drógust saman um 19,6%. Það var ekki aðeins loðnubrestur, heldur höfðu eldsumbrot í Grindavík einnig einhver áhrif á tekjur.

Síldarvinnslan og Ísfélagið skipta rekstrarsviðum sínum upp í landvinnslu og útgerð en ekki í uppsjávarsvið og botnfisksvið líkt og Brim. Hjá Brim má sjá afkomu af tveimur megin stofnum fisktegunda. Á meðan Síldarvinnslan og Ísfélagið sýna afkomu meginstoða rekstrar fiskvinnslu og útgerðar.

Ágætt ár í botnfiski

Veitt magn bolfisks eða botnfisks nam 37,5 þúsundum tonnum árið 2024 samanborið við 39,3 þúsund tonn árið 2023 og dróst því saman um 4,5%. Þorskaflí jókst örlítið milli ára, einnig jókst úsuafli milli ára. Á móti var lítilsháttar samdráttur í ufsa- og karfaveiðum. Rétt er að benda á að það var fækkað um eitt línuskip á árinu og því ætti lítilsháttar samdráttur ekki að koma á óvart.

Verðmat	-5%	Markaður
79,6	<	84,0

Markaðsverð og verðmat í milljónum króna

Markaðsvirði		Verðmat	
Markaðsvirði (m.kr.)	155.050	Verðmat (m.kr.)	146.942
Verð á hlut	84,0	Verð á hlut	79,6
		Mismunur	-5%
Lykiltölur úr rekstri 2024		Kennitölur síðustu 12. mán	
EBIT hlutfall	19,9%	Heildarvirði / EBIT	18,8
Fjárfestingar / Sala	-4,4%	Verðmat / Hagnaður (P/E)	17,1
Arðsemi eiginfjár	6,9%	Verðmat / Eigið fé (P/B)	1,7

Þungt í uppsjávarveiðum

Uppsjávarveiðar lituðust af loðnuleysisári. Veitt magn dróst mikið saman milli ára á uppsjávarsviði eða um 31%. Afli nam 134,8 þúsund tonnum árið 2024 samanborið við 195,2 þúsund það var engin loðna. Það var samdráttur í makrílveiðum og mikill samdráttur í síldveiðum. Síldin var hans vegar góð og fór mikið magn í frystingu. Þannig jókst magn síldar sem fór í frystingu um 55% þrátt fyrir mikinn samdrátt í veiðum. Það er verðmæt afurð. Lítið magn síldar fór í mjöl og lýsi. Sama á við um makríl en heldur meira fór í frystingu þrátt fyrir minni veiði. Meiri frysting af verðmætum afurðum hefur væntanlega hjálpað Síldarvinnslunni að halda uppi framlegðarhlutfalli og rekstrarhagnaðarhlutfalli. Vægi uppsjávarafurða er heldur hærra hjá Síldarvinnslunni en hjá Brim. Verðvísitala uppsjávarveiða var 3,5% hærri í evrum árið 2024 en árið 2023.

Rekstrartölur – Samanburður sviða milli 2024 og 2023

janúar til desember				
í milljónum dollara	2024	2023	Mism.	Mism. %
Landvinnsla - Sala	243,0	323,8	-80,8	-24,9%
Útgerð - Sala	145,9	178,1	-32,2	-18,1%
Annað - Sala	35,9	41,4	-5,5	-13,3%
Eigin afli og jöfnunarfærslur	-100,0	-139,4	39,3	-28,2%
Sala samtals	324,8	403,9	-79,2	-19,6%
Landvinnsla - Framlegð	58,7	75,1	-16,3	-21,8%
Útgerð - Framlegð	37,4	57,2	-19,8	-34,6%
Annað - Framlegð	-2,9	-1,9	-1,0	50,8%
Samtals framlegð	93,2	130,3	-37,1	-28,5%
EBITDA	84,0	121,8	-37,8	-31,0%
EBITDA hlutfall	34,6%	37,6%	-3,0%	-8,1%
EBIT	64,7	100,5	-35,9	-35,7%
EBIT hlutfall	19,9%	24,9%	-5,0%	-20,0%
Hagnaður	44,1	73,4	-29,3	-39,9%

Framlegðarhlutfall Síldarvinnslunnar lækkaði úr 32,3% árið 2023 niður í 28,7% árið 2024. Rekstrarhagnaðarhlutfall um slétt 5 prósentustig. Það voru kostnaðarhækkanir og kostnaðarhlutföll töluvert óhagstæðari árið 2024 en árið 2023. Það var umtalsverð launahækkun milli ára og hækkaði launahlutfall töluvert sem dró framlegð niður. Það var aukning í kolefnisgjöldum og almennar kostnaðarhækkanir vegna verðbólgu milli ára. Einnig er rétt að benda á að eldsumbrotin í Grindavík höfðu nokkur áhrif á rekstur og juku kostnað.

Forsendur og horfur

Grunnforsendur eru allar þær sömu eða svipaðar í öllum verðmötum nema rekstrarárin 2025 og 2026 sem fara eftir aflaheimildastöðu og vægi uppsjávarveiða í rekstri.

Aflaheimildastaða Síldarvinnslunnar í bolfiski var 3,5% hærri í lok árs 2024 en árið á undan. Aflaheimildastaða í uppsjávartegundum var 3% lægri. Hér verður þó að taka tillit til þess að aflaheimildastaða var betri í síld og makríl sem eru verðmætar tegundir en lakari í kolmunna. Verð eru góð í bolfisk og svipuð á uppsjávarafurðum og í fyrra. Einnig telur agnarsmár loðnukvóti í ár. Það er gert ráð fyrir 7,2% tekjuvexti árið 2025. Það er gert ráð fyrir 12,9% tekjuaukningu árið 2026 en það er gert ráð fyrir „meðal“ loðnuvertíð eða um helming þess sem var árið 2022. Hér er rétt að hafa í huga að gert er ráð fyrir áhrif eldsumbrota á tekjur Síldarvinnslunnar komi til baka að hluta á næstu 2 árum þegar tekjuvöxtur er borinn saman við hin sjávarútvegsfélögin. Til lengri tíma er gert ráð fyrir 3,5% tekjuvexti.

Framlegð verður lægri en ella

Það er gert ráð fyrir óbreyttum verðum sem voru örlítið betri í byrjun árs 2025 en árið 2024. Í forsendum er ekki gert ráð fyrir að verndartollar Trumps hafi veruleg áhrif á tekjur og sölu. Evrópumarkaður er stærstur hjá flestum sjávarútvegsfyrirtækjum. Samkeppnisstaða styrkist gagnvart Noregi. Á móti kemur möguleg rýrnun kaupmáttar sem er ómögulegt segja til um áhrif af.

Árið 2025 mun framlegð hækka óverulega. Óvenjulega góð gæði afla sérstaklega síldar vann með Síldarvinnslunni árið 2024 en það er ekki alltaf hægt að gera ráð fyrir svo góðum gæftum. Agnarsmá loðnuvertíð ætti að halda framlegð uppsjávarstarfsemi að mestu í horfinu milli ára. Ef ekki hefði komið til hennar hefði framlegðarhlutfall líklega gefið eftir.

Þokkalegur tekjuvöxtur mun leiða til þess að kostnaðarhlutföll munu lækka. Auk þess sem mesti kostnaður vegna eldsumbrota ætti að vera yfirstaðinn. Það er gert ráð fyrir að rekstrarhagnaðarhlutfall verði 20,5% árið 2025 en það var 19,9% árið 2024. Rekstrarhagnaður mun því nema 71,2 milljónum dollara árið 2025 samanborið við 64,7 milljónir dollara árið 2024.

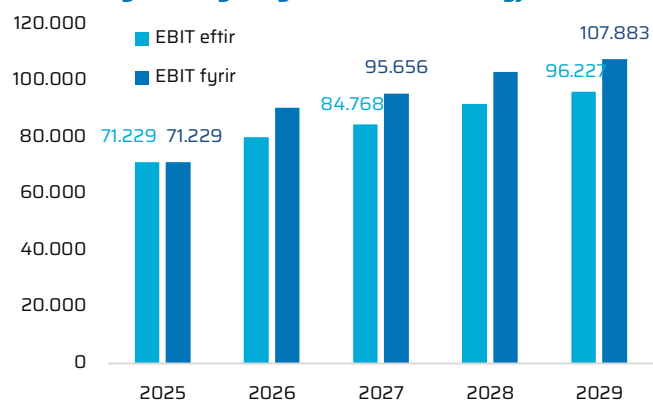
Hækkun veiðigjalda

Árið 2026 er gert ráð fyrir loðnuvertíð sem hefði að öllu óbreyttu haft mikil og jákvæð áhrif á framlegð og rekstrarhagnað. Ef ekki hefði komið til hækkunar veiðigjalda hefði rekstrarhagnaðarhlutfall hækkað úr 20,5% upp í 23,1%. Betri nýting rekstrarfjármuna og há framlegð af loðnuhrognum og frystri loðnu vega hér þungt við að keyra upp framlegðina. Vegna hækkunar veiðigjalda verður ábatinn af loðnuvertíðinni nær enginn og rekstrarhagnaðarhlutfall lækkar örlítið í tilfelli Síldarvinnslunnar og fer í 20,4%.

Hin nýju veiðigjöld hafa verið 2,4 og 2,9% af heildartekjum Síldarvinnslunnar árin 2023 og 2024. Hlutfallið er hærra hlutfall tekna þegar verr árar.

Endurskoðun á verðmati sem tekur tillit til veiðigjalda er 1.105 milljónir dollara en væri annars 1.257 milljónir dollara og hefur því hækkun veiðigjalda 152 milljón dollara neikvæð áhrif á verðmat eða sem nemur 20,2 ma.kr. Verðmat er um 12% lægra en ella. Verðmat í íslenskum krónum er nú 146,9 ma.kr. og verðmatsgengi 79,6 m.v. veginn fjármagnskostnað upp á 8,92%. Ef ekki væri tekið tillit til væntrar hækkunar veiðigjalda væri verðmatsgengið 90,5.

Rekstrarhagnaður fyrir og eftir hækkun veiðigjalds



Næmnigreining

Óvissan og áhættuþættir eru margir í sjávarútvegi líkt og gjarnan kemur fram í skráningarlýsingum sjávarútvegsfyrirtækja. Afurðaverð, afkoma fisktegunda, olíuverð, gjaldmiðlaverð, fiskisjúkdómar, hlýnun sjávar og pólitísk áhætta hefur áhrif á verðmat sjávarútvegsfyrirtækja.

Ef fjárfestum þykir veginn fjármagnskostnaður sem nemur 8,92% hár og telja 8,42% réttari fjármagnskostnað, hækkar gengi Síldarvinnslunnar í 88,4. Það væri nær fjármagnskostnaði Brims. Ef fjárfestar telja að eftirspurn eftir sjávarafurðum muni aukast meira á næstu árum og framtíðarvöxtur verði 4,5%, sem er 1% meiri vöxtur en Jakobsson Capital miðar við, hækkar verðmatsgengið í 96,3.

Næmisgreining - Ávöxtunarkrafa og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	7,9%	81,9	89,6	99,1	111,0	126,4
	8,4%	74,4	80,7	88,4	97,7	109,4
	8,9%	68,1	73,4	79,6	87,1	96,3
	9,4%	62,7	67,2	72,4	78,5	85,9
	9,9%	58,1	61,9	66,2	71,4	77,4

EBIT-hlutfall lykilþáttur

Sá þáttur sem skiptir mestu máli í verðmati sjávarútvegsfélaga er EBITDA-hlutfall og rekstrarhagnaðarhlutfallið (EBIT hlutfall). Að meðaltali er gert ráð fyrir að EBIT-hlutfallið verði 21,1% á spátíma en væri 23,2% án veiðigjalda. Vegna hækkunar veiðigjalds er EBIT-hlutfall rúmlega 10% lægra en ella. Í töflu má sjá að verðmatsgengi væri 89,0 ef EBIT-hlutfall væri sléttum 10% hærra. Ef það kæmi til fleiri loðnuleysisára ofan í hækkun veiðigjalds væri verðmatsgengi 70,2.

Næmisgreining - EBIT og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EBIT hlutfall	80%	51,8	56,0	60,9	66,8	74,1
	90%	60,0	64,7	70,2	77,0	85,2
	100%	68,1	73,4	79,6	87,1	96,3
	110%	76,3	82,1	89,0	97,3	107,4
	120%	84,4	90,8	98,3	107,4	118,5

Forsendur verðmats og helstu kennitölur

Hér að neðan er tafla sem sýnir helstu forsendur sem liggja til grundvallar verðmatinu, auk væntrar þróunar á nokkrum kennitölum. Verðmatskennitölur eru miðaðar við núverandi verðmat. Verðmatið er unnið á nafngrunni. Veginn fjármagnskostnaður (WACC) er metinn 8,92%.

Helstu rekstrarstærðir og kennitölur

í milljónum dollara	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Sala	188	179	237	310	404	325	348	393	408	422	437
Framlegð	66	63	92	113	130	93	102	123	128	137	142
Framlegðarhlutfall	34,8%	35,2%	38,9%	36,5%	32,3%	28,7%	29,2%	31,2%	31,5%	32,4%	32,6%
Fjárfestingarhlutfall	-13,4%	-9,2%	-19,6%	-9,7%	-5,5%	-4,9%	-6,0%	-5,6%	-5,5%	-5,4%	-5,3%
EBITDA	63	59	85	105	122	84	92	102	107	115	119
EBITDA hlutfall	33,6%	33,0%	35,7%	33,7%	30,1%	25,9%	26,5%	26,0%	26,3%	27,2%	27,3%
EBIT	54	49	74	90	101	65	71	80	85	92	96
EBIT hlutfall	28,6%	27,4%	31,1%	29,2%	24,9%	19,9%	20,5%	20,4%	20,8%	21,8%	22,0%
Hagnaður (tap)	44	39	87	73	73	44	53	64	65	71	75
Rekstrarvirði (EV) / EBIT						18,8	17,0	15,1	14,3	13,2	12,6
Verðmat / Haganaður (P/E)						25,0	20,7	17,3	17,0	15,6	14,8
Verðmat / Eigið fé (P/B)						1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6

Frjálst fjárflæði á síðustu árum og á spátíma

í milljónum dollara	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV
Sala	188	179	237	310	404	325	348	393	408	422	437	452
EBITDA	63	59	85	105	122	84	92	102	107	115	119	124
Afskriftir og virðisrýrnun	-9	-10	-11	-14	-21	-19	-21	-22	-22	-23	-23	-24
EBIT	54	49	74	90	101	65	71	80	85	92	96	100
Tekjuskattur	-10	-9	-16	-18	-19	-12	-13	-14	-16	-17	-18	-19
Afskriftir og virðisrýrnun	9	10	11	14	21	19	21	22	22	23	23	24
Fjárfestingar	-26	-10	-89	-181	-21	-14	-21	-22	-22	-23	-23	-24
Breyting á veltufé	-1	14	-16	-4	-22	27	-8	-11	-4	-3	-4	-4
Frjálst fjárflæði	26	54	-37	-99	60	84	51	55	65	72	74	1.412
Núvirt fjárflæði							48	48	53	53	50	961

Niðurbrot verðmats í milljónum evra

í milljónum dollara	Verðmat	Hlutföll
Núvirt fjárflæði - spátímabil	253	21%
Núvirt fjárflæði - lokavirði	961	79%
Rekstrarvirði	1.214	100%
Vaxtaberandi skuldir	-276	
Handbært fé	102	
Tekjuskattskuldbinding	-68	
Eignarhlutur í hlutdeildarfélögum	133	
Verðmat Jakobsson Capital	1.105	
Verðmatsgengi	79,6	

3. Verðmat Ísfélagið

Síðasta ár einkenndist af miklum kostnaðarhækkunum, auk loðnubrests. Vægi uppsjávarveiða er hæst hjá Ísfélaginu á meðal þeirra þriggja félaga sem eru skoðuð. Rétt er að benda á að Ísfélagið og Rammi sameinuðust árið 2023 og þá jókst vægi botnfisktegunda mikið. Samt sem áður er vægi uppsjávartegunda hæst hjá Ísfélaginu.

Umtalsverður tekjusamdráttur

Bókfærður rekstrarhagnaður (EBIT) Ísfélagsins var 32,2 milljónir dollara árið 2024 samanborið við 57,2 milljónir dollara árið 2023. Rekstrarhagnaðarhlutfall var 18,9% árið 2024 samanborið við 29,5% árið 2023. Hér þarf þó að taka tillit til þess að inn í rekstrarhagnaði ársins 2024 var sala aflaheimilda upp á rúmlega 2,2 milljónir dollara. Ef leiðrétt er fyrir því var rekstrarhagnaður 30 milljónir dollara og rekstrarhagnaðarhlutfall 17,6%.

Það var tekjusamdráttur upp á 12%. Samdráttur í framlegð var umtalsvert meiri eða tæplega 40%. Framangreint endurspeglar nokkra þætti. Í fyrsta lagi var loðnan af góðum gæðum árið 2023. Met framleiðsla var í loðnuhrognum og fór mikið til frystingar. Framangreindar afurðir bera mjög háa framlegð en fjárbinding í rekstrarfjármunum er mikil á móti. Þegar engin loðna er, þá hverfur ekki aðeins mjög arðbær framleiðsla heldur verður nýting rekstrarfjármuna mun lakari. Framangreint leiðir til mikilla sveiflna í afkomu uppsjávarveiða en metár var í íslenskum sjávarútvegi árið 2023. Í öðru lagi sameinaðist Ísfélagið Ramma á miðju ári 2023. Í botnfiskveiðum er framlegðarhlutfall lægra en afkoma stöðugri. Í þriðja lagi er vægi loðnu mjög hátt hjá Ísfélaginu.

Lægri framlegð útskýrir lækkun rekstrarhagnaðarhlutfalls að nær öllu leyti úr 29,5% niður í 17,6% en framlegðarhlutfall fór úr 35,5% árið 2023 niður í 24,2% árið 2024.

Ísfélagið skiptir rekstrarsviðum sínum upp í landvinnslu og útgerð líkt og Síldarvinnslan en ekki í uppsjávarsvið og botnfisksvið líkt og Brim. Hjá Brim má sjá afkomu af tveimur megin stofnum fisktegunda. Á meðan Ísfélagið og Síldarvinnslan sýna afkomu meginstoða rekstrar fiskvinnslu og útgerðar.

Ágætt ár í botnfiski

Veitt magn bolfisks eða botnfisks nam 23,8 þúsundum tonnum árið 2024 samanborið við 14,8 þúsund tonn árið 2023. Aukning útskýrist af framangreindum samruna og var aukning í öllum tegundum botnfisks.

Rekstartölur - Samanburður sviða milli 2024 og 2023

í milljónum dollara	janúar til desember			
	2024	2023	Mism.	Mism. %
Landvinnsla - Sala	118,3	174,7	-56,4	-32,3%
Útgerð - Sala	92,0	95,5	-3,5	-3,7%
Eigin afli og jöfnunarfærslur	-39,2	-76,2	37,0	-48,6%
Sala samtals	171,1	194,0	-22,9	-11,8%
Landvinnsla - Framlegð	26,5	43,5	-17,0	-39,1%
Útgerð - Framlegð	15,0	25,4	-10,4	-41,0%
Framlegð samtals	41,5	68,9	-27,4	-39,8%
EBITDA	48,2	70,7	-22,5	-31,8%
EBITDA hlutfall	37,5%	43,4%	-5,9%	-13,6%
EBIT	32,3	57,2	-25,0	-43,6%
EBIT hlutfall	18,9%	29,5%	-10,6%	-36,0%
Hagnaður	11,8	41,3	-29,5	-71,5%

Þungt í uppsjávarveiðum

Uppsjávarveiðar lituðust af loðnuleysisári. Veitt magn dróst mjög mikið saman milli ára á uppsjávarsviði eða um 57%. Ísfélagið hefur verið þungt í loðnu. Afli nam 54,8 þúsund tonnum árið 2024 samanborið við 127,2 þúsund tonn árið 2023. Loðnan vegur þungt en árið 2023 voru veidd 64,2 þúsund tonn en uppsjávarafli dróst saman um 72,4 þúsund tonn milli ára. Það var mikill samdráttur í makrílveiðum og fór veiðinn úr 18,3 þúsund tonnum niður í 8,9 þúsund tonn en makrillinn er verðmæt tegund. Það var einnig samdráttur í síldarveiðum þótt hlutfallslega hafi hann verið minni. Mun meira var veitt af kolmunna sem var sárabót eða 8,1 þúsund tonn. Kolmunni er þó verðminnsta tegundin. Einnig hjálpaði til að verðvísitala uppsjávarveiða var 3,5% hærri í evrum árið 2024 en árið 2023.

Forsendur og horfur

Grunnforsendur eru allar þær sömu eða svipaðar í öllum verðmötum nema rekstrarárin 2025 og 2026 sem fara eftir aflaheimildastöðu og vægi uppsjávarveiða í rekstri.

Verðmat	-14%	Markaður
113,5	<	132,4

Markaðsverð og verðmat í milljónum króna

Markaðsvirði		Verðmat	
Markaðsvirði (m.kr)	108.282	Verðmat (m.kr.)	92.851
Verð á hlut	132,4	Verð á hlut	113,5
		Mismunur	-14%
Lykiltölur úr rekstri 2024		Kennitölur síðustu 12. mán	
EBIT hlutfall	18,9%	Heildarvirði / EBIT	23,2
Fjárfestingar / Sala	-15,9%	Verðmat / Hagnaður (P/E)	59,3
Arðsemi eiginfjár	2,1%	Verðmat / Eigið fé (P/B)	1,3

Aflaheimildastaða Ísfélagsins í botnfiski var 2,5% lægri í lok árs 2024 en árið á undan. Þótt aflaheimildastaða lækkaði örlítið er aflaheimildastaða í þorski töluvert hærri en í fyrra. Þorskur er verðmætasta tegundin. Verðvísitala botnfisks hefur hækkað síðustu misserin. Það má því búast við tekjuaukningu í bolfiski þrátt fyrir lægri stöðu. Úthlutaðar aflaheimildir í uppsjávarstofnum ef loðna er undanskilin drógust saman um 11%. Á móti telur agnarsmár loðnukvóti í ár. Sú úthlutun vegur þyngra hjá Ísfélaginu en hjá hinum félögunum.

Það er gert ráð fyrir 5,0% tekjuvexti árið 2025. Það er gert ráð fyrir 17,2% tekjuaukningu árið 2026 en það er gert ráð fyrir „meðal“ loðnuvertíð eða um helming þess sem var árið 2022. Til lengri tíma er gert ráð fyrir 3,5% tekjuvexti.

Rekstrarhagnaður verður lægri en ella

Það er gert ráð fyrir óbreyttum verðum sem voru örlítið betri í byrjun árs 2025 en árið 2024. Í forsendum er ekki gert ráð fyrir að verndartollar Trumps hafi veruleg áhrif á tekjur og sölu. Evrópumarkaður er stærstur hjá flestum sjávarútvegsfyrirtækjum en vægi Ameríku markaðar er lágt hjá Ísfélaginu eða um 5% árið 2024. Samkeppnisstaða styrkist gagnvart Noregi. Á móti kemur möguleg rýrnun kaupmáttar sem er ómögulegt segja til um áhrif af.

Árið 2025 mun framlegð hækka óverulega og er gert ráð fyrir að framlegðarhlutfall hækki úr 24,2% upp í 24,9%. Óvenjulega góð gæði afla sérstaklega síldar vann með uppsjávarfélögunum árið 2024 en það er ekki alltaf hægt að gera ráð fyrir svo góðum gæftum. Á móti kemur agnarsmá loðnuvertíð sem ætti að halda framlegð uppsjávarstarfsemi að mestu í horfinu. Tekjur af botnfiskveiðum ættu að aukast lítillega. Auknar tekjur munu hækka framlegðarhlutfall.

Rekstrarhagnaðarhlutfall (EBIT-hlutfall) mun lækka frá birtu rekstrarhagnaðarhlutfalli en hækka frá raun hlutfalli og fara í 18,5%. Rekstrarhagnaður mun nema 33,2 milljónum dollara árið 2025 samanborið við 30 milljónir dollara árið 2024 ef leiðrétt er fyrir sölu aflaheimilda upp á 2,2 milljónir dollara.

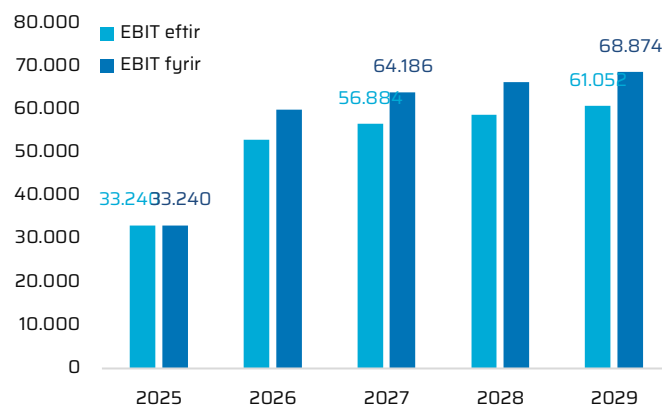
Hækkun veiðigjalda

Árið 2026 er gert ráð fyrir loðnuvertíð sem hefði að öllu óbreyttu haft mikil og jákvæð áhrif á framlegð og rekstrarhagnað sérstaklega hjá Ísfélaginu. Ef ekki hefði komið til hækkunar veiðigjalda hefði rekstrarhagnaðarhlutfall hækkað úr 18,5% upp í 28,6% en vægi loðnu er mjög þungt í rekstri Ísfélagsins og drógust uppsjávarveiðar saman um 57% í kjölfar loðnuleysisárs. Betri nýting rekstrarfjármuna og há framlegð af loðnuhognum og frystri loðnu vega hér þungt við að keyra upp framlegðina. Vegna hækkunar veiðigjalda

verður ábatinn af loðnuvertíðinni minni og rekstrarhagnaðarhlutfall fer í 25,2%. Hin nýju veiðigjöld hafa verið 3,3 og 3,4% af heildartekjum Ísfélagsins árin 2023 og 2024. Hlutfallið er herra hlutfall tekna þegar verr árar.

Verðmat sem tekur tillit til veiðigjalda er 703 milljónir dollara en væri annars 800 milljónir dollara og hefur því hækkun veiðigjalda 97 milljón dollara neikvæð áhrif á verðmat eða sem nemur 12,9 ma.kr. Verðmat er vel rúmlega 12% lægra en ella. Verðmat í íslenskum krónum er 93,4 ma.kr. og verðmatsgengi 114,3 m.v. veginn fjármagnskostnað upp á 9,17%. Ef ekki væri tekið tillit til væntrar hækkunar veiðigjalda væri verðmatsgengið 130,1.

Rekstrarhagnaður fyrir og eftir hækkun veiðigjalds



Næmnigreining

Óvissan og áhættuþættir eru margir í sjávarútvegi líkt og gjarnan kemur fram í skráningarlýsingum sjávarútvegsfyrirtækja. Afurðaverð, afkoma fisktegunda, olíuverð, gjaldmiðlaverð, fiskisjúkdómar, hlýnun sjávar og pólitísk áhætta hefur áhrif á verðmat sjávarútvegsfyrirtækja.

Ef fjárfestum þykir veginn fjármagnskostnaður sem nemur 9,17% hár og telja 8,67% réttari fjármagnskostnað, hækkar gengi Ísfélagsins í 125,9. Ef fjárfestar telja að eftirspurn eftir sjávarafurðum muni aukast meira á næstu árum og framtíðarvöxtur verði 4,5%, sem er 1% meiri vöxtur en Jakobsson Capital miðar við, hækkar verðmatsgengið í 136,1.

Næmisgreining - Ávöxtunarkrafa og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	8,2%	117,5	127,6	139,9	155,2	174,6
	8,7%	107,5	115,9	125,9	138,0	153,1
	9,2%	99,1	106,1	114,3	124,2	136,1
	9,7%	91,8	97,8	104,7	112,8	122,5
	10,2%	85,5	90,6	96,5	103,3	111,3

EBIT-hlutfall lykilþáttur

Sá þáttur sem skiptir mestu máli í verðmati sjávarútvegsfélaga er EBITDA-hlutfall og rekstrarhagnaðarhlutfallið (EBIT hlutfall). Að meðaltali er gert ráð fyrir að EBIT-hlutfallið verði 24,3% á spátíma en væri 27,0% án veiðigjalda. Vegna hækkunar veiðigjalds er EBIT-hlutfall 10% lægra en ella. Í töflu má sjá að verðmatsgengi væri 131 ef EBIT-hlutfall væri sléttum 10% hærra. Ef það kæmi svo til fleiri loðnuleysisára ofan í hækkun veiðigjalds væri verðmatsgengi 97,6.

Næmisgreining - EBIT og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
EBIT	-20%	69,8	74,9	80,9	88,1	96,8
	-10%	84,4	90,5	97,6	106,1	116,5
	0%	99,1	106,1	114,3	124,2	136,1
	10%	113,7	121,7	131,0	142,2	155,8
	20%	128,4	137,3	147,8	160,3	175,4

Forsendur verðmats og helstu kennitölur

Hér að neðan er tafla sem sýnir helstu forsendur sem liggja til grundvallar verðmatinu, auk væntrar þróunar á nokkrum kennitölum. Verðmatskennitölur eru miðaðar við núverandi verðmat. Verðmatið er unnið á nafngrunni. Veginn fjármagnskostnaður (WACC) er metinn 9,17%.

Helstu rekstrarstærðir og kennitölur

í milljónum dollara	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Sala	77,7	81,2	128,9	163,7	194,0	171,1	179,7	210,6	218,0	225,6	233,5
Framlegð				67,0	68,9	41,5	44,7	72,3	76,6	79,3	82,1
Framlegðarhlutfall				40,9%	35,5%	24,2%	24,9%	34,3%	35,1%	35,1%	35,1%
Fjárfestingarhlutfall	-23,2%	-8,4%	-10,6%	-9,9%	-48,2%	-23,5%	-8,8%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
EBITDA	19,8	28,2	55,8	69,9	70,7	48,2	49,0	70,0	74,3	77,0	79,7
EBITDA hlutfall	25,5%	34,8%	43,3%	42,7%	36,4%	28,2%	27,3%	33,2%	34,1%	34,1%	34,1%
EBIT	13,8	21,1	46,8	59,7	57,2	32,3	33,2	53,1	56,9	59,0	61,1
EBIT hlutfall	17,8%	26,0%	36,3%	36,4%	29,5%	18,9%	18,5%	25,2%	26,1%	26,1%	26,1%
Hagnaður (tap)	10,0	14,0	40,7	60,6	41,3	11,8	23,5	40,5	44,5	46,7	48,8
Rekstrarvirði (EV) / EBIT						23,3	22,7	14,2	13,2	12,8	12,3
Verðmat / Haganaður (P/E)						59,7	29,9	17,4	15,8	15,1	14,4
Verðmat / Eigið fé (P/B)						1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2

Frjálst fjárfæði á síðustu árum og á spátíma

í milljónum dollara	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV
Sala	78	81	129	164	194	171	180	211	218	226	234	242
EBITDA	20	28	56	70	71	48	49	70	74	77	80	83
Afskriftir og virðisrýnun	-6	-7	-9	-10	-13	-16	-16	-17	-17	-18	-19	-19
EBIT	14	21	47	60	57	32	33	53	57	59	61	63
Tekjuskattur	-2	-3	-10	-13	-10	-6	-6	-7	-11	-11	-12	-12
Afskriftir og virðisrýnun	6	7	9	10	13	16	16	17	17	18	19	19
Fjárfestingar	-18	-7	-14	-16	-93	-40	-16	-17	-17	-18	-19	-19
Breyting á veltufé	3	-8	-8	6	-34	35	-2	0	-1	-1	-2	-2
Frjálst fjárfæði	2	11	25	47	-66	38	25	46	45	46	48	871
Núvirt fjárfæði							24	41	36	34	32	587

Niðurbrot verðmats í milljónum evra

í milljónum dollara	Verðmat	Hlutföll
Núvirt fjárfæði - spátímabil	167	22%
Núvirt fjárfæði - lokavirði	587	78%
Rekstrarvirði	753	100%
Vaxtaberandi skuldir	-127	
Núvirt tekjuskattsskuldbinding	-52	
Handbært fé	36	
Eignarhlutur í hlutdeildarfélagum	92	
Verðmat Jakobsson Capital	703	
Verðmatsgengi	114,3	

Viðauki I – Veginn fjármagnskostnaður

Að mati Jakobsson Capital er veginn fjármagnskostnaður (WACC) Brim, Ísfélagsins og Síldarvinnslunnar 8,54%, 9,17% og 8,92%, talið upp í sömu röð og nöfn fyrirtækjanna. Miðað er við nafnávöxtun. Hér að neðan er útskýrt hvernig Jakobsson Capital kemst að þeirri niðurstöðu.

Þegar mat er lagt á ávöxtunarkröfu styðst Jakobsson Capital við svokallað Capital Asset Pricing Model (CAPM). CAPM jafnan er: $R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + RP_u$, þar sem

- R_e = Ávöxtunarkrafa eigin fjár
- R_f = Áhættulaus ávöxtun (ríkissskuldabréf)
- $ERP = (R_m - R_f)$: Áhættuálag markaðarins umfram áhættulausa ávöxtun
- β = Beta, lýsir því hvort þess sé vænst að ávöxtun viðkomandi hlutabréfs (í þessu tilfelli hlutabréf Brim, Ísfélagsins og Síldarvinnslunnar) sveiflist meira ($\beta > 1$) eða minna ($\beta < 1$) en markaðurinn
- RP_u = Sérstakt álag þess verðbréfs (í þessu tilfelli hlutabréf Brim, Ísfélagsins og Síldarvinnslunnar). Getur verið tengt, rekstrarstöðugleika og rekstrargegnsæi og rekstraráhættu.

Mat á einstökum þáttum er sem hér segir:

Áhættulaus ávöxtun (R_f) er byggð á óverðtryggðum 10 ára ríkisskuldabréfum í þeim myntum sem tekjur félaganna koma frá. Brim er töluvert þyngra í evrum en Síldarvinnslan og Ísfélagið og þess vegna eru töluvert lægri áhættulausir vextir hjá Brim. Áhættulausir vextir fyrir Brim, Ísfélagið og Síldarvinnsluna, numu 3,78%, 4,19% og 4,26% í byrjun apríl 2025 er verðmöt voru unnin. Helstu gjaldmiðlar félaganna eru evra, dollari, norsk króna og pund.

Við ákvörðun á álagi vegna áhættu markaðarins ($R_m - R_f$) sem á ensku nefnist Market Risk Premium eða Equity Risk Premium styðst Jakobsson við útreikninga sem birtir eru á heimasíðu prófessors Aswath Damodaran (Implied equity risk premium). Samkvæmt Damodaran var áhættuálag markaðarins leiðrétt fyrir arðgreiðslum 4% í byrjun ársins 2025.

Við mat á “betu” (β) Brims, Ísfélagsins og Síldarvinnslunnar var notast við beta gildi matvælaframleiðenda í Evrópu. Byggt er á gögnum af heimasíðu Damodaran og tölulegum gögnum fyrir Evrópu. Beta gildi fyrir matvælaframleiðendur var 0,52. Framangreint gildi miðast við óskuldsett félag. Miðað er við meðalskuldsetningu félaga í matvælaframleiðslu skv. Damodaran í verðmötum félaganna þriggja. Þannig er reiknað með skuldahlutfallinu 25,4% og eiginfjárhlutfallinu 74,6%. Skuldsett beta er því 0,66 sbr. aðferðafræði Hamada.

Sértækt fyrirtækjaálag (RP_u) álag á Brim, Ísfélagið og Síldarvinnsluna er að mati Jakobsson Capital 3,45%, 3,78% og 3,45%. Meiri sveiflur eru í rekstri Ísfélagsins en hjá hinum tveimur félögum sökum þess að uppsjávarveiðar eru stærri hluti af rekstri Ísfélagsins og leiðir það til hærra álags.