



Háskólinn á Akureyri
Rekstrar- og viðskiptadeild
Lokaverkefni 2106

Arðsemi í íslenskum sjávarútvegi Árin 1999 til 2003



Akureyri, 19. janúar 2007
Eypór Ólafur Bergmannsson

| | |
|----------------|---|
| | Háskólinn á Akureyri |
| | Rekstrar- og viðskiptadeild |
| Námskeið | Lokaverkefni LOK 2106 |
| Heiti | Arðsemi í íslenskum sjávarútvegi |
| Verktími | Janúar 2004 til apríl 2004 |
| Nemandi | Eypór Ólafur Bergmannsson |
| Leiðbeinandi | Pétur Bjarnason hjá Fiskifélagi Íslands |
| Blaðsíðufjöldi | 42 |
| Fjöldi viðauka | 10 |

Yfirlýsing

Ég lýsi hér með yfir að ég einn er höfundur þessa verkefnis og að það er afrakstur eigin rannsókna.

Eyþór Ólafur Bergmannsson

Kt: 141175-3519

Það staðfestist hér með að lokaverkefni þetta fullnægir að mínum dómi kröfum til prófs í námskeiðinu LOK2106

Pétur Bjarnason

Abstract

The purpose of this essay is to explore the rate of return of the Icelandic Fisheries industry in the years 1999 through 2003. To do that, eight of the biggest seafood companies at the Icelandic stock exchange market were selected and their rate of return used to evaluate the whole industry. The chosen companies were Samherji hf., Grandi hf., Útgerðarfélag Akureyringa hf., Þorbjörn Fiskanes hf., Þormóður rammi – Sæberg hf., Hraðfrystihúsið Gunnvör hf., Síldarvinnslan hf. and Vinnslustöðin hf..

Changes on these companies balance sheets were explored and changes in their income over the period 1999 through 2003. The industries situation and its main influences were valued. Catch quota in Iceland for the fishing year 2003/04 were validated and its combination. Few financial ratios for these companies were calculated and their financial strength viewed. These information's were then put together and used to value the whole fishing industry.

Return on equity, return on assets and EBITDA/enterprise value were key numbers that was used.

This research showed that the fishing industry was not presenting a good rate of return in the years 1999 through 2003, but in the year 2002 the rate of return was okay.

Key words: Rate of return, Fishing industry, Yield, Risk, Investment.

Útdráttur

Markmið verkefnisins var að kanna arðsemi í íslenskum sjávarútvegi á árunum 1999 til 2003. Til þess að gera það voru átta stærstu sjávarútvegsfyrirtækin á hlutbréfamarkaði valin og arðsemi þeirra könnuð til að nota sem mat á atvinnugreinina í heild. Fyrirtækin sem valin voru eru Samherji hf., Grandi hf., Útgerðarfélag Akureyringa hf., Þorbjörn Fiskanes hf., Þormóður rammi – Sæberg hf., Hraðfrystihúsið Gunnvör hf., Síldarvinnslan hf. og Vinnslustöðin hf..

Þróun efnahagsreikninga félaganna var könnuð og breyting á tekjum þeirra á sama tímabili. Könnuð var staða greinarinnar og helstu áhrifaþættir hennar. Athugað var hvernig aflaheimildir félaganna voru samsettar fiskveiðiárið 2003/04. Nokkrar kennitölur fyrir hvert félag fyrir sig voru reiknaðar til að kanna arðsemi og fjárhagslegan styrk þeirra. Þessar upplýsingar voru svo teknar saman til að meta atvinnugreinina.

Arðsemi eigin fjár, arðsemi heildareigna og EBITDA framlegð á móti heildarvirði félaganna (enterprise value) voru þær lykiltölur sem notaðar voru.

Í ljós kom að arðsemi greinarinnar var ekki nógu góð yfir tímabilið í heild sinni, árið 2002 skilaði þó ágætri arðsemi.

Lykilorð: Arðsemi, Sjávarútvegur, Ávöxtun, Áhætta, Fjárfestingar

Efnisyfirlit

| | | |
|-----|--|----|
| 1 | Inngangur..... | 1 |
| 2 | Tegundir fjárfesta | 2 |
| 2.1 | Langtímafjárfestar | 2 |
| 2.2 | Skammtímafjárfestar | 2 |
| 2.3 | Á-in þrjú | 3 |
| 3 | Fjárhagsleg greining..... | 4 |
| 3.1 | Arðsemiskennitölur (profitability ratio)..... | 4 |
| 3.2 | Fjárhagslegur styrkur..... | 6 |
| 3.3 | Áhætta | 6 |
| 3.4 | Ávöxtunarkrafa..... | 7 |
| 3.5 | WACC..... | 9 |
| 3.6 | Heildarvirði fyrirtækis (Enterprise value) | 9 |
| 4 | Sjávarútvegur almennt..... | 11 |
| 5 | Fyrirtækin | 15 |
| 5.1 | Samherji hf. | 15 |
| 5.2 | Grandi hf. | 16 |
| 5.3 | Útgerðarfélag Akureyringa hf. | 17 |
| 5.4 | Þorbjörn Fiskanæs hf..... | 17 |
| 5.5 | Síldarvinnslan hf. | 18 |
| 5.6 | Vinnslustöðin hf. | 18 |
| 5.7 | Þormóður rammi – Sæberg hf. | 19 |
| 5.8 | Hraðfrystihúsið Gunnvör hf. | 20 |
| 6 | Könnun | 21 |
| 6.1 | Markmið | 21 |
| 6.2 | Forsendur útreikninga | 21 |
| 6.3 | Aðferðir | 22 |
| 6.4 | Útkoma útreikninga..... | 23 |
| | Umræður | 38 |
| | Niðurstöður | 41 |

| | |
|--|----|
| Heimildaskrá..... | 43 |
| Prentaðar heimildir..... | 43 |
| Vefheimildir..... | 43 |
| Lög..... | 44 |
| Munnlegar heimildir..... | 44 |
| Viðaukar..... | 45 |
| Upplýsingar úr ársreikningum félaganna átta..... | 45 |
| Kennitölur félaganna átta..... | 46 |
| Kennitölur Hraðfrystihússins Gunnvarar hf..... | 46 |
| Kennitölur Granda hf..... | 46 |
| Kennitölur Samherja hf..... | 46 |
| Kennitölur Útgerðarfélag Akureyringa hf..... | 47 |
| Kennitölur Vinnslustöðvarinnar hf..... | 47 |
| Kennitölur Síldarvinnslunnar hf..... | 47 |
| Kennitölur Þormóðs ramma – Sæbergs hf..... | 47 |
| Kennitölur Þorbjörns Fiskaness hf..... | 48 |

Myndaskrá

| | |
|--|----|
| Mynd 1: SML línan myndrænt, hér eru áhættulausir vextir hafðir 6% | 8 |
| Mynd 2: Gengisvístala íslensku krónunnar frá janúar 1999 til apríl 2004. | 14 |
| Mynd 3: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Samherja hf. | 23 |
| Mynd 4: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Granda hf. | 25 |
| Mynd 5: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá ÞRS hf. | 26 |
| Mynd 6: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Síldarvinnslunni hf. | 28 |
| Mynd 7: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Vinnslustöðinni hf. | 29 |
| Mynd 8: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Þorbirni Fiskaness hf. | 30 |
| Mynd 9: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá ÚA hf. | 31 |
| Mynd 10: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá HG. hf. | 33 |
| Mynd 11: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum félöganna átta. | 34 |
| Mynd 12: Hagnaður fyrir skatta, fjármagnsliði og afskriftir (EBITDA) á árunu 1999 til 2003 | 34 |
| Mynd 13: Arðsemi heildareigna og meðalarðsemi yfir tímabilið 1999 til 2003 hjá félögunum átta..... | 35 |
| Mynd 14: Arðsemi eigin fjár og meðalarðsemi yfir tímabilið 1999 til 2003 hjá félögunum átta..... | 36 |
| Mynd 15: Þróun sjávarútvegs- og úrvalsvísitölu hjá Kauphöll Íslands hf. frá janúar 1999 til mars 2004. ... | 36 |

Töfluskrá

| | |
|---|----|
| Tafla 1: Hlutfall sjávarútvegs af landsframleiðslu og útflutningi Íslendinga..... | 11 |
| Tafla 2: Leyfilegur heildarafli helstu tegunda á fiskveiðiárunum 1993/94 til 2003/04 í þús. tonna. | 12 |
| Tafla 3: Verðvísitala nokkurra afurða frá 1999 til 2004, árið 1999 er sett á 100. | 12 |
| Tafla 4: Reiknað WACC og ávöxtunarkrafa fyrir sjávarútveginn árin 1999 til 2003..... | 37 |
| Tafla 5: EBITDA á móti heildarvirði (EV) félaganna átta á árunum 1999 til 2003..... | 37 |
| Tafla 6: Félögin, raðað eftir meðaltali ROE og úthlutun aflaheimilda fiskveiðiársins 2003/04 sýnd. . | 41 |
| Tafla 7: Félögin, raðað eftir meðaltali EBITDA/EV og úthlutun fiskveiðiársins 2003/04 sýnd. | 42 |
| Tafla 8: Upplýsingar úr ársreikningum félaganna átta, þar sem við á eru tölur í milljónum króna. | 45 |
| Tafla 9: Kennitölur úr sameinuðum upplýsingum félaganna átta. | 46 |
| Tafla 10: Upplýsingar um rekstur HG hf. á árunum 1999 til 2003..... | 46 |
| Tafla 11: Upplýsingar um rekstur Granda hf. á árunum 1999 til 2003..... | 46 |
| Tafla 12: Upplýsingar um rekstur Samherja hf. á árunum 1999 til 2003. | 46 |
| Tafla 13: Upplýsingar um rekstur ÚA hf. á árunum 1999 til 2003..... | 47 |
| Tafla 14: Upplýsingar um rekstur Vinnslustöðvarinnar hf. á árunum 1999 til 2003. | 47 |
| Tafla 15: Upplýsingar um rekstur Síldarvinnslunnar hf. á árunum 1999 til 2003. | 47 |
| Tafla 16: Upplýsingar um rekstur ÞRS hf. á árunum 1999 til 2003. | 47 |
| Tafla 17: Upplýsingar um rekstur Þorbjörns Fiskaness hf. á árunum 1999 til 2003..... | 48 |

Skilgreiningar á hugtökum

EBITDA: Hagnaður fyrirtækja fyrir fjármagnsgjöld, skatta og afskriftir (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization).

EBIT: Hagnaður fyrirtækja fyrir fjármagnsgjöld og skatta (Earnings before interest and taxes).

EV: Heildarvirði fyrirtækis (Enterprise value)

1 Inngangur

Ætlun mín með þessari ritgerð er að kanna arðsemi í sjávarútvegi á Íslandi á árunum 1999 til 2003. Ritgerð þessi er unnin sem lokaverkefni við rekstrar- og viðskiptadeild Háskólans á Akureyri og var Pétur Bjarnason hjá Fiskifélagi Íslands leiðbeinandi minn við þessa vinnu.

Sjávarútvegur hefur verið ein af undirstöðuatvinnugreinum landsins en þó hafa alltaf verið uppi umræður um arðsemi og getu greinarinnar til standast samkeppni annarra fjárfestingakosta. Þá varð mikil umræða um söluna á Útgerðarfélagi Akureyringa hf. í janúar 2004, og töldu margir að félagið gæti ekki staðið undir kaupverði þess. Þessi umræða vakti athygli mína og varð hvati að því að ég valdi mér þetta efni til að fjalla um í lokaritgerð.

Rannsóknarspurningin sem sett var fram í upphafi var þessi:

Var arðsemi í sjávarútvegi á árunum 1999 til 2003 nægjanleg?

Til að kanna arðsemina voru valin átta stærstu sjávarútvegsfyrirtækin sem verið hafa á hlutbréfamarkaði Kauphallar Íslands hf. Miklar breytingar hafa verið á eignarhaldi margra þessara félaga að undanfögnu og hafa meðal annars sum þeirra þegar farið út af markaði og önnur eru á leiðinni út.

Fjallað verður um fjárfestingarstefnur eða stíla og farið út í fræðilega umfjöllun um mat á arðsemi fjárfestinga. Í könnuninni sjálfri mun svo arðsemi þessar félaga vera könnuð með þeim aðferðum sem kynntar hafa verið. Upplýsingar um arðsemi þessara átta félaga sem hér eru skoðuð verða svo notuð til að meta arðsemi íslenska sjávarútvegsins í heild auk þess sem fjallað verður um hvert fyrirtæki fyrir sig. Helstu lykiltölur sem notaða voru eru arðsemi eigin fjár, arðsemi heildareigna og hlutfallið milli EBIDTA-hagnaðar og heildarvirði félaga (enterprise value).

Könnunin byggist á gögnum úr ársreikningum þessara átta félaga en þeir eru aðgengilegir á vefsíðum þeirra og á vef Kauphallar Íslands. Þá eru líka notaðar upplýsingar frá Kauphöllinni um vísitölur á markaði og upplýsingar frá Seðlabanka Íslands um vexti á fjármagni á árunum sem eru skoðuð.

2 Tegundir fjárfesta

Þegar tegundir fjárfesta eru skoðaðar kemur í ljós að þær eru nokkrar en í megin atriðum má flokka fjárfestana í langtíma- og skammtímafjárfesta. Á-in þrjú er líka nefnd en þau eru ávöxtunarfjárfestar, áhrifafjárfestar og ástríðufjárfestar.

2.1 Langtímafjárfestar

Þessi tegund fjárfesta hafa það markmið að hagnast á langtímahækkun verðbréfa og þá einkum hlutabréfa. Þeir velja helst félög sem þeir hafa mikla trú á og eiga sjaldnar viðskipti en aðrir. Þrátt fyrir að eiga sjaldnar viðskipti laga þeir samvalið á sínum verðbréfum með því að kaupa og selja eftir þörfum hverju sinni. Langtímafjárfestar eru líklegri en aðrir fjárfestar til að nota undirstöðugreiningu við val sitt á verðbréfum og bregðast ekki endilega hratt við nýjum fréttum. Á-in þrjú falla að mestu undir langtímafjárfesta en þó sérstaklega áhrifa- og ástríðufjárfestar.¹

2.2 Skammtímafjárfestar

Markmið skammtímafjárfesta er að hagnast á skammtímahækkunum, þeir færar sig ört á milli fjárfestingamöguleika og fjárfesta í verðbréfum, gjaldeyri og afleiðum auk þess að skortselja. Þeir eru tilbúnir til að kaupa „ofmetin“ bréf, ef þeir trúa því að þau eigi enn eftir að hækka.²

Skammtímafjárfestar eru hallir undir tæknigreiningu og snögga lykiltalnagreiningu, og þá bregðast þeir hratt við nýjum fréttum. Þessi tegund fjárfesta eru hvorki áhrifa- né ástríðufjárfestar, þeim stendur á sama um allt nema gróðann. Vegna þessa eru þeir oft kallaðir „spákaupmenn“ í niðrandi merkingu en eru þrátt fyrir allt mikilvægir fyrir virkni markaðarins.³

¹ Sævar Helgason, munnleg heimild, 3. mars 2004.

² Sævar Helgason, munnleg heimild, 3. mars 2004.

³ Sævar Helgason, munnleg heimild, 3. mars 2004.

Að nota þennan fjárfestingarstíl leiðir til áhættu því eignir eru lítið dreifðar og þeir eru oft með stórar stöður í ákveðnum fjárfestingum.

2.3 Á-in þrjú

Ávöxtunarfjárfestir hefur það markmið að ná sem mestri arðsemi fjárfestinganna og er þá sama hvaðan gott kemur. Þeir byggja mikið á greiningum af ýmsum toga og eru mjög hreyfanlegir. Ávöxtunarfjárfestar eru stærsti hópurinn á markaði.⁴

Áhrifafjárfestar eru að sækjast eftir nægilega stórum hlut til að koma manni að í stjórn eða ná yfirráðum í viðkomandi félagi. Þeir eru oft að horfa á annan ávinning en arðsemi og að hlutabréf þeirra hækki í verði; til dæmis samlegðaráhrif við aðrar eignir eða völd og áhrif. Áhrifafjárfestar eru oftast langtímafjárfestar, en þó geta hagræðingarmöguleikar ráðið ferðinni auk samruna- eða upplausnarvirði.⁵

Ástríðufjárfestar stjórnast og af hugsjón eða dýrkun; samvinnuhlutabréf, knattspyrnufélög, heimabyggðarsjónarmið eða hefðir eru dæmi um þessa tegund fjárfesta. Arðsemi skiptir þessa fjárfesta litlu eða engu máli og eru þeir oftast smáir en stórir. Þá selja þeir bréf sín yfirleitt seint eða aldrei. Þegar bréf þeirra hreyfast er það oftast af öðrum ástæðum en varða arðsemi.⁶

⁴ Einar Guðbjartsson 1999, bls. 48-49.

⁵ Einar Guðbjartsson 1999, bls. 46-48.

⁶ Sævar Helgason, munnleg heimild, 3. mars 2004.

3 Fjárhagsleg greining

Aðferðum sem beitt er við mat á fjárfestingarkostum eru nokkrar og þarf sjávarútvegurinn að standa sig í þessu mati gagnvart öðrum fjárfestingarkostum.

3.1 Arðsemiskennitölur (profitability ratio)

Almennar kennitölur í rekstri fyrirtækja gefa gagnlegar vísendingar um hagkvæmni rekstrar viðkomandi aðila. Arðsemiskennitölur sýna aftur á móti greiðsluhæfni, eignastjórnun og skuldir miðað við rekstrarafkomu.⁷

Hagnaðarhlutfall er ein þessara kennitalna og segir það hversu stórt hlutfall rekstrartekna skilar sér í hagnaði; með öðrum orðum, hversu arðsamur reksturinn er. Til eru tvær leiðir til að reikna þetta hlutfall.

$$\text{Hagnaðarhlutfall (ROS)} = \text{EBIT} / \text{rekstrartekjum}$$

eða

$$\text{Hagnaðarhlutfall (ROS)} = \text{hagnaður eftir skatta} / \text{rekstrartekjum}$$

Munurinn á þessu aðferðum felst í því að í fyrri aðferðinni er notast við hagnað fyrir fjármagnskostnað og skatta, en í seinni aðferðinni er notast við þann hagnað sem aðgengilegur er hluthöfum. Fyrri aðferðin hentar betur þegar verið er að skoða fyrirtæki sem búa við ólíkt skattaumhverfi en seinni aðferðina er betra að nota þegar verið er að bera saman fyrirtæki sem búa við sambærilegt rekstrarumhverfi.⁸

Heildararðsemi er önnur kennitala og er hún reiknuð á eftirfarandi hátt,

$$\text{Heildar arðsemi (BEP)} = \text{EBIT} / \text{heildareignir}$$

BEP sýnir getu eigna fyrirtækis til að ná fram hagnaði fyrir fyrirtækið; þetta er góð leið til að bera saman fyrirtæki sem búa við ólíkt skattaumhverfi og ólíka fjármagnsbindingu. Heildareignir geta verið aðrar í lok árs en í

⁷ Brigham og Houston 1999, bls. 99.

⁸ Brigham og Houston 1999, bls. 99.

upphafi árs, vegna þessa er oft tekið meðaltal heildareigna yfir viðkomandi ár sem verið er að skoða.⁹

Í þessu verkefni verður ekki notast við meðaltal heildareigna yfir viðkomandi ár heldur lokastöðu hvers árs eins og gert er í bókinni *Fundamentals of Financial Management*. Þetta á líka við þegar arðsemi heildareigna (ROA) er reiknuð og við mat á eigin fé í útreikningum á arðsemi eiginfjár (ROE) sem lýst er hér á eftir.

Arðsemi heildareigna (ROA) er sambærileg við heildararðsemi, nema við útreikninga á henni er notast við hagnaðinn eftir skatta í stað EBIT. Þessi kennitala segir til um það hvernig fyrirtæki tekst til við ávöxtun þeirra eigna sem í því eru bundnar án tillits til fjármögnunar þeirra.¹⁰

Formúlan fyrir arðsemi heildareigna er eftirfarandi:

$$\text{ROA} = \text{hagnaður eftir skatta} / \text{heildareignum}$$

Arðsemi eiginfjár (ROE) er mikilvægasta arðsemiskennitalan og einna mest notuð; hún mælir ávöxtun fjárfestingarinnar fyrir eigendur. Arðsemi eiginfjár er hægt að nota til að bera afkomu fyrirtækis saman við aðra fjárfestingakosti. Þessi kennitala er reiknuð út á eftirfarandi hátt.¹¹

$$\text{ROE} = \text{hagnaður eftir skatta} / \text{eigið fé}$$

Arðsemi eigna og arðsemi eiginfjár eru saman góðir mælikvarðar á arðsemi fjárfestingarinnar. Arðsemi eigna (ROA) greinir skilvirkni rekstrarins í heild en arðsemi eiginfjár (ROE) greinir hversu vel þessi skilvirkni skilar sér til hlutafjareiganda. Hátt ROE hlutfall gefur til kynna góðan rekstur og ROA greinir möguleika fyrirtækisins til að gefa hátt ROE hlutfall. Mikilvægt er að fjárfestingar sem ráðist er í, skili sér í bættri rekstrarafkomu fyrirtækja.¹²

⁹ Brigham og Houston 1999, bls. 100.

¹⁰ Brigham og Houston 1999, bls. 101.

¹¹ Brigham og Houston 1999, bls. 101.

¹² Brigham og Houston 1999, bls. 101.

3.2 Fjárhagslegur styrkur

Til að kanna fjárhagslegan styrk fyrirtækja er eiginfjárlutfall notað en það segir til um hvernig fyrirtækið er fjármagnað. Með þessu hlutfalli er hægt að sjá hvað eigið fé fyrirtækisins er stór hluti af heildarfjármagni sem fyrirtækið er að nota. Eiginfjárlutfallið er reiknað á eftirfarandi hátt:

$$\boxed{\text{Eiginfjárlutfall} = \text{eigið fé} / \text{skuldir og eigið fé}}$$

Sem dæmi má taka, að ef eiginfjárlutfall er 40% þá er hlutfall skulda 60%.

Mismunandi er eftir atvinnugreinum hvert æskilegt hlutfall er en oft er talað um að gott sé að hafa hlutfallið á milli 30% og 40%. Hlutfallið gefur til kynna hvernig fyrirtækið er í stakk búið til að takast á við erfileika í rekstri en það veltur í raun á því hversu hagstæðir vextir eru á lánum fyrirtækisins og hve há ávöxtunarkrafa fjárfesta er til fyrirtækisins.¹³

3.3 Áhætta

Þegar verið er að kanna fjárfestingarmöguleika er áhætta sem fylgir fjárfestingunni stór þáttur sem verður að taka með inn í athuginina. Við það að leggja peninga í fjárfestingu er verið ávaxta fjármunina í ákveðinn tíma og gert er ráð fyrir því að fá peningana til baka aftur og líka ákveðna þóknun. Sú hættu er í allflestum tilvikum fyrir hendi að fjárfestirinn tapi peningunum sínum eða þeir rýrni á fjárfestingartímanum.¹⁴

Áhættan er mismikil eftir því í hverju er verið að fjárfesta og á hvaða mörkuðum. Verðbréf eins og skuldabréf eða hlutbréf eru mjög ólík; skuldabréf eru þó almennt áhættuminni og eru sum ríkisbréf til að mynda álitin áhættulaus. Hlutabréf hafa mjög breytilega áhættu eftir því um hvernig fyrirtæki er að ræða.¹⁵

Áhættu er hægt að skipta niður í dreifanlega áhættu og svo markaðsáhættu. Dreifanlega áhættan er sú áhætta sem fylgir ákveðnu fyrirtæki líkt og mistök

¹³ Brigham og Houston 1999, bls. 40.

¹⁴ Brigham og Houston 1999, bls. 190.

¹⁵ Brigham og Houston 1999, bls. 230-231.

í rekstri eða hætta á lögsóknum og fleira. Markaðsáhættan er aftur sú áhætta sem fylgir markaðnum í heild sinni eins og efnahagssveiflur, stríð og þess háttar.¹⁶

Til að minnka áhættu er hægt að fjárfesta í ólíkum verðbréfum og koma upp ákveðnu verðbréfasafni. Þrátt fyrir þennan möguleika þarf að meta áhættu hvers bréfs fyrir sig til að geta byggt safnið upp á réttan hátt fyrir tiltekinn fjárfesti.¹⁷

3.4 Ávöxtunarkrafa

Þegar farið er út í fjárfestingu krefst fjárfestirinn ákveðinnar ávöxtunar á féð sem hann ætlar að leggja í fjárfestinguna; þóknun fyrir að veita afnot af fé sínu og nefnist það ávöxtunarkrafa. Hversu há ávöxtunarkrafan er fer svo eftir nokkrum þáttum, svo sem tilgangi hennar og þeirri áhættu sem fylgir henni. Sumir fjárfestar setja sér ákveðna ávöxtunarkröfu sem þeir gera sig ánægða með, en aðrir reikna hana út miðað aðra fjárfestingakosti og áhættu. Við útreikninga á ávöxtunarkröfu er Capital Asset Pricing Model (CAPM) þekktasta aðferðin og verður henni lýst hér.¹⁸

CAPM líkanið gengur út frá því að ávöxtunarkrafa til fjárfestingar fáið með því að finna ávöxtunarkröfu áhættulausrar eignar og bæta við hana áhættuþóknun sem eðlileg þykir.¹⁹

Út frá CAPM hefur verið sett saman jafna sem nefnist Security Market Line (SML) og er hún notuð til að reikna út ávöxtunarkröfuna á eigið fé. Sjá má SML-línuna myndrænt á mynd hér á eftir.

$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) * b_i$$

k_i er ávöxtunarkrafan sem fæst með þessu útreikningum

k_{RF} er ávöxtun áhættulausrar eignar og yfirleitt er notast við vexti af langtíma skuldabréfum ríkisjóðs.

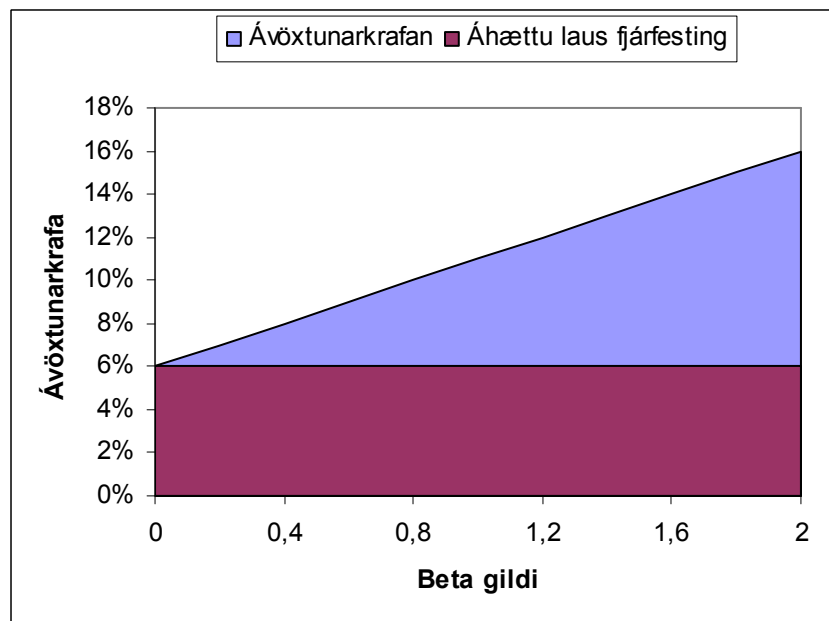
¹⁶ Brigham og Houston 1999, bls. 250.

¹⁷ Bodie, Kane og Marcus 2002, bls. 184-186.

¹⁸ Brigham og Houston 1999, bls. 250.

k_M er meðal ávöxtun markaðarins; sú ávöxtunarkrafa sem gerð er til hlutbréfasafns sem samanstendur af öllum hlutabréfum á markaði.

b_i er beta gildi; mæling á hvernig ávöxtun hlutabréfs sveiflast á móti markaðnum í heild sinni. Beta-gildi uppá einn hefur meðaláhættu og sveiflast í takt við markaðinn. Ef gildið er tveir sveiflast það tvöfalt á við markaðinn hvort sem um lækkun eða hækkun er að ræða. Varfærni fjárfestar velja frekar fjárfestingakosti með lágu beta gildi en háu.²⁰



Mynd 1: SML línan myndrænt, hér eru áhættulausir vextir hafðir 6%.

Til að finna út beta-gildi er notast við tölfræðiútreikninga. Formúlan fyrir því er:

$$B = \text{Covariance}(r_i; r_m) / \text{Variance}(r_m)$$

Notast er við gögn yfir gengi markaðarins og viðkomandi félags yfir ákveðið tímabil. Því lengra sem tímabilið sem skoðað er, því nákvæmari niðurstaða fæst. Samvik (covariance) hlutfallslegra breytinga á markaðnum og gengi viðkomandi félags er reiknað og ferveik (variance) hlutfallslegra breytinga á markaðnum. Með því að deila ferveikinu uppí samvikið fæst beta gildi eins og formúlan hér á undan sýnir.²¹

¹⁹ Brigham og Houston 1999, bls. 250.

²⁰ Brigham og Houston 1999, bls. 250-259.

²¹ Bodie, Kane, og Marcus 2002, bls. 265.

3.5 WACC

Heildarávöxtunarkrafa fyrirtækis er metin sem meðalávöxtunarkrafa á heildarfjármögnun fyrirtækis og er það nefnt WACC (Weighted Average Cost of Capital).²²

Vegið meðaltal fjármagnskostnaðar er ein af þeim stærðum sem stjórnendur og fjárfestar skoða, til dæmis þegar teknar eru ákvarðanir um fjárfestingar. Fjárfestingar þurfa að standa undir kostnaði við þær og því getur verið að gagnlegt að bera saman annars vegar vænta arðsemi fjárfestingar og hins vegar vegið meðaltal fjármagnskostnaðar.

Formúlan fyrir WACC er :

$$\text{WACC} = w_d * k_d * (1-T) + w_c * k_c$$

w_d er hlutfall skulda af heildarfjármagni

k_d eru meðal vextir af langtímalánum

T er skatthlutfallið

w_c er hlutfall eigin fjár af heildarfjármagni

k_c er meðalávöxtunarkrafa á almennt hlutfé

Reiknað er vegið meðaltal ávöxtunarkröfu á eigið fé og vaxtakostnað, leiðrétt vegna skatta. Forgangshlutabréf er ein tegund hlutabréfa sem töluvert er notuð til dæmis í Bandaríkjunum. Þegar slík bréf eru til staðar í fyrirtækjum eru þau tekin með inn í WACC formúluna en það á ekki við hér í þessu verkefni.

3.6 Heildarvirði fyrirtækis (Enterprise value)

Heildarvirði fyrirtækis (EV) eða Enterprise value er mælikvarði á hversu mikið markaðurinn metur félagið í heild sinni. Þegar greitt er markaðsvirði, hlutfé margfaldað með gengi á markaði, er í raun verið að kaupa skuldir líka.

²² Brigham og Houston 1999, bls. 469-471.

EV er því markaðsvirði að viðbættum nettó skuldum; tekið er tillit til skuldanna sem verið er að kaupa. Formúlan fyrir EV er því:²³

$$EV = \text{hlutafé} * \text{gengi} + (\text{heildarskuldir} - \text{veltufjármunir})$$

EV er hægt að nota með hagnaði félags fyrir fjármagnsliði, afskriftir og skatta (EBITDA) til að meta hvernig félagið er að standa sig gagnvart arðsemiskröfu, veginni meðalávöxtunarkröfu heildar fjármagns (WACC). Þetta er gert með því að reikna EV og finna EBITDA félagsins. Í framhaldi af því er reiknað hlutfallið á milli EBITDA og EV. Þetta hlutfall er síðan borið saman við WACC. Til þess að félagið sé að standa undir arðsemiskröfunni þarf EBITDA/EV hlutfallið að vera hærra en WACC.²⁴

²³ Investopedia.com, 2004.

²⁴ Pétur Einarsson, 2001.

4 Sjávarútvegur almennt

Sjávarútvegur hefur haft mikið vægi í þjóðhagslegu samhengi en þróun síðustu ára hefur þó leitt til þess að þetta vægi er að minnka. Hlutdeild sjávarútvegs í landsframleiðslu hefur lækkað úr 14,2% árið 1990 í 10,7% árið 2000 en hækkað svo aftur og var 12,4% árið 2002.²⁵

Þá hefur hlutfall sjávarafurða í útflutningi Íslendinga lækkað úr 67,4% árið 1999 í 63% árið 2002. Þróunina á hlutfalli sjávarútvegs í landsframleiðslu og útflutningi yfir tímabilið sem hér er til skoðunar má sjá í töflu hér á eftir en upplýsingar fyrir árið 2003 voru ekki aðgengilegar.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Hlutfall í landsframleiðslu | 10,7% | 10,5% | 12,1% | 12,4% |
| Hlutfall af heildarútflutningi | 67,4% | 63,3% | 62,1% | 62,9% |

Tafla 1: Hlutfall sjávarútvegs af landsframleiðslu og útflutningi Íslendinga.²⁶

Sjávarútvegurinn er fjármagnsfræk atvinnugrein. Sem dæmi þá útheimta sjávarútvegsfyrirtæki mun meira fjármagn en verslunar-, þjónustu- eða önnur framleiðslufyrirtæki. Atvinnugreinin kallar á mikla fjárbindingu í fastafjármunum bæði varanlegum rekstrarfjármunum og óefnislegum. Varanlegir rekstrarfjármunir eru til dæmis skip, fasteignir, vélar og tæki en veiðiheimildir eru stærsti liðurinn í óefnislegum eignum. Algengt er að hlutfall á milli fastafjármuna og heildareigna hjá sjávarútvegsfyrirtækjum sé um 70% en verslunar- og þjónustufyrirtæki eru með þetta hlutfall á bilinu 30% til 40%. Þessi mikla binding fjármuna leiðir til þess að gera þarf miklar kröfur um arð af fjárfestingunum til hluthafa.

Atvinnugreinin býr við takmarkaða vaxtarmöguleika þar sem aflaheimildir eru takmörkunum háðar, bæði innan sem utan lögsögu. Þó er fiskeldi að aukast sem býður uppá ákveðna möguleika til vaxtar á greininni. Þar sem fiskveiðiheimildir eru ákveðnar af stjórnvöldum hverju sinni eftir ráðgjöf frá Hafrannsóknarstofnun geta þeir breyst nokkuð á milli ára og hefur það bein áhrif á tekjumöguleika útgerðarfyrirtækja. Sjávarútvegurinn er mjög háður

²⁵ Landshagir 2003, bls. 192 og 2000, bls. 197.

²⁶ Landshagir 2003, bls. 192 og bls. 208.

ástandi fiskistofna í hafinu og sér í lagi í íslenskri landhelgi. Breyting á stærð stofnanna getur haft mikil áhrif á afkomu fyrirtækja í greininni.

Í töflunni hér á eftir má sjá hvernig aflaheimildir í ákveðnum fisktegundum hafa þróast á síðast liðnum ellefu árum í þúsundum tonna.

| Tegund | 93/94 | 94/95 | 95/96 | 96/97 | 97/98 | 98/99 | 99/00 | 00/01 | 01/02 | 02/03 | 03/04 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Þorskur | 155 | 155 | 155 | 186 | 218 | 250 | 250 | 220 | 190 | 179 | 209 |
| Ýsa | 65 | 65 | 60 | 45 | 45 | 35 | 35 | 30 | 41 | 55 | 75 |
| Ufsi | 85 | 75 | 70 | 50 | 30 | 30 | 30 | 30 | 37 | 45 | 50 |
| Karfi | 90 | 77 | 65 | 65 | 65 | 65 | 60 | 57 | 65 | 60 | 57 |
| Grálúða | 30 | 30 | 20 | 15 | 10 | 10 | 10 | 20 | 20 | 23 | 23 |
| Síld | 100 | 130 | 125 | 110 | 100 | 70 | 100 | 110 | 125 | 105 | 110 |
| Loðna | 1.072 | 1.112 | 1.108 | 1.277 | 1.008 | 995 | 892 | 919 | 1.096 | 765 | 362 |
| Úthafs-rækja | 52 | 63 | 63 | 60 | 75 | 40 | 20 | 25 | 35 | 30 | 20 |
| Innfjarðarrækja | 8 | 10 | 11 | 10 | 7 | 5 | 3 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| Samtals | 1.657 | 1.716 | 1.677 | 1.818 | 1.558 | 1.500 | 1.400 | 1.413 | 1.612 | 1.264 | 907 |

Tafla 2: Leyfilegur heildarafli helstu tegunda á fiskveiðiarunum 1993/94 til 2003/04 í þús. tonna.²⁷

Verð fiskafurða er mismunandi eftir tegundum, getur það breyst nokkuð á milli tímabila og haft mikil áhrif á tekjur fyrirtækjanna. Það ræður miklu um rekstrarárangur fyrirtækja í hvaða tegundum veiðiheimildir þeirra eru. Þorskígildisstuðlar ráðast af verðhlutfalli einstakra tegunda hverju sinni og niðursveiflur á verði ákveðinna tegunda leiða því til færri þorskígildatonna. Í töflu númer þrjú hér á eftir má sjá hvernig verðvísitala á nokkrum fisktegundum hafa þróast á milli árána 1999 til 2003. Vísitalan er sett á hundrað árið 1999 og er því hægt að sjá breytingarnar út frá því ári. Þess ber að geta að í vísitölunum er notast við meðalverð ákveðinna afurðaflokka. Verð vissra afurða innan hvers flokks getur hafa breyst.

| | Landfrystur þorskur | Sjófrystar afurðir | Rækja | Síld | Loðna (mjöl og lýsi) | Karfi |
|-----------|---------------------|--------------------|--------|--------|----------------------|--------|
| jan. 1999 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100,00 |
| des. 1999 | 106,5 | 103,92 | 96,85 | 88,47 | 80,6 | 93,23 |
| jan. 2000 | 106,7 | 101,75 | 97 | 88,48 | 80,49 | 96,00 |
| des. 2000 | 119,4 | 99,78 | 93,88 | 90,3 | 107,36 | 93,01 |
| jan. 2001 | 118,6 | 97,3 | 94,19 | 91,47 | 109 | 104,61 |
| des. 2001 | 142,9 | 112,65 | 100,07 | 156,73 | 151,38 | 116,39 |
| jan. 2002 | 139,7 | 110,01 | 99,2 | 155,63 | 169,96 | 119,49 |
| des. 2002 | 124,2 | 97,55 | 85,88 | 134,19 | 154,06 | 125,28 |
| jan. 2003 | 120,1 | 95,12 | 85,88 | 122,88 | 152,63 | 130,76 |
| des. 2003 | 114,8 | 87,32 | 86,26 | 108,4 | 138,63 | 97,70 |
| jan. 2004 | 110,98 | 83,62 | 84,51 | 108,45 | 130,77 | 115,57 |

Tafla 3: Verðvísitala nokkurra afurða frá 1999 til 2004, árið 1999 er sett á 100.²⁸

²⁷ Fiskistofa, 2004, a.

Íslenskur sjávarútvegur býr við ákveðnar skorður sem ríkið setur. Þak er á hámarks kvótaeign félaga sem hefur takmarkandi áhrif á hagræðingarmöguleika innan greinarinnar.²⁹

Bein erlend eignaraðild er bönnuð í íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum sem kemur í veg fyrir að hægt sé að sækja erlent hlutfé inn í greinina nema að mjög takmörkuðu leyti.³⁰

Félögin hafa þrátt fyrir þetta aðgang að erlendu lánsfé og hafa þau nýtt sér þann möguleika að taka erlend lán á hagstæðari vöxtum en innlend. Á móti hagstæðari vöxtum kemur gengisáhætta sem félögin geta lágmarkað með gengisvörnum eins og framvirkum samningum (futures contract) og vilnunum (options).

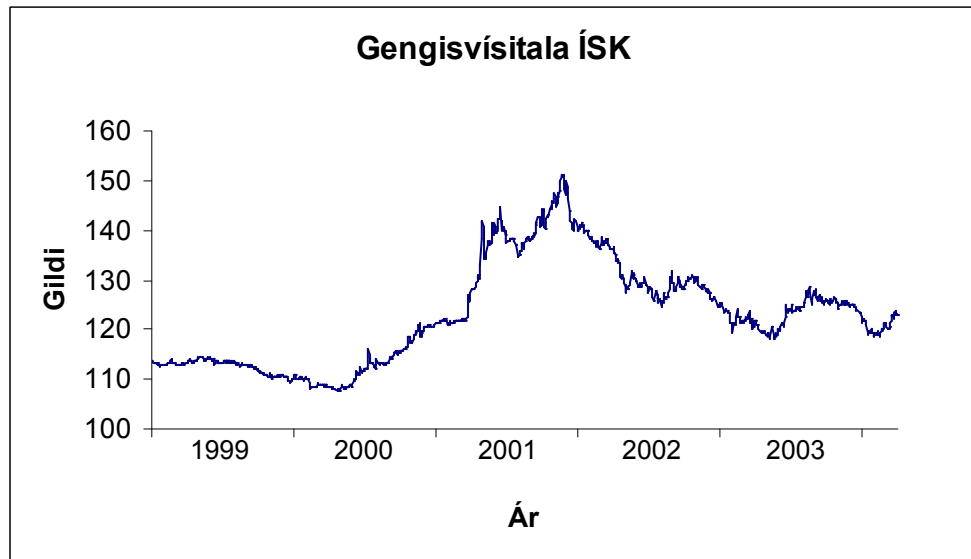
Nokkur pólitísk áhætta fylgir greininni og þá sérstaklega hvað varðar framtíð fiskveiðistjórnunarkerfisins sem núna er notað á Íslandi. Umræða um auðlindagjald hefur verið mikil auk þess er rætt um afskriftaleið á veiðiheimildum en breytingar í þessa átt geta haft mikil áhrif á atvinnugreinina.

Sjávarútvegsfyrirtæki hafa mestan hluta tekna sinna í erlendri mynt og eru því mjög háð gengi krónunnar hverju sinni. Þegar íslenska krónan er veik leiðir það til hærri tekna fyrirtækjanna í íslenskum krónum og öfugt þegar hún er sterk eins verið hefur undanfarin misseri. Á myndinni hér á eftir má sjá þróun gengisvísitölu íslensku krónunnar frá janúar 1999 til apríl 2004.

²⁸ Verðlagsstofa skiptaverðs, 2004.

²⁹ Lög um stjórnun fiskveiða, 1990.

³⁰ Lög um fjárfestingu erlendra aðila í atvinnurekstri, 1991.



Mynd 2: Gengisvísitala íslensku krónunnar frá janúar 1999 til apríl 2004.³¹

Gengisvísitala íslensku krónunnar mælir verðgildi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónunni. Þegar vísitalan hækkar er verð erlendra gjaldmiðla að hækka í krónum talið. Hækkun vísitölunnar jafngildir því lækkun á gengi íslensku krónunnar. Þegar vísitalan lækkar er gengi krónunnar hins vegar að hækka. Vísitalan er samsett úr myntum þeirra þjóða sem Íslendingar eiga mest viðskipti við.³²

Á myndinni hér á undan sést að gengi krónunnar var nokkuð stöðugt árið 1999 fram á mitt ár 2000 en þá tók hún að veikjast og var mjög veik á seinnihluta ársins 2001. Síðan þá hefur hún verið að styrkjast með frávikum þó.

³¹ Seðlabanki Íslands, 2004.

³² KB banki hf., 2004.

5 Fyrirtækin

Félögin sem skoðuð voru eru átta talsins eins og áður hefur komið fram. Við val á fyrirtækjum var horft til stærðar þeirra og að þau séu, eða hafi verið á markaði svo upplýsingar um þau séu aðgengilegri. Úr varð að valin voru átta verðmætustu félögin á markaði Kauphallar Íslands hf. og er þeim lýst stuttlega hér á eftir. Útgerðarfélag Akureyringa hf. er þó ekki á markaði en var haft með þar sem félagið er mjög stórt og upplýsingar um það voru aðgengilegar. Allar upplýsingar um aflaheimildir miðast við úthlutun heimilda á fiskveiðiárinu 2003/04. Úthlutunin er breytileg milli ára og því breytast magntölur eftir því en hlutdeild í afla helst eins nema félögin hafi átt viðskipti með aflaheimildir á milli ára og eða breyting hafi orðið á þorskígildisstuðlum.

5.1 Samherji hf.

Fyrirtækið Samherji hf. var stofnað í Grindavík árið 1972 en 1983 kaupa nýir aðilar fyrirtækið og flytja aðsetur þess til Akureyrar. Samherji hf. hefur keypt önnur sjávarútvegsfyrirtæki eða hlut í þeim í gegnum tíðina og er með mjög fjölpætta starfsemi. Félagið á einnig eignarhlut í sjávarútvegsfyrirtækjum erlendis. Onward Fishing Company Ltd. er í Bretlandi og 100% í eigu Samherja hf.; félagið er útgerðarfyrirtæki með aflaheimildir við Skotland, Noreg, Svalbarða og í Norðursjó. Samherji hf. á 50% hlut í Seagold Ltd. sem er söluþyrirtæki í Bretlandi. Þá á Samherji hf. minni hluti í öðrum félögum, 30-35%, í Færeyjum og Þýskalandi.³³

Félagið hefur yfir að ráða 8% af aflaúthlutun innan landhelgi fiskveiðiárið 2003/04 í þorskígildum. Veiðiheimildir félagsins nema 13.670 tonnum í þorski, 4.957 tonnum í karfa, 2.988 tonnum í grálúðu og 2.200 tonnum í rækju. Einnig ræður félagið yfir 15.859 lestum af síld og 38.752 lestum af

³³ Samherji hf., 2004.

loðnu auk minni veiðiheimilda í öðrum tegundum eins og ýsu, ufsa og fleirum.³⁴

Utan landhelgi hefur Samherji hf. kvóta í úthafskarfa fyrir 6.727 tonnum, síld fyrir 9.508 tonnum, rækju fyrir 1.733 tonnum, kolmunna fyrir 49.426 tonnum og þorskheimildir fyrir 744 tonn eða samtals um 68.000 tonna heimildir.³⁵

Markaðsverðmæti Samherja hf. var tæpir 16,3 milljarðar þann 14. febrúar 2004 í Kauphöll Íslands hf. og er því langstærsta sjávarútvegsfyrirtækið á Íslandi.³⁶

5.2 Grandi hf.

Sjávarútvegsfyrirtækið Grandi hf. var stofnað árið 1985 með samruna Bæjarútgerðar Reykjavíkur og Ísbjarnarins en Hraðfrystistöðin í Reykjavík sameinaðist svo inn í Granda hf. 1990. Grandi hf. er eitt af stærstu íslensku sjávarútvegsfyrirtækjunum; á eignarhluti í nokkrum öðrum íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum. Þá á Grandi hf. 20% hlut í Deris S.A. sem er stórt sjávarútvegsfyrirtæki í Chile.³⁷

Í janúar 2004 keypti Grandi hf. fyrirtækið Harald Böðvarsson hf. á Akranesi. Stjórnir félaganna hafa samþykkt að sameina félögin undir nafninu HB Grandi hf. frá og með 1. janúar 2004. Þar sem þessi breyting verður eftir það tímabil sem verið er að skoða hér hefur hún ekki áhrif á þetta verkefni.

Veiðiheimildir Granda hf. eru einungis í botnsjávartegundum og ráða þeir yfir 4,2% heildarkvótans í þorskígildum. Hefur félagið 3.489 tonna þorskkvóta, 10.380 tonn af karfa og 1.277 tonn af grálúðu. Grandi hf. hefur líka heimildir í ufsa, ýsu og fleiri tegundum.³⁸

³⁴ Fiskistofa, 2004, b.

³⁵ Samherji hf., 2004.

³⁶ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

³⁷ Grandi hf., 2004.

³⁸ Fiskistofa, 2004, b.

Félaginu var jafnframt á árinu 2003 úthlutað aflaheimildum sem námu 218 tonnum af þorski í norskri lögsögu og 136 tonnum í rússneskri lögsögu.³⁹

Miðað við gengi á markaði þann 14. febrúar 2004 var verðmæti fyrirtækisins tæpir 10 milljarðar.⁴⁰

5.3 Útgerðarfélag Akureyringa hf.

Útgerðarfélag Akureyringa hf. (ÚA) er stofnað 1945 og hefur einbeitt sér að botnsjávarfiskvinnslu auk þess að vera í rækjuvinnslu. Heildarkvótaeign ÚA er 5,1% af þorskígildaúthlutun. Af því er 9.496 tonn af þorski, 4.753 tonn af karfa og 2.027 tonn af grálúðu. Í viðbót við þetta hefur ÚA yfir að ráða 1.328 tonna heimildum í rækju auk annarra eins og ýsu, ufsa og fleiri.⁴¹

Að auki ræður ÚA yfir um 700 tonna rækjukvóta á Flæmingjagrunni. ÚA hefur ekki verið skráð á markaði í nokkur ár en í janúar 2004 var það selt í heild sinni til nýrra aðila á 9 milljarða króna.⁴²

5.4 Þorbjörn Fiskanes hf.

Þorbjörn hf. var stofnað 1953 og Fiskanes hf. 1965 en þessi tvö félög auk Valdimars hf. voru sameinuð árið 2000 undir nafninu Þorbjörn Fiskanes hf. (ÞF).⁴³

Fyrirtækið hefur yfir að ráða aflaheimildum í flestum tegundum; 8.369 tonnum í þorski, 2.926 tonnum í karfa og 1.733 tonnum í grálúðu. Þá ræður félagið yfir 1.042 tonna heimildum í rækju, 3.661 lestum af síld og 10.667 lestum af loðnu auk annarra tegunda. Fiskveiðiheimildir þeirra eru 5,2% af heildarúthlutun í þorskígildum. Í viðbót við þessar veiðiheimildir hefur félagið heimildir í norsk-íslenska síldarstofninum.⁴⁴

³⁹ Grandi hf., 2004.

⁴⁰ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

⁴¹ Fiskistofa, 2004, b og Útgerðarfélag Akureyringa hf., 2004.

⁴² Útgerðarfélag Akureyringa hf., 2004.

⁴³ Þorbjörn Fiskanes hf., 2004.

⁴⁴ Fiskistofa, 2004, b.

Markaðsverðmæti ÞF þann 14. febrúar 2004 var rétt tæpir 6,4 milljarðar króna.⁴⁵

5.5 Síldarvinnslan hf.

Síldarvinnslan hf. var stofnuð 1957 og einbeitti sér í upphafi að vinnslu á uppsjávartegundum en 1965 hófst einnig vinnsla á bolfiski. Félagið á eignarhlut í öðrum sjávarútvegsfyrirtækjum og er eitt þeirra erlent. East Greenland Codfish AS. er í 25% eigu Síldarvinnslunnar hf. og gerir út nótaskip og hefur til umráða um þriðjung grænlenka loðnukvótans.⁴⁶

Síldarvinnslan hf. hefur yfir að ráða 2,4% þorskígilda af heildaraflaheimildum innan landhelginnar og eru með næst mestu veiðiheimildirnar af uppsjávartegundum auk þess að hafa rækjuheimildir. Félagið ræður yfir 3.211 tonna kvóta af þorski, 914 tonnum af karfa og 620 tonnum af grálúðu. Af síldarkvóta hafa þeir 9.758 lestir og 31.993 lestir af loðnu heimildum.⁴⁷

Samstæðan hefur einnig veiðiheimildir í kolmunna sem nema um 137.959 tonnum auk 16.391 tonna í norsk-íslenska síldarstofninum. Í heimildum utan lögsögunnar hefur félagið yfir að ráða 1.585 tonnum af úthafskarfa og um 4,37% af botnfiskheimildum íslenskra fiskiskipa í norskri og rússneskri lögsögu.⁴⁸

Verðmæti Síldarvinnslunnar hf. í Kauphöll Íslands hf. þann 14. febrúar 2004 var rúmir 6,2 milljarðar.⁴⁹

5.6 Vinnslustöðin hf.

Vinnslustöðin hf. var stofnuð árið 1946 í Vestmannaeyjum og er útgerðar- og fiskvinnslufyrirtæki með fjölbreytilegan rekstur. Félagið stundar vinnslu

⁴⁵ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

⁴⁶ Síldarvinnslan hf., 2004.

⁴⁷ Fiskistofa, 2004, b.

⁴⁸ Síldarvinnslan hf., 2004.

⁴⁹ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

á saltfiski og humri auk frystingu á bolfiski og uppsjávarfiski. Þá rekur félagið einnig fiskimjòlsverksmiðju og á hlut í nokkrum öðrum íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum.⁵⁰

Vinnslustöðin hf. hefur 3,1% veiðiheimilda í þorskígildum og er með heimildir bæði í bolfiski og uppsjávarfiski. Skiptast helstu veiðiheimildirnar þannig að 4.442 tonn eru í þorski, 3.534 tonn í karfa og 503 tonn af grálúðu. Í uppsjávartegundum hefur félagið veiðiheimildir fyrir 4.880 lestum af síld og 6.769 lestum af loðnu. Auk þessara veiðiheimilda á fyrirtækið aðeins af rækjukvóta og veiðiheimildir í öðrum tegundum eins og ýsu, ufsa og fleirum.⁵¹

Félagið á einnig heimildir í norsk-íslenska síldarstofninum fyrir samtals 7.794 tonnum, 14.059 tonnum í kolmunna, 423 tonnum í úthafskarfa og 26 tonnum af þorski í Barentshafi.⁵²

Þann 14. febrúar 2004 var markaðsverðmæti Vinnslustöðvarinnar hf. samkvæmt Kauphöllinni rúmir 5,3 milljarðar.⁵³

5.7 Þormóður rammi – Sæberg hf.

Þormóður rammi - Sæberg (ÞRS) varð til árið 1997 þegar fyrirtækin Þormóður rammi hf. og Sæberg hf. sameinuðust undir merkjum hins nýja félags. Félagið á hluti í öðrum sjávarútvegsfyrirtækjum á Íslandi og eitt í Svíþjóð. Fyrirtækið í Svíþjóð heitir Scandsea AB, það sérhæfir sig í útgerð í Rússlandi og sölu á sjávarafurðum. Þormóður rammi – Sæberg hf. á 21,6% hlut í þessu sænska félagi.⁵⁴

Fyrirtækið hefur kvóta fyrir 16.846 þorskígildistonnnum eða 4,6% af heildarafla innan íslenskrar lögsögu og eru í bolfisk- og rækjuvinnslu. Bolfiskheimildir þeirra skiptast þannig að 7.095 tonn eru í þorski, 2.813 tonn í karfa og 1.534 tonn af grálúðu auk heimilda í fleiri tegundum eins og

⁵⁰ Vinnslustöðin hf., 2004.

⁵¹ Fiskistöða, 2004, b.

⁵² Vinnslustöðin hf., 2004.

⁵³ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

ýsu, ufsa og fleirum. Þá hefur félagið einnig 2.545 tonna veiðiheimildir í rækju. Í viðbót við þessar veiðiheimildir ræður félagið yfir 3.000 tonn rækjukvóta á Flæmska hattinum, 4.103 tonnum af karfa og 699 tonnum af þorski í Barentshafi.⁵⁵

Í febrúar 2004 var fyrirtækið metið á rúma 5,1 milljarða króna í Kauphöll Íslands.⁵⁶

5.8 Hraðfrystihúsið Gunnvör hf.

Hraðfrystihúsið Gunnvör hf. (HG) varð til árið 1999 við sameiningu nokkurra fyrirtækja á Ísafirði, Hnífsdal og Súðavík. HG á eignarhluti í öðrum sjávarútvegsfyrirtækjum en flest þeirra eru lítil og staðsett á Vestfjörðum.⁵⁷

HG er í vinnslu á bolfiski og rækju auk þess að eiga kvóta í síld. Fyrirtækið ræður yfir 3,3% af þorskígildakvóta. Samanstendur hann af 5.362 tonna kvóta af þorski, 686 tonnum af karfa og 1.807 tonnum af grálúðu. Þá hefur félagið 2.379 tonna heimildir í rækju og 1.220 lesta heimildir í síld auk annarra tegunda. Utan landhelginnar ræður HG yfir 738 tonna rækjuheimildum á Flæmingjagrunni og 268 tonnum af þorski í Barentshafi auk 782 tonna heimilda í úthafskarfa á Reykjanes hrygg.⁵⁸

Einnig fékk félagið úthlutað í upphafi árs 2003 717 þorskígildistonnum af rækju á Flæmingjagrunni og 268 tonnum af þorski í Barentshafi.

Í Kauphöll Íslands var fyrirtækið metið á 4,3 milljarða króna þann 14. febrúar 2004.⁵⁹

⁵⁴ Kauphöll Íslands hf., 2004, b.

⁵⁵ Fiskistofa, 2004, b og Þormóður rammi - Sæberg hf., 2004.

⁵⁶ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

⁵⁷ Hraðfrystihúsið Gunnvör hf., 2004.

⁵⁸ Fiskistofa, 2004, b og Hraðfrystihúsið Gunnvör hf., 2004.

⁵⁹ Kauphöll Íslands hf., 2004, a.

6 Könnun

Farið verður í gegnum þær aðferðir sem notaðar voru, fjallað er um hvert fyrirtæki fyrir sig og svo félögin átta skoðuð sem ein heild. Í viðauka má sjá nánara yfirlit yfir niðurstöður á útreikningum fyrir öll árin sem skoðuð voru hjá hverju félagi. Einnig er í viðauka tafla með helstu upplýsingum úr ársreikningum fyrirtækjanna sem skoðuð voru.

6.1 Markmið

Markmið könnunarinnar er að athuga arðsemi þeirra átta sjávarútvegsfyrirækja og nota þær niðurstöður til að alhæfa um arðsemi íslensks sjávarútvegs í heild sinni.

6.2 Forsendur útreikninga

Til þess að reikna út WACC og ávöxtunarkröfuna voru nokkrar forsendur gefnar. Markaðsálag var fengið með því að kanna breytingar í ICEX-15 vísitölunni frá desember 1992 til desember 2003 og draga frá henni áhættulausa vexti á hverju ári. Sem áhættulausa vexti var notast við upplýsingar frá Seðlabanka Íslands um óverðtryggða vexti á þriggja mánaða ríkisvixlum.

Þegar WACC var reiknað var notast við vegið meðaltal eigin fjár félaganna átta sem skoðuð voru. Þá voru vextir á lánsfé ákveðnir 8% á ári fyrir tímabilið í heild sinni þrátt fyrir að þeir séu almennt að breytast á milli tímabila. Ástæðan fyrir því að þetta er gert svona er sú að lán eru tekin til lengri tíma og vaxtakostnaður jafnast því út yfir lengri tíma. Þá eru öll félögin með hluta sinna lána í erlendri mynt og bera lægri vexti, en gengisáhættan er töluverð og getur leitt til þess að kostnaður á lánsfé hækkar.

6.3 Aðferðir

Í fyrstu eru upplýsingar úr ársreikningum þeirra átta félaga sem hér eru til athugunar notaðar til að skoða hvernig eignir og tekjur félaganna hafa þróast. Með þessu er hægt að sjá hvort tekjur hafa aukist eða minnkað í takt við breytta stöðu efnahagsreiknings félaganna.

Úr ársreikningunum er hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnslið (EBITDA) kannaður en með því er hægt að sjá hvernig hagnaðurinn þróast án áhrifa frá afskriftum, fjármagnsliðum og sköttum. Með því sést hvort auknar eignir skila sér í meiri hagnaði óháð hvernig eignaaukningin er fjármögnuð. Þá er hægt að sjá framlegð rekstrarins fyrir afskriftir, fjármagnsliði og skatta með því að finna hlutfall milli EBITDA og eigna.

Arðsemi eigin fjár er reiknað til að sjá ávöxtun hluthafa og reiknuð er meðalávöxtun yfir það tímabil sem er til athugunar.

Þá er vísitala sjávarútvegs í Kauphöll Íslands hf. skoðuð til að sjá þróun á gengi hlutabréfa á þeim árum sem hér eru til athugunar. Til samanburðar er úrvalsvísitala Kauphallarinnar ICEX-15 einnig skoðuð.

Úrvalsvísitalan mælir breytingar á gengi 15 stærstu fyrirtækja á Aðallista Kauphallar Íslands. Valin eru 20 fyrirtæki af Aðallistanum sem mest viðskipti hafa verið með síðastliðna 12 mánuði. Af þeim eru valin 15 stærstu félögin miðað við markaðsvirði og mynda þau Úrvalsvísitöluna hverju sinni.⁶⁰

Ávöxtunarkrafa sjávarútvegsins var fundin og í framhaldi af því WACC reiknað. WACC er svo notað til að bera saman við hlutfallið milli EBITDA framlegð félaganna og heildarvirði þeirra (EV). Með þessu er hægt að sjá hvort félögin og þar af leiðandi atvinnugreinin sé að standa undir væntingum fjárfesta miðað við þær forsendur sem gefnar eru hér.

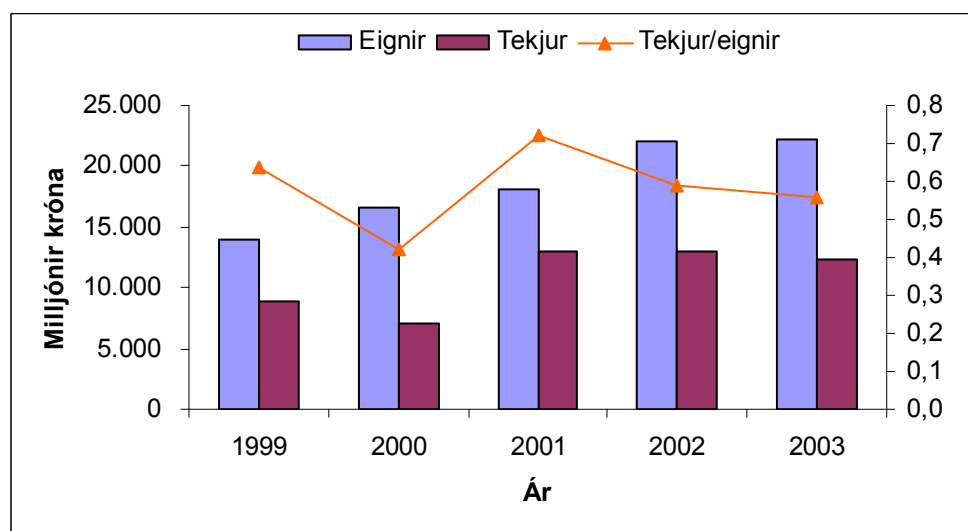
⁶⁰ KB banki hf., 2004.

6.4 Útkoma útreikninga

Hér verða útreikningar hvers fyrirtækis skoðaðir fyrir sig og í lok kaflans verður svo farið yfir útkomuna þegar niðurstöður hvers félags fyrir sig eru settar saman í eina heild til þess að átta sig á sjávarútveginum í heild sinni.

6.4.1 Samherji hf

Við athugun á Samherja hf. kom í ljós að eignir félagsins hafa verið að aukast; frá árinu 1999 til ársins 2003 hafa eignir félagsins aukist um 60%. Árið 2000 sameinuðust BGB-Snæfell hf og G30 félagið inni Samherja hf. og skýrir það hækkunina á efnahagsreikningi félagsins árið 2000. Sú eignaaugning sem varð árið 2001 er rakin til hækkunar á viðskiptakröfum og öðrum skammtímakröfum eða 1,1 milljarður af 1,5 milljarða hækkun. Eignaaugningin á árinu 2002 var tæpir fjórir milljarðar. Skipastóll hækkaði um milljarð, eignarhlutir í öðrum félögum um tvo og hálfan milljarð og birgðir eldisfisks um þrjúhundruð milljónir. Á sama tímabili hafa tekjur Samherja hf. aukist um 40% sem þýðir að hver króna sem bundin var í eignum var að skila um 0,64 krónum í tekjur árið 1999. Fimm árum seinna eða árið 2003 var hver króna að skila 0,56 krónum í tekjur. Á mynd 3 hér á eftir má sjá þróunina yfir allt tímabilið betur.



Mynd 3: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Samherja hf.

Hagnaður Samherja hf. fyrir fjármagnsliði og afskriftir (EBITDA) hefur breyst mikið á tímabilinu sem skoðað var. EBITDA framlegðin var 14,3% árið 1999 og 18,2% árið 2003. Framlegðin var hæst árið 2001 en þá var hún tæp 27%.

Arðsemi eigin fjár Samherja hf. hefur lagast á tímabilinu; var 4,3% 1999 en komin í 11,9% árið 2003. Yfir þetta tímabil er meðalarðsemi eigin fjár um 14,1% en arðsemi hefur sveiflast nokkuð á tímabilinu. Heildararðsemi, það er þegar litið er til eigna, var 0,7% árið 1999 en var komin í 5,5% árið 2003. Arðsemi heildareigna (ROA) hefur hækkað úr 1,4% í 4,8% ár árunum 1999 til 2003.

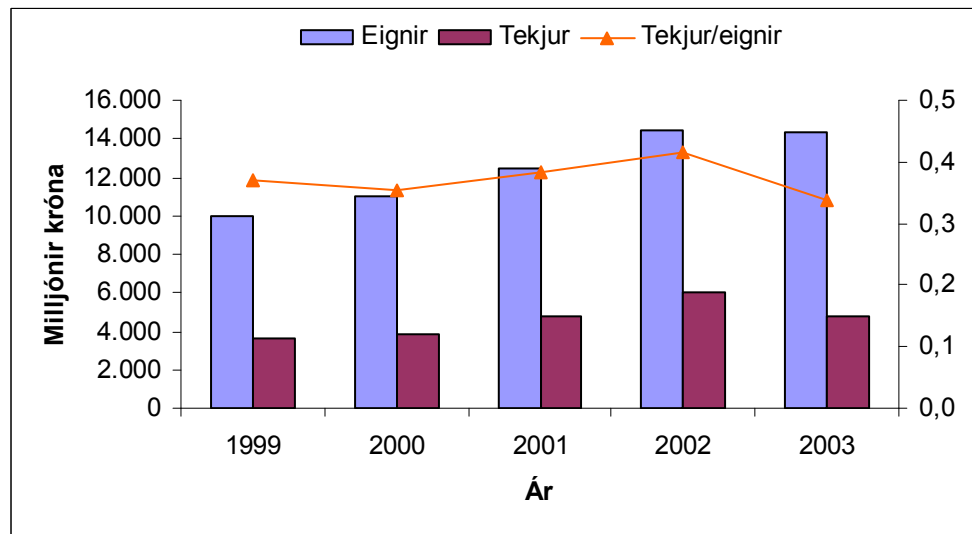
Eiginfjárhlutfall félagsins hækkaði úr rúmum 33% í rúm 40% á tímabilinu sem hér er til skoðunar. Þá hefur hagnaðarhlutfallið (ROS) hækkað úr 1% í 9,8% á sama tímabili.

6.4.2 Grandi hf.

Eignaaukning hjá Granda hf. var um 40% á árunum 1999 til 2003 en á sama tíma hafa tekjur félagsins aukist um 30% sem gefur til kynna að eignirnar séu ekki að skila eins miklu og ætla mætti. Þegar þetta er betur skoðað kemur í ljós að hver króna í eignum var að skila 0,37 krónum í tekjur árið 1999 en 2003 hefur þetta hlutfall lækkað í 0,34.

Árið 2000 hækkaði efnahagsreikningur Granda hf um rúman milljarð, stærstu liðirnir voru 500 milljóna hækkun á skipastóli, tæplega 300 milljóna hækkun á viðskiptakröfum og 200 milljóna hækkun á hlutum í öðrum félögum. Á árinu 2001 hækkuðu eignir félagsins um rúm 12% eð tæpa 1,4 milljarða. Stærstu liðirnir í þessari hækkun voru um 750 milljóna hækkun á viðskiptakröfum og öðrum skammtímakröfum og 600 milljóna hækkun á eignarhluti í öðrum félögum. Aukning eigna árið 2002 var tæpir tveir milljarðar og voru kaup á hlutum í öðrum félögum uppá 1,5 milljarð stærsti liðurinn í þeirri hækkun. Aflaheimildir hækkuðu líka um rúmar 800 milljónir en félagið keypti togarann Venus HF 519 með aflaheimildum og nam kaupverðið samtals 1.621 milljónum króna. Milli árunna 2002 og 2003

var lítil breyting á eignum Granda hf. Á mynd númer 4 hér á eftir má sjá þróun eigna og tekna betur yfir árin 1999 til 2003.



Mynd 4: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Granda hf.

EBITDA framlegð hjá Granda hf. var hæst á tímabilinu 30% og var það árið 2001 en hún var 23,5% árið 1999 en hafði lækkað í 17,8% árið 2003 sem er sú lægsta af þeim árum sem hér voru skoðuð.

Arðsemi eigin fjár félagsins hefur versnað á tímabilinu en hún var góð á árinu 1999 eða 17,4%, árið 2003 var arðsemin búin að lækka í 13,2%. Yfir þetta tímabil er meðal arðsemi eigin fjár um 14,0% sem er sambærileg arðsemi og Samherji hf. var með á sama tímabili. Heildararðsemi (BEP), var 8,0% árið 1999 en hafði lækkað í 6,0% árið 2003. Arðsemi heildareigna (ROA) hefur lækkað úr 7,1% í 5,3% á tímabilinu.

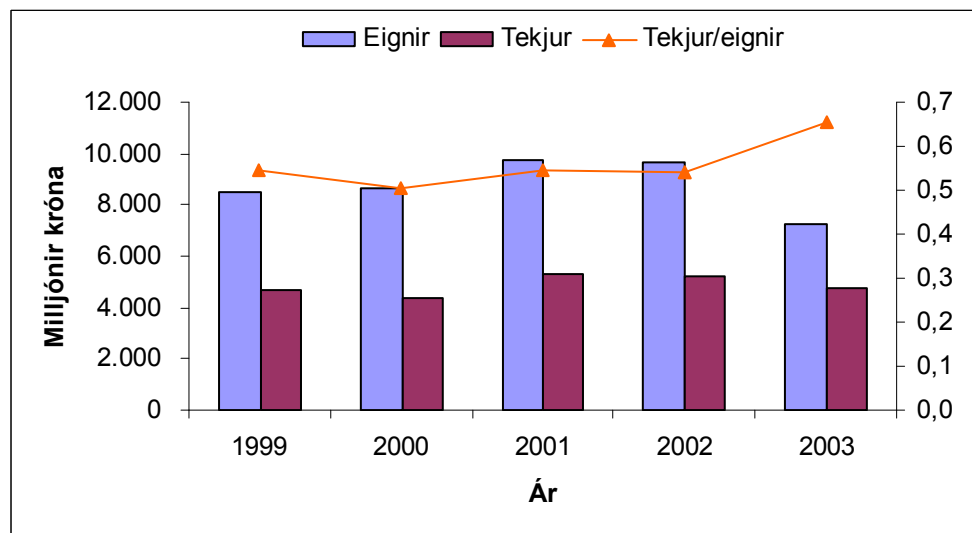
Eiginfjárhlutfall félagsins hefur sveiflast aðeins en árið 2003 var það eins og 1999, 41%. Þá hefur hagnaðarhlutfallið (ROS) lækkað úr 21,8% í 17,9%. Þetta hagnaðarhlutfall er það hæsta af þeim átta félögum sem hér eru til skoðunar.

6.4.3 Þormóður rammi – Sæberg hf.

Þegar þróun eigna og tekna hjá Þormóði ramma - Sæberg hf. (ÞRS) eru skoðaðar kemur í ljós að eignir félagsins hafa minnkað um 14,5%, frá árinu 1999 til ársins 2003 en tekjur aukist um rétt rúm 2%. Þó eignir hafi

minnkað á tímabilinu í heild voru aðalbreytingarnar á árunum 2001 og 2003. Árið 2001 sameinuðust félögin Jóhannes ehf., Þormóðsberg ehf. og Hólshyrna ehf. Þormóði ramma - Sæbergi hf. Þessi sameining og fleira leiddi til 13% hækkunar á efnahagsreikningi félagsins það árið. 25% lækkun varð á efnahagsreikningi félagsins milli ára 2002 og 2003. Sala félagsins á öllum eignarhlut sínum í Sölumiðstöð hraðfrystihúsanna hf. uppá tæpa tvo milljarða er stærsti einstaki liðurinn í þeirri 2,4 milljarða eignaminnkun sem varð milli ára 2002 og 2003.

Ef skoðað er hvað hver króna í eignum er að skila í tekjur á árunum 1999 til 2003 sést að hækkun hefur orðið á því; farið úr 0,55 kr. í 0,66 kr.. Á mynd 5 hér á eftir sést þessi þróun betur.



Mynd 5: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá ÞRS hf.

Hagnaður ÞRS fyrir fjármagnsliði, afskriftir og skatta (EBITDA) hefur sveiflast á nokkuð á tímabilinu en þegar framlegðarhlutfallið er skoðað sést að það hefur verið nokkuð stöðugt. Árið 1999 var það 20,3% lækkaði aðeins árið 2000 en hækkaði svo árin 2001 og 2002, árið 2003 var það komið í 19%.

Arðsemi eigin fjár félagsins hefir breyst mikið á árunum 1999 til 2003; var 15,6% í upphafi, fór niður í -23,7% árið 2000 og komið í 18,2% árið 2003. Meðal arðsemi eigin fjár var 9,2% yfir allt tímabilið. Heildararðsemi BEP hækkaði úr 5,6% í 7,9% ár árunum 1999 til 2003 en líkt og arðsemi eigin fjár rokkaði hún líka töluvert. Arðsemi heildareigna (ROA) var sú sama og

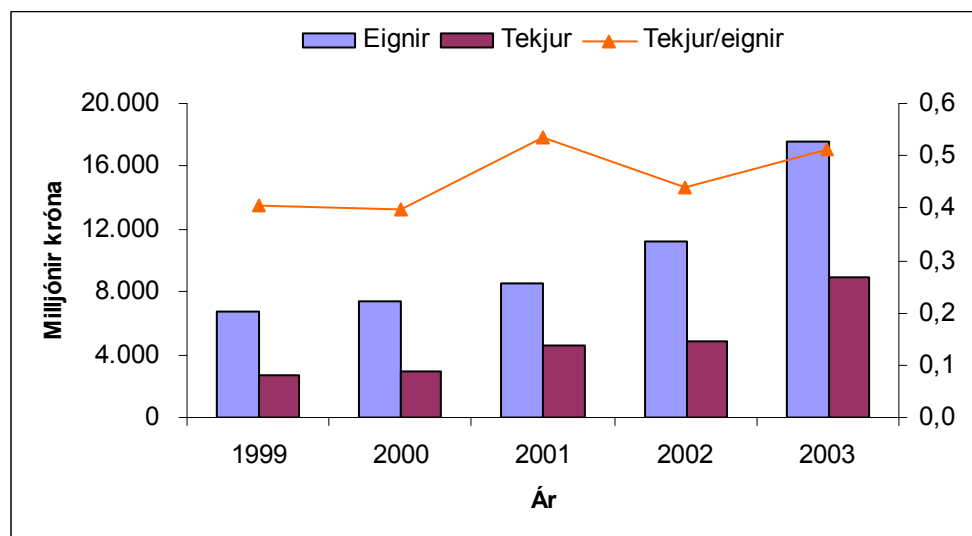
heildararðsemin árið 1999 því félagið átt uppsafnað tap til að nýta á móti hagnaðinum árið 1999, en var komin í 6,9% árið 2003.

Eiginfjárhlutfall félagsins hækkaði úr tæpum 36% í tæp 38% en það hafði þó farið niður í 22% árið 2001. Hagnaðarhlutfallið hækkaði úr 10,2% í 12,1%, líkt og hjá öllum hinum fyrirtækjunum var þetta hlutfall þó mjög hátt árið 2002 en þá var það um 25% hjá ÞRS.

6.4.4 Síldarvinnslan hf.

Eignirnar hjá Síldarvinnslunni hf. hafa vaxið um 66% frá 1999 til 2002 en 161% á tímabilinu 1999 til 2003. Stærsti hluti eignaaukningarinnar er vegna samruna við önnur félög á tímabilinu og kaupa á aflaheimildum. Árið 2001 sameinaðist Skipaklettur hf. félaginu auk þess sem keyptar voru aflaheimildir. Barðsnes ehf. og tvö önnur minni félög sameinuðust svo Síldarvinnslunni hf. árið 2002. Árið 2003 sameinaðist SR-mjöl hf. Síldarvinnslunni hf., og leiddi það til hækkunar á eignum og einnig jukust tekjur félagsins töluvert það árið. Tekjurnar hafa vaxið á móti þessari eignaaukningu um 80% til ársins 2002 en 230% til 2003.

Árið 1999 var hver króna í eignum að skila 0,4 í tekjur, 2002 var þetta búið að hækka í 0,44 krónur í tekjur fyrir hverja krónu sem bundin var í eignum. Eftir sameininguna við SR-mjöl hf. var hver króna í eignum að skila 0,51 krónu í tekjur sem er jákvætt. Á mynd 6 hér á eftir er þessi þróun eigna og tekna á árunum 1999 til 2003 sýnd betur.



Mynd 6: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Síldarvinnslunni hf.

Árið 1999 var EBITDA framlegðin 12,6% og hefur farið batnandi á tímabilinu þó hún hafi sveiflast nokkuð, framlegðin var 22% árið 2003.

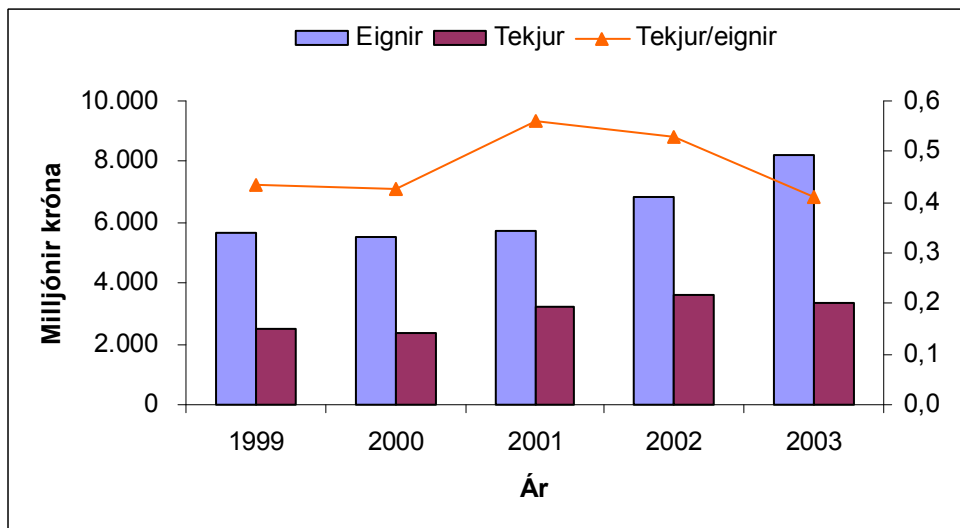
Arðsemi eigin fjár félagsins hefir verið frekar slök frá árinu 1999 að 2002 undanskildu en það ár var arðsemin 37,1%. Meðalarðsemi eigin fjár var aðeins 5,4% á þessum fimm árum sem skoðuð eru hér. Heildararðsemi BEP hækkaði úr 0,7% í 2,4% ár árunum 1999 til 2003 en arðsemi heildareigna (ROA) hækkaði úr 0,4% árið 1999 í 2,4% 2003.

Eiginfjárlutfall félagsins lækkaði úr 42,4% í 27,3% og skýrist það helst á því að mikið tap var á árinu 2000 auk þess var líka tap árið 2001.

Hagnaðarhlutfallið hækkaði úr 1,7% í 7,3%. Líkt og hjá öllum hinum fyrirtækjunum var þetta hlutfall þó mjög hátt árið 2002 en þá var það um 23,9% hjá Síldarvinnslunni hf.

6.4.5 Vinnslustöðin hf.

Árin 1999 til 2001 var lítil eignaaukning hjá Vinnslustöðinni hf. en 2002 og 2003 var aukning á eignum þeirra og er hún rakin til sameiningar við Jón Erlingsson ehf. og Úndínu ehf. árið 2002 og einnig við Ísleif ehf. árið 2003. Yfir allt tímabilið hafa eignir félagsins vaxið um 45% á meðan tekjurnar hafa aukist um 36%. Þetta þýðir að hver króna sem bundin var í eignum 1999 var þá að skila 0,44 krónum í tekjur en árið 2003 var hver króna að skila 0,41 krónu í tekjur. Árið 2001 voru tekjur á móti eignum mjög góðar hjá félaginu eða 0,61 króna í tekjur fyrir hverja krónu í eignum.



Mynd 7: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Vinnslustöðinni hf.

EBITDA framlegð Vinnslustöðvarinnar hf hefur lagast mikið á tímabilinu, var 4,2% árið 1999 en 30% árið 2003,

Á tímabilinu sem hér er til skoðunar hefur arðsemi eigin fjár

Vinnslustöðvarinnar hf. ekki verið sem best eða að meðaltali -5,9%.

Arðsemin hefur þó verið að þróast í rétta átt, var -50% árið 1999, komst í 46% árið 2002 og var 12,3% árið 2003. Heildararðsemin (BEP) var -10% 1999 en komst í 3% árið 2003, arðsemi heildareigna (ROA) batnaði úr -15% í 3% á sömu árum.

Eiginfjárhlutfall félagsins versnaði vegna taps á rekstrarárunum 1999 og 2000 en batnaði verulega á árinu 2002 og fór í 28,6% en lækkaði svo í 24,6% árið 2003.

Hagnaðarhlutfallið (ROS) batnaði úr -23% í 7,4% á árunum 1999 til 2003.

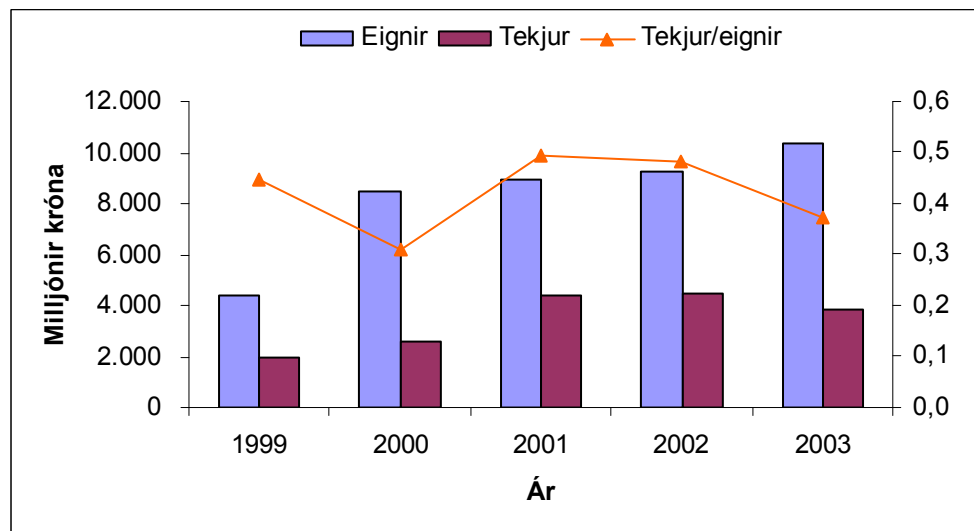
6.4.6 Þorbjörn Fiskanes hf.

Árið 2000 sameinuðust Fiskanes hf. og Valdimar hf. Þorbirni hf. og til varð félagið Þorbjörn Fiskanes. Árið 1999 hér í samanburðinum er því upplýsingar um Þorbjörn hf. en svo eru hin félögin tvö komin inn í hið nýja félag árið 2000. Þetta verður að hafa í huga þegar breytingar á rekstri og arðsemi félagsins eru skoðaðar.

Frá árinu 2000 til 2003 hafa eignir félagsins aukist um 22% en ef tímabilið frá 1999 til 2003 er skoðað er eignaukningin 134% en þá kemur sameiningin árið 2000 inn í. Á árunum 2000 til 2002 var lítil breyting á eignum félagsins en á milli áruna 2002 og 2003 hækkuðu eignir Þorbjörns Fiskaness hf. um 11% eða rúman milljarð. Þessi hækkun er einna helst vegna kaupa félagsins á aflaheimildum fyrir um 900 milljónir.

Á tímabilinu 1999 til 2003 hafa tekjurnar aukist um 95% en ef skoðað er tímabilið 2000 til 2003 hefur tekjuaukningin orðið 47% á meðan eignaukningin var 22% á sama tímabili.

Hver króna í eignum var að skila 0,45 krónum í tekjur árið 1999 en eftir sameininguna 2000 var hver króna í eignum að skila 0,31 krónu í tekjur. Þá var hver króna í eignum árið 2003 að skila 0,37 krónum í tekjur. Þetta má sjá betur á myndi átta hér á eftir.



Mynd 8: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá Þorbirni Fiskaness hf.

EBITDA framlegð var 24% árið 1999 en árið 2003 var hún 21%, árið 2002 hafði framlegðin verið tæp 27% svo framlegðin hefur versnað á árinu 2003. Á tímabilinu sem hér er til skoðunar hefur arðsemi eigin fjár Þorbjörns Fiskaness hf. verið að meðaltali 14,3%. Best var hún árið 2002 eða um 35% en verst var arðsemi eigin fjár árið 2000 þegar hún var neikvæð um 5,9%. Heildararðsemin (BEP) var 5,5% 1999 og 1,9% árið 2003 en fór hæst árið 2001 þegar BEP var 11,3%. Arðsemi heildareigna (ROA) var örlítið hærri

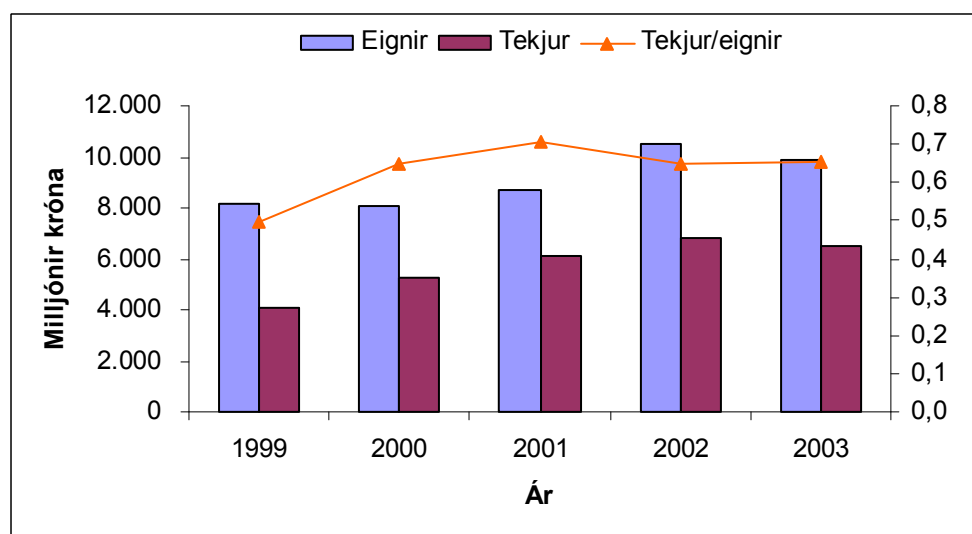
árið 2003 en árið 1999, fór úr 2,6% í 2,9% en var þó að meðaltali á tímabilinu um 4%.

Eiginfjárhlutfall hefur verið að batna; var 23% árið 1999 en lækkaði í 17,8% árið 2000 vegna taps á því ári en var komið í 29,8% árið 2003.

Hagnaðarhlutfallið (ROS) hefur sveiflast nokkuð. Fyrir sameiningu, eða árið 1999 var það 12,3%, fór í 13% árið eftir þegar öll félögin þrjú sameinuðust en var svo komið niður í 5% árið 2003 en fór hæst í 23% árið 2001.

6.4.7 Útgerðarfélag Akureyringa hf.

Á árunum 1999 til 2001 héldust eignir Útgerðarfélags Akureyringa hf. svipaðar en árið 2002 varð 21% hækkun á eignum frá árinu á undan eða tæpir tveir milljarðar. Helstu ástæður þessarar hækkunar voru fjárfestingar í skipastóli félagsins fyrir um 1,2 milljarða og kaup á hlutum í öðrum félögum fyrir um 600 milljónir. Milli áranna 2002 og 2003 varð svo um 6% eignaminnkun eða tæpar 600 milljónir; aflaheimildir voru seldar fyrir um 900 milljónir en skammtímakröfur hækkuðu. Á meðan eignir félagsins hækkuðu um 22% á tímabilinu 1999 til 2003 þá jukust tekjur ÚA um 60% Árið 1999 var hver króna í eignum að skila 0,5 krónum í tekjur en árið 2003 var þetta hlutfall komið uppi 0,65. Þróun þessa hlutfalls, tekna og eigna má sjá betur á myndinni hér á eftir og sýnir hún allt tímabilið sem var skoðað.



Mynd 9: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá ÚA hf.

EBITDA framlegð var 22% árið 1999 en árið 2003 var hún komin niður í 11,5%, hæst var framlegðin árið 2001 eða 27%.

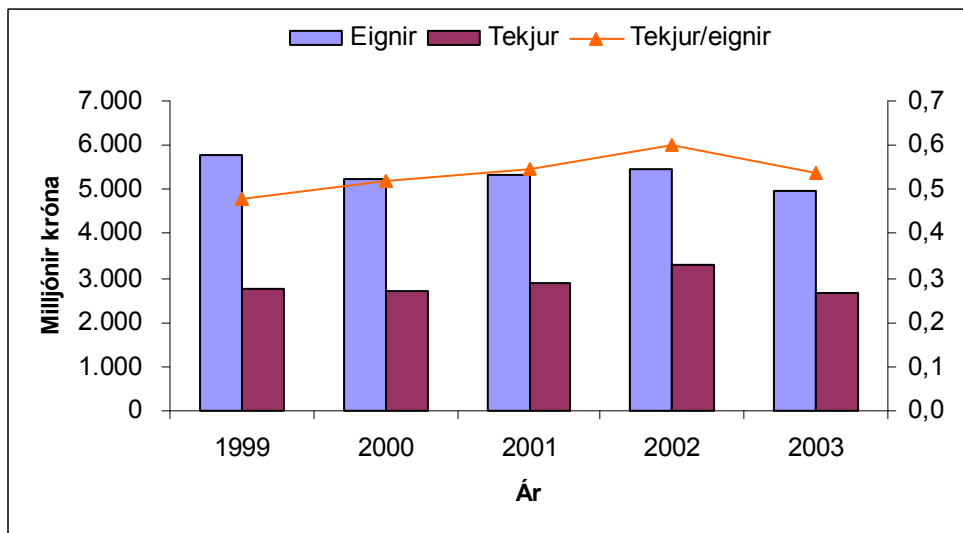
Á tímabilinu sem hér er til skoðunar hefur arðsemi eigin fjár ÚA hf. ekki verið sem best eða að meðaltali 1,4%. Arðsemin hefur sveiflast mjög á tímabilinu var verst árið 2000 og nam þá -36% en fór hæst í 39% árið 2002. Heildararðsemin (BEP) var 3% 1999, komst í 10,7% árið 2001 en var ekki nema 1% árið 2003. Arðsemi heildareigna (ROA) var 1,9% árið 1999, féll niður í -9,7% árið 2000 og fór svo hæst í 12,9% árið 2002 en árið 2003 var ROA 0,9%.

Eiginfjárlutfall félagsins var 37,4% en árið 2000 var mikið tap og lækkaði eiginfjárlutfallið niður í 27%, hlutfallið lagaðist á árinu 2002 og náðist í 33,3% þá og var svo svipað árið 2003.

Hagnaðarhlutfallið (ROS) fór úr 6% í 1,6% ár árunum 1999 til 2003 en var hæst 15% árið 2001 og lægst -1% árið 2000.

6.4.8 Hraðfrystihúsið Gunnvör hf.

Eignir hjá Hraðfrystihúsinu Gunnvör hf. hafa minnkað frá árinu 1999 til 2003 um 14 %. Milli áruna 1999 og 2000 minnkuðu eignir um 10% og var það vegna lækkunar á skammtímakröfum. Á árunum 2000 til 2002 var lítil breyting á eignum félagsins en milli 2002 og 2003 minnkuðu eignir um 500 milljónir og var sala á hlutum í öðrum félögum 450 milljónir af því. Þrátt fyrir þessa minnkun á efnahagsreikningi hafa tekjur félagsins ekki dregist saman nema um 3% á tímabilinu 1999 til 2003. Ef skoðað er hvað hver króna sem bundin var í eignum var að skila í tekjur hefur það hlutfall hækkað úr 0,48 í 0,54 á árunum 1999 til 2003. Þróun þessara hluta má sjá á mynd 10 hér á eftir.



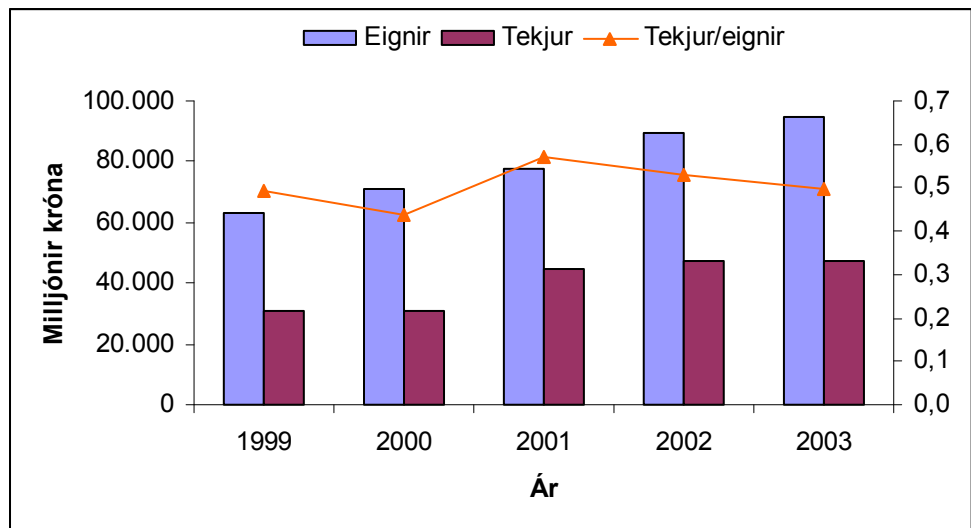
Mynd 10: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum hjá HG. hf.

Milli árana 1999 til 2003 hefur EBITDA framlegðin sveiflast nokkuð en ef upphaf og lok tímabilsins er skoðuð hefur hún lítið sem ekkert breyst. Hæst var hún árið 2001 og var þá 33% en lægst árið 1999 17,5%, árið 2003 var hún 17,8%. Að meðaltali var EBITDA framlegð HG 23,9% á þeim fimm árum sem hér er verið að skoða.

Arðsemi eigin fjár HG hefur verið að meðaltali 15% á ári á tímabilinu 1999 til 2003, lægst var hún 2% árið 2000 en fór uppí 37% árið 2002 og var 21% árið 2003. Hagnaður félagsins á árinu 2003 er að stærstum hluta til kominn vegna sölu á hlutabréfum í öðrum félögum.

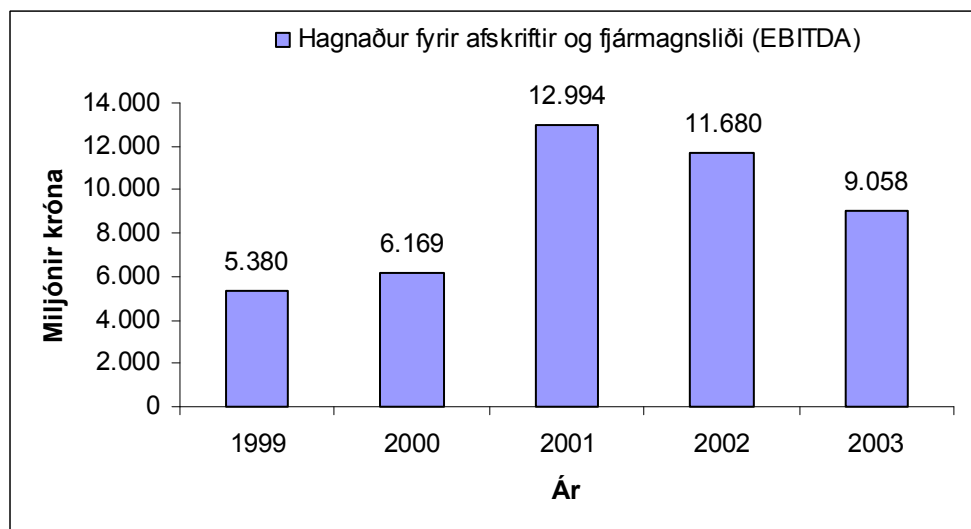
6.4.9 Öll félögin átta

Þegar þróun eigna þessara átta sjávarútvegsfyrirtækja er skoðuð sést að þær hafa verið að aukast á tímabilinu sem hér er til athugunar. Á árunum 1999 til 2002 er vöxtur efnahagsreiknings þeirra nokkuð mikill en hægir á milli árana 2002 og 2003. Í lok ársins 1999 námu bókfærðar eignir umræddra fyrirtækja rúmum 63 miljörðum króna en höfðu hækkað í tæpa 95 miljörða árið 2003, þetta er um 50% hækkun. Skýringar á þessari eignaaukningu hafa þegar komið fram í umfjöllun um hvert fyrirtæki fyrir sig. Eignaaukningin er að binda meiri fjármuni og þarf því að skila auknum arði svo fjárfestar séu sáttir.



Mynd 11: Stærð efnahagsreiknings, þróun tekna og hlutfall tekna á móti eignum félaganna átta.

Tekjur hafa aukist úr rúmum 31 milljarði 1999 í 47 milljarða 2003, eða um 52%. Þetta þýðir að árið 2003 var hver króna sem bundin var í eignum að skila 0,50 krónum í tekjur þessara sömu fyrirtækja sem er örlítið betra en var árið 1999, þá var hlutfallið 0,49. Þetta hlutfall milli tekna og eigna hefur þó sveiflast þó nokkuð eins og sjá má á mynd 11 hér á undan.



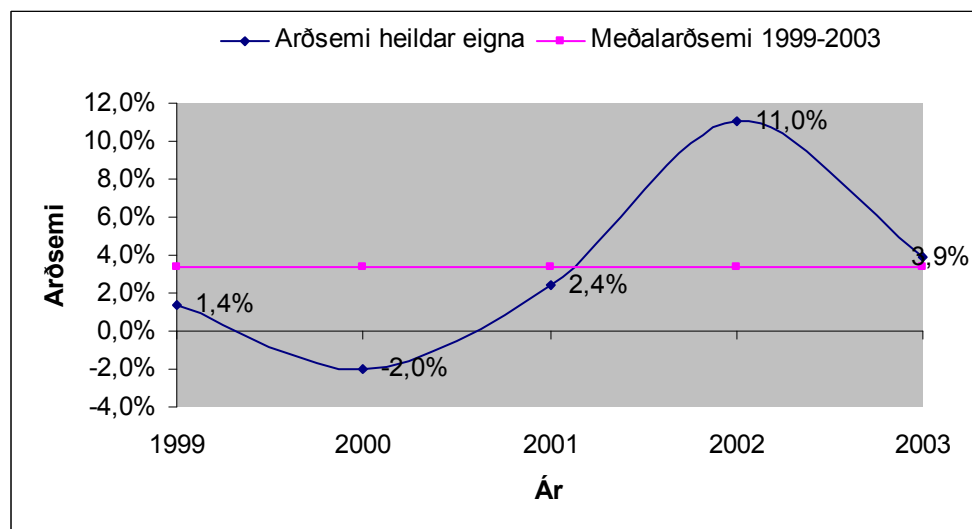
Mynd 12: Hagnaður fyrir skatta, fjármagnsliði og afskriftir (EBITDA) á árunu 1999 til 2003

Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði (EBITDA) er mikilvægur mælikvarði á hversu mikil fjármunamyndun er í fyrirtækjunum til að mæta fjárbindingu í eignum. EBITDA hefur hækkað um 68% á tímabilinu sem kannað var, árið 2003 var hagnaðurinn 9,1 milljarður. Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnslið sem hlutfall af heildareignum hækkaði úr 8,5%

árið 1999 í 16,7% árið 2001 en lækkaði svo aftur og var kominn í 9,6% árið 2003. Þetta sýnir að fjárfestingar og eignaaukning á tímabili skilar sé misvel í aukinni fjármunamyndun.

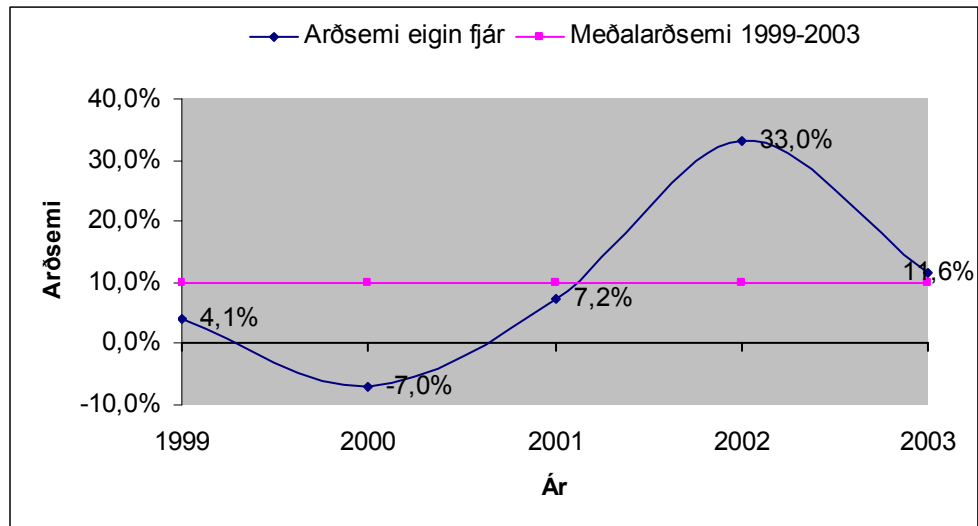
EBITDA framlegð félagana átta hefur breyst nokkuð á milli ára, var lægst 17,3% árið 1999 en hæst fór hún í 29,4% árið 2001. Árið 2003 var EBITDA framlegðin 19,1% hjá þessum átta félögum sem skoðuð voru hér.

Arðsemi heildareigna félaganna átta árið 1999 var 1,4% en árið 2003 var arðsemin komin í 3,9%. Á tímabilinu sveiflaðist hún nokkuð, þegar hún var lægst var arðsemin neikvæð um 2%, árið 2000 en hæst var hún 11%, árið 2002. Á mynd 13 hér á eftir sést þróun arðsemi heildareigna yfir tímabilið í heild auk meðalarðseminni yfir þetta tímabil.



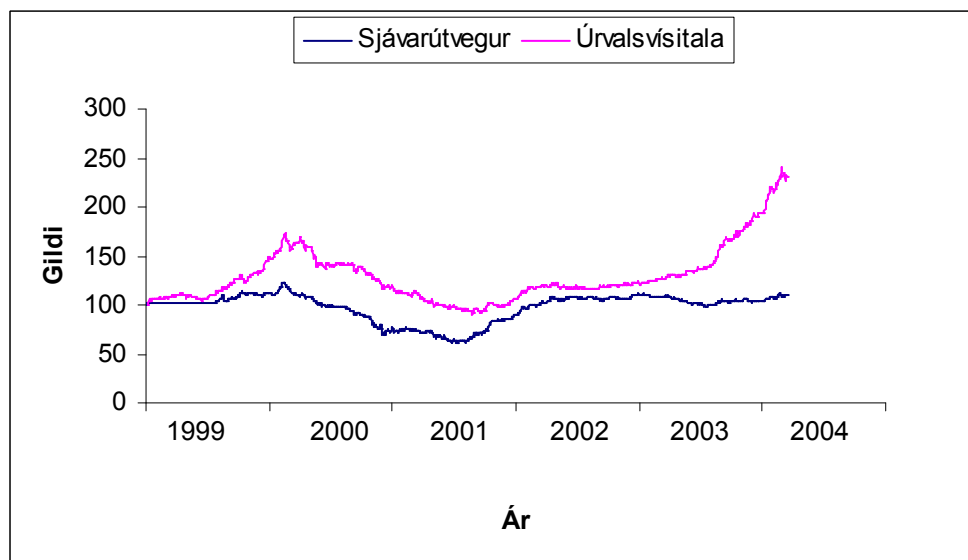
Mynd 13: Arðsemi heildareigna og meðalarðsemi yfir tímabilið 1999 til 2003 hjá félögunum átta.

Þegar arðsemi eigin fjár hjá þessum félögum er skoðuð kemur í ljós að hún hefur sveiflast mikið, var lægst -7% en fór hæst í 33% og var að meðaltali 10,1% á tímabilinu. Þróun arðsemi eigin fjár á árunum 1999 til 2003 er sýnd á mynd 14 hér á eftir.



Mynd 14: Arðsemi eigin fjár og meðalarðsemi yfir tímabilið 1999 til 2003 hjá félögunum átta.

Við könnun á úrvalsvisitölu Kauphallarinnar og vísitölu sjávarútvegs kemur í ljós að sjávarútvegsvísitalan hefur fylgt þróun úrvalsvisitölnnar nokkuð vel frá 1999 fram á byrjun árs 2003. Eftir það er þróunin allt önnur, sjávarútvegurinn nær ekki að fylgja hækkun úrvalsvisitölnnar. Þróunina má sjá á mynd 15 hér á eftir.



Mynd 15: Þróun sjávarútvegs- og úrvalsvisitölu hjá Kauphöll Íslands hf. frá janúar 1999 til mars 2004.

Ávöxtunarkröfu sjávarútvegsins og WACC á árunum 1999 til 2003 samkvæmt útreikningum og forsendum sem áður er getið um má sjá í töflu 4 hér á eftir. Notast var við vísitölu sjávarútvegs og úrvalsvisitölna í lok hvers mánaðar frá desember 1992 til mars 2004 til að finna betagildi

íslenska sjávarútvegsins. Með þessari aðferð fékkst betagildið 0,8, ávöxtunarkrafan reyndist vera frá 14,5% til 15,8% á árunum 1999 til 2003. Út frá þessu fékkst vegin meðalkostnaður fjármagns (WACC), ef verðbólgu hvers árs væri bætt við kæmi sjávarútvegurinn enn verr út.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|------|
| WACC | 8,9% | 8,5% | 8,5% | 9,4% | 9,3% |
| Vegið meðaltal (Framlegð/EV) | 6,4% | 7,4% | 14,6% | 10,9% | 9,1% |

Tafla 4: Reiknað WACC og ávöxtunarkrafa fyrir sjávarútveginn árin 1999 til 2003

EBITDA framlegð á móti markaðsvirði að viðbættum nettó skuldum félaganna er notuð til samanburðar við reiknað WACC. Með þessu sést hvort viðkomandi félög eru að standa undir eðlilegri arðsemi sem markaðurinn gerir til greinarinnar. Þessi hlutföll fyrir félögin átta má sjá í töflunni hér á eftir, einnig kemur þar fram vegið meðaltal þeirra til að meta atvinnugreinina í heild sinni. Félögum er raðað eftir hæsta meðaltalshlutfallinu yfir tímabilið 1999 til 2003.

| Ár | 1999-2003 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| HG | 10,9% | 7,0% | 11,4% | 15,3% | 12,0% | 8,7% |
| Þormóður R S | 10,8% | 8,0% | 8,5% | 14,3% | 12,7% | 10,6% |
| Samherji | 10,4% | 6,9% | 6,7% | 15,8% | 12,5% | 10,3% |
| Síldarvinnslan | 10,3% | 5,0% | 7,7% | 17,7% | 8,0% | 13,2% |
| Vinnslustöðin | 9,0% | 1,7% | 6,9% | 15,2% | 11,4% | 9,9% |
| ÚA | 8,9% | 7,3% | 7,5% | 14,2% | 9,8% | 5,8% |
| Þorbjörn Fiskaness | 8,9% | 6,7% | 5,8% | 13,9% | 10,6% | 7,2% |
| Grandi | 8,1% | 6,0% | 7,1% | 10,8% | 10,4% | 6,0% |
| Vegið meðaltal (Framlegð/EV) | 9,7% | 6,4% | 7,4% | 14,6% | 10,9% | 9,1% |

Tafla 5: EBITDA á móti heildarvirði (EV) félaganna átta á árunum 1999 til 2003.

Umræður

Rekstrarárangur fyrirtækjanna sem skoðuð voru hefur sveiflast mikið á þeim fimm árum sem skoðuð hafa verið. Ekki er annað að sjá en öll fyrirtækin taka þátt í þessum sveiflum og því má leiða líkum að því að staðan í ytra umhverfi félaganna séu stór áhrifaþáttur í árangri þeirra.

Ytri umhverfi sjávarútvegsins er sýnbreytilegt. Þættir eins og ástand fiskistofna, gengi krónunnar, heimsmarkaðsverð olíu og verð á afurðamörkuðum, hafa bein áhrif á rekstur fyrirtækja í greininni. Vegna þess hversu aðstæður í ytra umhverfi greinarinnar hafa mikil áhrif á árangurinn eykur það óvissu sem leiðir til þess að sjávarútvegurinn telst áhættu meiri. Sú pólitíska umræða sem verið hefur um fiskveiðistjórnunarkerfi Íslendinga eykur enn á óvissu í greininni og þá áhættu fjárfesta.

Áhætta leiðir til þess að fjárfestar gera hærri arðsemiskröfu, þannig að ef hægt er að minnka þessa áhættu mun það leiða til lægri ávöxtunarkröfu að öðru óbreyttu, sem gerir sjávarútveginn að vænlegri fjárfestingarkosti.

Þrátt fyrir að þættir í ytra umhverfi íslenska sjávarútvegsins hafa svo sterk áhrif á rekstrarárangur, geta stjórnendur fyrirtækja í greininni hagrætt í innra umhverfi þeirra og lágmarkað áhrif þátta í ytra umhverfi.

Nefna má þrjár megin leiðir í hagræðingu í sjávarútveginum.

- Aukning á tekjum er ein þeirra en hún getur reynst erfið. Framleiðslumagn og verð eru nokkuð fastar stærðir og þó kemur fiskeldi þarna inn sem einn möguleiki til að auka tekjur.
- Lægri fjárbinding er önnur leið; minnka skuldir með sölu eigna sem ekki skipta máli fyrir reksturinn. Í eignapróun félaganna sem skoðuð voru hér er ekki hægt að sjá með beinum hætti að félögin hafi verið að selja eignir nema í einstaka tilfellum. Þó ber að hafa í huga að sameiningar hafa verið á fyrirtækjum og því er ekki hægt að fullyrða um að ekki hafi einhverja eignir verið seldar.

- Þriðja leiðin sem nefna má er lækkun á kostnaði. Þetta ætti að vera raunhæfasti kosturinn. Lækkun á kostnaði er sá liður sem stjórnendur fyrirtækja hafa hvað mest áhrif til að stjórna frá degi til dags.

Ávöxtunarkrafa sem fjárfestar gera til fjárfestinga sinna getur verið mismunandi eftir tilgangi þeirra. Í þessu verkefni var hún reiknuð út frá aðstæðum á markaðnum í heild sinni og ákveðnum forsendum. Reyndist hún vera frá 14,5% til 15,8% á tímabilinu 1999 til 2003. Þetta gæti verið of há krafa, mismunandi er hvernig fjárfestingar eru fjármagnaðar. Þegar fjárfestir leggur sitt eigið fé til verður hann að fá einhverja áhættuþóknun í viðbót við þá ávöxtun sem hann hefði annars geta fengið á öruggum bankareikning sem dæmi. Ef aftur á móti fjárfestingin er fjármögnuð með lánsfé gæti fjárfestirinn haft ávöxtunarkröfuna bara örlítið hærri en vaxtakostnað lánsins.

Til gamans var skoðað hver ávöxtun fjárfestis sem keypt hefur í þremur vísitölum, sjávarútvegs-, úrvals- og heildarvísitölu Aðallista í upphafi ársins 1999 og selt aftur í lok ársins 2003. Ekki var litið til arðgreiðslna heldur eingöngu breytinga á vísitölunum einum og sér. Í ljós kom að sjávarútvegsvísitalan hefði skilað 0,8% ársávöxtun, úrvalsvísitalan 14,2% og heildarvísitala Aðallista 14,7%. Af þessu sést að sjávarútvegurinn hefur ekki tekið þátt í þeirri hækkun hlutabréfa sem verið hefur á íslenska hlutabréfamarkaðnum undanfarin fimm ár.

Velta má upp þeirri spurningu hvort verðmyndun sjávarútvegsfyrirtækja á íslenska hlutabréfamarkaðnum sé rétt. Við sameiningar er oft greitt fyrir með hlutabréfum í öðrum félögum og hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi er frekar lítill á alþjóðlegan mælikvaða. Þá getur valdabarátta um fyrirtæki líka haft áhrif á verðmyndun auk fleiri þátta. Þessir þættir geta leitt til óeðlilegrar verðlagningar félaga á markaði sem hefur áhrif á heildarvirði fyrirtækja (EV) sem notað var við útreikninga í þessu verkefni. Þá getur verið áhugavert að skoða arðsemi þessara sömu fyrirtækja og gert var hér með tilliti til kvótakaupa og kvótaúthlutunnar frá því að kvótakerfið var sett á árið 1984.

Þess ber að geta að aðferðin sem notuð var við samanburð á WACC og EBITDA/EV er ekki fengin úr fræðibókum, aðferðin er fengin úr grein í tímaritinu Stafnbúa árið 2001. Engu að síður gefur þessi aðferð sömu niðurstöður og aðrar aðferðir sem notaðar hafa verið í þessari ritgerð.

Niðurstöður

Við athugun á arðsemi í íslenskum sjávarútvegi á árunum 1999 til 2003 kemur í ljós að hún er ekki nægjanlega góð miðað við þá arðsemi sem var á markaðnum í heild sinni á sama tímabili.

Meðal arðsemi eiginfjár þeirra átta fyrirtækja sem hér eru skoðuð var 10,1% sem verður að teljast nokkuð lág. Þau félög sem eru fyrir ofan meðaltalið eru þó með ásættanlega arðsemi eigin fjár. Í töflu sex er hægt að sjá röðun félagana eftir arðsemi eigin fjár og sýndar eru aflaheimildir þeirra á fiskveiðiarinu 2003/04.

| Fyrirtæki | Meðal ROE | Þorskígildi | Þorskur | Ýsa | Ufsi | Karfi | Grálúða | Síld | Loðna | Rækja |
|------------------------------|-----------|-------------|---------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|-------|
| Hraðfrystihúsið - Gunnvör hf | 15,0% | 12.481 | 5.362 | 1.511 | 945 | 686 | 1.807 | 1.220 | 0 | 2.379 |
| Þorbjörn Fiskanes hf | 14,3% | 19.515 | 8.369 | 2.864 | 2.537 | 2.926 | 1.733 | 3.661 | 10.667 | 1.042 |
| Samherji hf | 14,1% | 30.206 | 13.670 | 3.495 | 2.318 | 4.957 | 2.988 | 15.859 | 38.752 | 2.200 |
| Grandi hf | 14,0% | 15.775 | 3.489 | 1.861 | 5.282 | 10.380 | 1.277 | 3.660 | 11.112 | 0 |
| Þormóður rammi - Sæberg hf | 9,2% | 17.326 | 7.095 | 1.855 | 1.438 | 2.813 | 1.534 | 0 | 0 | 2.545 |
| Síldarvinnslan hf | 5,4% | 9.174 | 3.211 | 1.175 | 1.154 | 914 | 620 | 9.758 | 31.993 | 505 |
| Útgerðarfélag Akureyringa hf | 1,4% | 19.234 | 9.496 | 2.543 | 2.029 | 4.753 | 2.027 | 0 | 0 | 1.328 |
| Vinnslustöðin hf | -1,1% | 11.650 | 4.442 | 1.890 | 2.199 | 3.534 | 503 | 4.880 | 6.769 | 29 |

Tafla 6: Félögin, raðað eftir meðaltali ROE og úthlutun aflaheimilda fiskveiðisins 2003/04 sýnd.

Ekki er að sjá neina fylgni milli arðsemi eigin fjár og samsetningu aflaheimildar. Fyrirtækin sem eru fyrir ofan meðalarðsemi eigin fjár eru á engan hátt frábrugðin hinum sem eru fyrir neðan meðaltalið í veiðiheimildum.

Hafa ber í huga að arðsemi eigin fjár tekur ekki tillit til markaðsvirðis fyrirtækis, ef markaðsvirði félags er hátt miðað við eigið fé er arðsemin ekki endilega góð fyrir fjárfestinn þegar litið er til verðsins sem hann greiddi fyrir hlutabréfin.

Meðalarðsemi heildareigna á tímabilinu sem skoðað var reyndist vera 3,4% sem verður að teljast lág arðsemi. Þó sker árið 2002 sig nokkuð úr, það ár var arðsemi heildareigna 11% sem er ásættanleg.

Þegar hlutfallið EBITDA á móti EV er skoðað hjá félögunum raðast þau aðeins öðruvísi en eftir meðalarðsemi eigin fjár þeirra. Skýrist það á því að við athugun á þessu hlutfalli er litið til heildarvirðis félagsins á markaði en ekki bara eigið fé. Margir þættir geta haft áhrif á markaðsvirði félaga eins

og stuttlega er rætt um í umræðukaflanum hér á undan. Árangur félaganna út frá hlutfallinu EBITDA/EV er sýndur í töflu 7 hér á eftir með þeim veiðiheimildum sem hvert félag hefur yfir að ráða á fiskveiðiarinu 2003/04.

| Fyrirtæki | Framlegð/EV | Þorskgildi | Þorskur | Ýsa | Ufsi | Karfi | Grálúða | Sild | Loðna | Rækja |
|------------------------------|-------------|------------|---------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|-------|
| Hraðfrystihúsið - Gunnvör hf | 10,9% | 12.481 | 5.362 | 1.511 | 945 | 686 | 1.807 | 1.220 | 0 | 2.379 |
| Þormóður rammi - Sæberg hf | 10,8% | 17.326 | 7.095 | 1.855 | 1.438 | 2.813 | 1.534 | 0 | 0 | 2.545 |
| Samherji hf | 10,4% | 30.206 | 13.670 | 3.495 | 2.318 | 4.957 | 2.988 | 15.859 | 38.752 | 2.200 |
| Síldarvinnslan hf | 10,3% | 9.174 | 3.211 | 1.175 | 1.154 | 914 | 620 | 9.758 | 31.993 | 505 |
| Vinnslustöðin hf | 9,0% | 11.650 | 4.442 | 1.890 | 2.199 | 3.534 | 503 | 4.880 | 6.769 | 29 |
| Útgerðarfélag Akureyringa hf | 8,9% | 19.234 | 9.496 | 2.543 | 2.029 | 4.753 | 2.027 | 0 | 0 | 1.328 |
| Þorbjörn Fiskanes hf | 8,9% | 19.515 | 8.369 | 2.864 | 2.537 | 2.926 | 1.733 | 3.661 | 10.667 | 1.042 |
| Grandi hf | 8,1% | 15.775 | 3.489 | 1.861 | 5.282 | 10.380 | 1.277 | 3.660 | 11.112 | 0 |

Tafla 7: Félögin, raðað eftir meðaltali EBITDA/EV og úthlutun fiskveiðiarins 2003/04 sýnd.

Vegið meðaltal hlutfallsins framlegð/EV borið saman við WACC fyrir greinina á árunum 1999 til 2003 sýnir að arðsemin er lakari en kröfur markaðarins gera til greinarinnar. Þetta kemur fram í töflu 4 hér að framan.

Þegar gengi íslensku krónunnar á mynd 2 og verð afurða í töflu 3 er kannað sést að á þeim árum sem greinin var að skila bestum árangri var gengi krónunnar lágt og verð á mörkuðum hátt, á tímabilinu sem skoðað var.

Í upphafi var sett fram rannsóknarspurningin:

Var arðsemi í sjávarútvegi á árunum 1999 til 2003 nægjanleg?

Samkvæmt þeim útreikningum sem farið hefur verið í gegnum hér á undan er svarið við rannsóknarspurningunni nei. Sjávarútvegurinn var ekki að skila nægjanlegri arðsemi á tímabilinu 1999 til 2003. 10% meðalarðsemi eigin fjár og 3,6% meðalarðsemi heildareigna er ekki nægjanleg með tilliti til annarra ávöxtunarmöguleika fjárfesta og fjármagnseigenda.

Heimildaskrá

Prentaðar heimildir

Bodie, Z., Kane, A., og Marcus A. (2002). *Investments* (5. Útgáfa). New York: McGraw-Hill.

Brigham, E., og Houston J. (2001). *Fundamentals of Financial Management* (9. útgáfa). Orlando: Harcourt Collega Publishers.

Einar Guðbjartsson, og Runólfur Smári Steinþórsson (Ristj.), (1999). *Hlutabréfamarkaður: forsendur, eðli og hlutverk*. Reykjavík: Bókaklúbbur atvinnulífsins og Viðskiptastofnun.

Hagstofa Íslands (2000). *Landshagir 2000*. (Hagskýrslur Íslands III, 77.) Reykjavík: Hagstofa Íslands.

Hagstofa Íslands (2003). *Landshagir 2003*. (Hagskýrslur Íslands III, 96.) Reykjavík: Hagstofa Íslands.

Pétur Einarsson (2001). Ávöxtunarkrafa í íslenskum sjávarútvegi. *Stafnbúi*, 9, 23–24.

Vefheimildir

Heimasíða Fiskistofu (a) (mars 2004):

http://www.fiskistofa.is/skjol/aflatolur/uthlutun/Leyfilegur_heildarafli_1984_0203.xls

Heimasíða Fiskistofu (b) (mars 2004):

http://www.fiskistofa.is/skjol/aflatolur/uthlutun/yfirlit_2003_2004.xls

Heimasíða Granda hf. (apríl 2004): www.grandi.is

Heimasíða Hraðfrystihússins Gunnvarar hf. (apríl 2004): www.frosti.is

Heimasíða Investopedia.com (mars 2004):

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/031004.asp>

Heimasíða Kauphallar Íslands hf. (a) (mars og apríl 2004): www.icex.is

Heimasíða Kauphallar Íslands hf. (b) (mars og apríl 2004):<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslst&primarylanguagecode=IS&newsnumber=1384>

Heimasíða Samherja hf. (apríl 2004): www.samherji.is

Heimasíða Seðlabanka Íslands (apríl 2004):
<http://www.sedlabanki.is/template2.asp?pageid=181>

Heimasíða Síldarvinnslunnar hf. (apríl 2004): www.svn.is

Heimasíða Verðlagsstofu skiptaverðs (apríl 2004):
<http://www.verdlagsstofa.is/afurdarverd.php>

Heimasíða Þorbjörns Fiskaness hf. (mars 2004): www.thorfish.is

Heimasíða Þormóðs ramma - Sæbergs hf. (apríl 2004): www.rammi.is

Heimasíða KB banka hf. (apríl 2004):
<http://www.kbbanki.is/default.aspx?pageid=502>

Heimasíða Útgerðarfélag Akureyringa hf. (mars 2004): www.ua.is

Heimasíða Vinnslustöðvarinnar hf. (apríl 2004): www.svs.is

Lög

Lög um fjárfestingu erlendra aðila í atvinnurekstri nr. 34/1991.

Lög um stjórn fiskveiða nr. 38/1990.

Munnlegar heimildir

Sævar Helgason (2004). Framkvæmdarstjóri Íslenskra verðbréfa hf., (f. 1973). *Tegundir fjárfesta*. Viðtal tekið 3.mars.

Viðaukar

Upplýsingar úr ársreikningum félaganna átta

| | Ár | Tekjur | Eignir | Tekjur/eignir | EBITDA | EBIT | Hagnaður | Eigið fé |
|-----------------------|------|--------|--------|---------------|--------|-------|----------|----------|
| HG | 1999 | 2.762 | 5.794 | 0,477 | 485 | 203 | 55 | 1.049 |
| | 2000 | 2.714 | 5.233 | 0,519 | 698 | 320 | 23 | 1.066 |
| | 2001 | 2.912 | 5.311 | 0,548 | 968 | 606 | 114 | 1.147 |
| | 2002 | 3.277 | 5.459 | 0,600 | 830 | 499 | 633 | 1.725 |
| | 2003 | 2.670 | 4.972 | 0,537 | 475 | 112 | 333 | 1.571 |
| Grandi | 1999 | 3.666 | 9.944 | 0,369 | 860 | 536 | 709 | 4.069 |
| | 2000 | 3.895 | 11.053 | 0,352 | 891 | 416 | -96 | 3.992 |
| | 2001 | 4.750 | 12.433 | 0,382 | 1.431 | 737 | 410 | 4.638 |
| | 2002 | 5.985 | 14.395 | 0,416 | 1.608 | 1.010 | 1.814 | 5.473 |
| | 2003 | 4.829 | 14.293 | 0,338 | 861 | 260 | 763 | 5.805 |
| Samherji | 1999 | 8.887 | 13.915 | 0,639 | 1.267 | 384 | 200 | 4.658 |
| | 2000 | 7.011 | 16.593 | 0,423 | 1.412 | 768 | 726 | 5.405 |
| | 2001 | 13.043 | 18.112 | 0,720 | 3.462 | 2.362 | 1.108 | 6.219 |
| | 2002 | 13.001 | 21.989 | 0,591 | 2.997 | 1.863 | 1.879 | 8.202 |
| | 2003 | 12.377 | 22.195 | 0,558 | 2.252 | 1.606 | 1.067 | 8.974 |
| ÚA | 1999 | 4.051 | 8.157 | 0,497 | 905 | 248 | 157 | 3.053 |
| | 2000 | 5.236 | 8.059 | 0,650 | 839 | -65 | -779 | 2.168 |
| | 2001 | 6.138 | 8.689 | 0,706 | 1.675 | 929 | -87 | 2.170 |
| | 2002 | 6.828 | 10.515 | 0,649 | 1.440 | 499 | 1.361 | 3.506 |
| | 2003 | 6.484 | 9.920 | 0,654 | 749 | 104 | 91 | 3.293 |
| Vinnslustöðin | 1999 | 2.474 | 5.680 | 0,436 | 105 | -569 | -851 | 1.697 |
| | 2000 | 2.373 | 5.544 | 0,428 | 501 | -1 | -256 | 1.541 |
| | 2001 | 3.480 | 5.664 | 0,614 | 1.181 | 718 | 35 | 1.320 |
| | 2002 | 3.609 | 6.833 | 0,528 | 1.119 | 467 | 902 | 1.957 |
| | 2003 | 3.378 | 8.240 | 0,410 | 1.006 | 464 | 249 | 2.025 |
| Sildarvinnslan | 1999 | 2.718 | 6.723 | 0,404 | 343 | 47 | 26 | 2.853 |
| | 2000 | 2.910 | 7.348 | 0,396 | 503 | 60 | -416 | 2.472 |
| | 2001 | 4.591 | 8.576 | 0,535 | 1.585 | 1.096 | -67 | 2.327 |
| | 2002 | 4.891 | 11.174 | 0,438 | 1.175 | 314 | 1.191 | 3.212 |
| | 2003 | 8.973 | 17.574 | 0,511 | 1.980 | 653 | 429 | 4.805 |
| Þormóður Rammi Sæberg | 1999 | 4.645 | 8.509 | 0,546 | 943 | 477 | 474 | 3.035 |
| | 2000 | 4.352 | 8.644 | 0,504 | 722 | 156 | -555 | 2.337 |
| | 2001 | 5.336 | 9.777 | 0,546 | 1.416 | 825 | -33 | 2.113 |
| | 2002 | 5.236 | 9.669 | 0,542 | 1.318 | 697 | 1.067 | 2.860 |
| | 2003 | 4.766 | 7.275 | 0,655 | 907 | 90 | 502 | 2.756 |
| Þorbjörn Fiskanæs | 1999 | 1.975 | 4.416 | 0,447 | 471 | 243 | 113 | 1.015 |
| | 2000 | 2.618 | 8.448 | 0,310 | 604 | 341 | -89 | 1.500 |
| | 2001 | 4.427 | 8.971 | 0,494 | 1.431 | 1.017 | 413 | 1.899 |
| | 2002 | 4.466 | 9.259 | 0,482 | 1.193 | 599 | 1.003 | 2.892 |
| | 2003 | 3.854 | 10.319 | 0,373 | 827 | 192 | 300 | 3.080 |

Tafla 8: Upplýsingar úr ársreikningum félaganna átta, þar sem við á eru tölur í milljónum króna.

Kennitölur félaganna átta

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Eiginfjárlutfall | 33,9% | 28,9% | 28,2% | 33,4% | 34,1% | 31,7% |
| Arðsemi eigin fjár (ROE) | 4,1% | -7,0% | 7,2% | 33,0% | 11,6% | 9,8% |
| EBITDA framlegð | 17,3% | 19,8% | 29,3% | 24,7% | 19,1% | 22,0% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 5,0% | 6,4% | 18,6% | 12,6% | 7,4% | 10,0% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 2,5% | 2,8% | 10,7% | 6,7% | 3,7% | 5,3% |
| Arðsemi heildar eigna ROA | 1,4% | -2,0% | 2,4% | 11,0% | 3,9% | 3,4% |

Tafla 9: Kennitölur úr sameinuðum upplýsingum félaganna átta.

Kennitölur Hraðfrystihússins Gunnvarar hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Eiginfjárlutfall | 18,1% | 20,4% | 21,6% | 31,6% | 31,6% | 24,7% |
| Arðsemi eigin fjár | 5,2% | 2,1% | 10,0% | 36,7% | 21,2% | 15,0% |
| EBITDA framlegð | 17,5% | 25,7% | 33,3% | 25,3% | 17,8% | 23,9% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 7,4% | 11,8% | 20,8% | 15,2% | 4,2% | 11,9% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 3,5% | 6,1% | 11,4% | 9,1% | 2,3% | 6,5% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 0,9% | 0,4% | 2,2% | 11,6% | 6,7% | 4,4% |
| Enterprise value í þús. kr. | 6.933.518 | 6.139.418 | 6.313.683 | 6.901.195 | 5.482.852 | 6.354.133 |
| Framlegð/EV | 7,0% | 11,4% | 15,3% | 12,0% | 8,7% | 10,9% |

Tafla 10: Upplýsingar um rekstur HG hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Granda hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Eiginfjárlutfall | 40,9% | 36,1% | 37,3% | 38,0% | 40,6% | 38,6% |
| Arðsemi eigin fjár | 17,4% | -2,4% | 8,8% | 33,2% | 13,2% | 14,0% |
| EBITDA framlegð | 23,5% | 22,9% | 30,1% | 26,9% | 17,8% | 24,2% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 14,6% | 10,7% | 15,5% | 16,9% | 5,4% | 12,6% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 5,4% | 3,8% | 5,9% | 7,0% | 1,8% | 4,8% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 7,1% | -0,9% | 3,3% | 12,6% | 5,3% | 5,5% |
| Enterprise value í þús. kr. | 14.359.017 | 12.534.711 | 13.245.420 | 15.508.647 | 14.345.181 | 13.998.595 |
| Framlegð/EV | 6,0% | 7,1% | 10,8% | 10,4% | 6,0% | 8,1% |

Tafla 11: Upplýsingar um rekstur Granda hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Samherja hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Eiginfjárlutfall | 33,5% | 32,6% | 34,3% | 37,3% | 40,4% | 35,6% |
| Arðsemi eigin fjár | 4,3% | 13,4% | 17,8% | 22,9% | 11,9% | 14,1% |
| EBITDA framlegð | 14,3% | 20,1% | 26,5% | 23,1% | 18,2% | 20,4% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 4,3% | 11,0% | 18,1% | 14,3% | 13,0% | 12,1% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 2,8% | 4,6% | 13,0% | 8,5% | 7,2% | 7,2% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 1,4% | 4,4% | 6,1% | 8,5% | 4,8% | 5,1% |
| Enterprise value í þús. kr. | 18.443.741 | 21.094.504 | 21.957.728 | 24.045.758 | 21.759.371 | 21.460.220 |
| Framlegð/EV | 6,9% | 6,7% | 15,8% | 12,5% | 10,3% | 10,4% |

Tafla 12: Upplýsingar um rekstur Samherja hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Útgerðarfélag Akureyringa hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Eiginfjárlutfall | 37,4% | 26,9% | 25,0% | 33,3% | 33,2% | 31,2% |
| Arðsemi eigin fjár | 5,2% | -35,9% | -4,0% | 38,8% | 2,8% | 1,4% |
| EBITDA framlegð | 22,3% | 16,0% | 27,3% | 21,1% | 11,6% | 19,7% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 6,1% | -1,2% | 15,1% | 7,3% | 1,6% | 5,8% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 3,0% | -0,8% | 10,7% | 4,7% | 1,0% | 3,7% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 1,9% | -9,7% | -1,0% | 12,9% | 0,9% | 1,0% |
| Enterprise value í þús. kr. | 12.446.257 | 11.218.110 | 11.818.933 | 14.649.477 | 12.836.299 | 12.593.815 |
| Framlegð/EV | 7,3% | 7,5% | 14,2% | 9,8% | 5,8% | 8,9% |

Tafla 13: Upplýsingar um rekstur ÚA hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Vinnslustöðvarinnar hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| Eiginfjárlutfall | 29,9% | 27,8% | 23,3% | 28,6% | 24,6% | 26,8% |
| Arðsemi eigin fjár | -50,1% | -16,6% | -20,5% | 46,1% | 12,3% | -5,8% |
| EBITDA framlegð | 4,2% | 21,1% | 31,9% | 31,0% | 29,8% | 23,6% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | -23,0% | 0,0% | 20,6% | 12,9% | 13,7% | 4,9% |
| Heildar arðsemi (BEP) | -10,0% | 0,0% | 12,7% | 6,8% | 5,6% | 3,0% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | -15,0% | -4,6% | 0,6% | 13,2% | 3,0% | -0,6% |
| Enterprise value í þús. kr. | 6.194.522 | 7.301.058 | 7.758.478 | 9.792.015 | 10.198.717 | 8.248.958 |
| Framlegð/EV | 1,7% | 6,9% | 15,2% | 11,4% | 9,9% | 9,0% |

Tafla 14: Upplýsingar um rekstur Vinnslustöðvarinnar hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Síldarvinnslunnar hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Eiginfjárlutfall | 42,4% | 33,6% | 27,1% | 28,7% | 27,3% | 31,9% |
| Arðsemi eigin fjár | 0,9% | -16,8% | -2,9% | 37,1% | 8,9% | 5,4% |
| EBITDA framlegð | 12,6% | 17,3% | 34,5% | 24,0% | 22,1% | 22,1% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 1,7% | 2,1% | 23,9% | 6,4% | 7,3% | 8,3% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 0,7% | 0,8% | 12,8% | 2,8% | 3,7% | 4,2% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 0,4% | -5,7% | -0,8% | 10,7% | 2,4% | 1,4% |
| Enterprise value í þús. kr. | 6.849.943 | 6.548.433 | 8.940.447 | 14.708.537 | 15.001.884 | 10.409.849 |
| Framlegð/EV | 5,0% | 7,7% | 17,7% | 8,0% | 13,2% | 10,3% |

Tafla 15: Upplýsingar um rekstur Síldarvinnslunnar hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Þormóðs ramma – Sæbergs hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Eiginfjárlutfall | 35,7% | 27,0% | 21,6% | 29,6% | 37,9% | 30,4% |
| Arðsemi eigin fjár | 15,6% | -23,7% | -1,6% | 37,3% | 18,2% | 9,2% |
| EBITDA framlegð | 20,3% | 16,6% | 26,5% | 25,2% | 19,0% | 21,5% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 10,3% | 3,6% | 15,5% | 13,3% | 1,9% | 8,9% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 5,6% | 1,8% | 8,4% | 7,2% | 1,2% | 4,9% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 5,6% | -6,4% | -0,3% | 11,0% | 6,9% | 3,3% |
| Enterprise value í þús. kr. | 11.810.958 | 8.538.407 | 9.911.630 | 10.384.959 | 8.546.335 | 9.838.458 |
| Framlegð/EV | 8,0% | 8,5% | 14,3% | 12,7% | 10,6% | 10,8% |

Tafla 16: Upplýsingar um rekstur ÞRS hf. á árunum 1999 til 2003.

Kennitölur Þorbjörns Fiskaness hf.

| Ár | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Meðaltal |
|-----------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Eiginfjárlutfall | 23,0% | 17,8% | 21,2% | 31,2% | 29,8% | 24,6% |
| Arðsemi eigin fjár | 11,1% | -5,9% | 21,7% | 34,7% | 9,7% | 14,3% |
| EBITDA framlegð | 23,9% | 23,1% | 32,3% | 26,7% | 21,5% | 25,5% |
| Hagnaðarlutfall (ROS) | 12,3% | 13,0% | 23,0% | 13,4% | 5,0% | 13,3% |
| Heildar arðsemi (BEP) | 5,5% | 4,0% | 11,3% | 6,5% | 1,9% | 5,8% |
| Arðsemi heildar eigna (ROA) | 2,6% | -1,1% | 4,6% | 10,8% | 2,9% | 4,0% |
| Enterprise value í þús. kr. | 7.003.517 | 10.347.260 | 10.324.813 | 11.242.780 | 11.460.949 | 10.075.864 |
| Framlegð/EV | 6,7% | 5,8% | 13,9% | 10,6% | 7,2% | 8,9% |

Tafla 17: Upplýsingar um rekstur Þorbjörns Fiskaness hf. á árunum 1999 til 2003.