
Arðsemi, ávöxtun og hagnaður

Sérefni

19. maí 2026

Nánari upplýsingar

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

Ábyrgðarmaður

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

© 2026 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 sannreyndar 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.

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

Samantekt og niðurstöður

Öll vötn falla til Dýrafjarðar

Ofsagróði og ofurhagnaður og önnur orð með neikvæðum hugrenningartengslum eru gjarnan notuð í umræðunni um hagnað fyrirtækja eftir bankahrún. Þessi orð eru notuð án þess að sá sem notar þau viti hver skilgreiningin á ofsagróða og ofurhagnaði er. Frá bankahrúni hefur Ísland hefur verið að dragast aftur úr þegar litið er til kaupmáttar eða vaxtar landsframleiðslu á hvern mann. Á sama tíma hefur fjárfesting verið lítil í alþjóðlegum samanburði. Ein lykilmörk aukinnar framleiðni er einmitt fjárfesting.

Er ofsagróði af innlánnum?

Þessi greining skoðaði ávöxtun bundins fjármagns eða fjárfestingar í tveimur helstu auðlindum landsins, fiskimiðunum og orkuauðlindunum. Það er ljóst að orð eins og ofsagróði og ofurhagnaður standast ekki skoðun í tilfalli sjávarútvegs og orkuframleiðslu. Í Instagram-filter stjórnmála og dægurmála hefur því þó iðulega verið haldið fram síðasta áratug að ofurhagnað sé að sækja í útgerð og sjávarútveg. Það eru orðin eins og hver önnur sannindi. Þessi greining bendir til að ávöxtun bundins fjármagns í sjávarútvegi og orkugeiranum sé ekki mikið hærra en á góðum innlánsreikningum. Arðsemi bundins fjármagns hjá orkufyrirtækjunum Landsvirkjun og Landsneti hefur verið 5,5% til 7,3% og á mörkum þess að skila ásættanlegri ávöxtun. Ásættanleg ávöxtun er lág í þeirra tilfalli vegna tekjustreymis í erlendum myntum og mjög takmarkaðrar rekstraráhættu.

Í sjávarútveginum er töluverður munur á afkomu sjávarútvegsins í heild sinni og hjá stóru sjávarútvegsfyrirtækjunum á markaði. Bæði hvað varðar arðsemi bundins fjármagns og fjárhagslegan styrk. Á tímabilinu frá 2015 til 2025 var ávöxtun bundins fjármagns stóru sjávarútvegsfélaganna í Kauphöllinni vel viðunandi eða 10,5%. Sú ávöxtun mun þó væntanlega lækka en auðlindagjöld hafa hækkað síðustu 10 ár og hátt í tvöfaldast í ár. Ávöxtun bundins fjármagns í sjávarútvegi var tæplega viðunandi eða 8,5% og rétt undir ásættanlegri ávöxtun. Ásættanleg ávöxtun í sjávarútvegi liggur nokkuð hærra en í innviðum orkuframleiðslu vegna meiri rekstraráhættu. Ávöxtun áhættufjárfestingar sem liggur ekki mikið yfir innlánsvöxtum er fjárfestingarletjandi.

Samþjöppun mun aukast

Þegar að stefnumótun og framkvæmd fer ekki saman þá fer illa í rekstri fyrirtækja. Stefna og sýn er að auka samkeppni, fjölbreytni og framleiðni atvinnulífsins. Það er í lófa lagt að hækkun auðlindagjalds mun þrýsta mjög á samþjöppun í sjávarútvegi. Þvert gegn markmiðum. Töluverður munur er á arðsemi bundins fjármagns hjá sjávarútveginum í heild sinni og stærri fyrirtækjanna innan greinarinnar.

Fjárfesting mun dragast saman

Væntanlega mun fjárfesting dragast saman hjá stærri fyrirtækjum þar sem verkefni sem áður voru hagkvæm verða það ekki lengur. Það er mun minna borð fyrir báru hjá minni fyrirtækjunum. Hvað varðar rekstrarafgang, fjárhagslegan styrk og aðgang að fjármagni. Sjávarútvegur og matvælaframleiðsla er almennt fjárfestingarfrek og því liggur í augum uppi að eiginfjárhlutfall er hátt. Vísbendingar eru um að eiginfjárhlutfall sé lágt í sjávarútvegi á Íslandi í samanburði við t.d. matvælaframleiðslu í Evrópu og Bandaríkjunum. Fjárhagslegur styrkur stóru fyrirtækjanna er mun meiri. Það er ákveðin hætta á að nauðsynleg endurnýjun hjá smærri fyrirtækjum muni sitja á hakanum. Það mun því mögulega ekki aðeins tapast fjárfesting til framleiðniaukningar heldur mögulega einnig fjárfesting til nauðsynlegrar endurnýjunar. Þessi þróun gæti í versta falli dregið úr framleiðni þvert á markmið. Samdráttur í fjárfestingu mun tæplega auka framleiðni og hagvöxt. Eitt það fyrsta sem hver hagfræðinemandi lærir er að val einstaklinga stendur milli þess að neyta í dag eða neyta meira seinna. Það er ávallt léttara að selja meiri núverandi neyslu en mögulega meiri framtíðarneyslu. Þótt það sé ekki skynsamlegt val.

Hvað er ofsagróði?

Umfjöllun um rekstur fyrirtækja einkennist oft af upphrópunum eins og um ofsagróða og ofurhagnað. Eitthvað fyrirtæki skilaði nokkra milljarða hagnaði og annað fyrirtæki skilaði tugmilljarða hagnaði. Þessar mjög svo huglægu fullyrðingar eru oft notaðar í hinni pólitísku umræðu. Fullyrðingar eru nýttar æði fjálglega og settar fram án skilgreiningar á því hvað er ofsagróði og hvað er ofurhagnaður. Við ljáum engum fyrir að hafa ekki skilgreininguna á hreinu. Að nýta sér slík orðatiltæki með neikvæðum hugrenningartengslum án þess að skilja merkingu og þýðingu er hins vegar allt annað mál. Flestum er tilgangurinn ljós í þeim tilfellum.

En hvað er ofsagróði af fyrirtækjarekstri? Er það 1 milljarður króna eða er það 10 milljarðar króna eða eitthvað miklu hærra? Það er ekkert einhlíft svar við því. Það ræðst af mörgum þáttum.

Stærð skiptir máli

Einn er t.d. stærð og umsvif fyrirtækisins. Stærri fyrirtæki hafa meiri tekjur og því verður meira eftir. Hér er einfalt dæmi um bankarekstur. Krafa er um viðskiptabankarnir séu með yfir 200 ma.kr. lausa í eigið fé. Það ætti að liggja í augum uppi að tugmilljarða hagnaður er eðlilegur í þessu tilfelli. Ríkið fjármagnar sig á kjörum sem eru um 7% og fyrstu árin eftir bankahrun á kjörum sem voru 8 til 10%. Ríkið átti nær allt bankakerfið fyrstu árin eftir bankahrun og lá með hundruð milljarða í bankakerfinu en var skuldsettara á móti. Ef arðsemi eigin fjár hefði verið undir fjármagnskjörum ríkisins hefði það verið mjög dýrt fyrir íslenska skattgreiðendur. Blessunarlega var því öfugt farið.

Eðli rekstrar

Annar þáttur snýr að eðli rekstrar. Er reksturinn fjárfestingarfrekur eða krefst mikils lausfjár líkt og bankarekstur. Dæmi um fjárfestingarfrek fyrirtæki eru t.d. innviðafyrirtæki og raforkufyrirtæki. Virkjun er djúrf framkvæmd og raforkuframleiðsla krefst mikilla innviða. Það fylgir þessum rekstri mikil fjárfesting, viðhald og endurnýjun. Annað dæmi um fjárfestingarfrekan iðnað eru sjávarútvegsfyrirtæki og mörg framleiðslufyrirtæki. Fjárfesting í fiskvinnslu og fiskvinnslutækjum, fiskimjòls- og lýsisverksmiðjum að ógleymdum skipunum og tækjabúnaði. Sjávarútvegurinn er alltaf sífellt meira sjálfvirknivæddur og þörf á dýrum tækjabúnaði alltaf meiri. Fjárfestingarfrek fyrirtæki þar sem tækni framfarir eru hraðar þurfa að skila sterku sjóðsstreymi og miklum hagnaði. Það sem einkennir

þessi fyrirtæki er miklar eignir og umtalsvert eigið fé. Hinn hefðbundni mælikvarði á arðsemi rekstrar sem er arðsemi eigin fjár (ROE) hentar oft ekki vel þar sem arðsemi hættir til að vera lágrí út af miklu eigin fé. Af þeim sökum hentar arðsemi bundins fjármagns (ROCE) oft betur við að mæla rekstrarárangur. Arðsemi bundins fjármagns mælir ávöxtun þeirra fjármuna sem hafa verið bundnir í rekstri og arðsemi fjárfestinga.

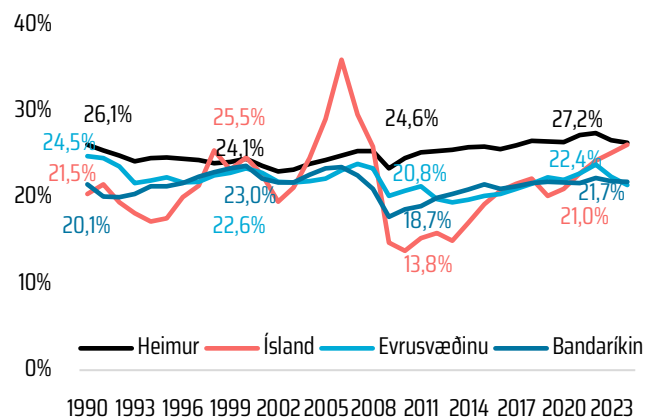
Áhætta

Hver er áhættan í rekstri? Er rekstrarumhverfi stöðugt eða eru miklar sveiflur? Er samkeppni hörð á markaðnum? Hver er fjöldi viðskiptavina? eru aðrir sértækir áhættuþættir fyrir þessa atvinnugrein? Líkt og olíuverð eða heimspólitík líkt og í flugrekstri? Líffræðilegir áhættuþættir líkt og í fiskeldi og sjávarútvegi? Er pólitísk áhætta til staðar? Sífelldar breytingar á tollalöggjöf eða skattaumhverfi fyrirtækja leiðir til þess að krafa um arðsemi er hærri. Óvissa er meiri um rekstrarumhverfi og þarf því meira borð fyrir báru ef til neikvæðra pólitískra afskipta kemur. Arðsemiskrafa er hærri. Það kemur kannski ekki á óvart að hagfæðingar vestanhafs hafi bent á að tollahækkanir leiði í heild til minni skilvirkni hagkerfisins og hagnað fyrirtækja. Hér má benda á greiningar Yale-háskóla og NBER (National Bureau of Economic Research). Að lokum hefur minni hagnaður áhrif á fjárfestingargetu.

Fjárfesting á Íslandi var há en er nú lág

Fjárfesting er helsta forsenda hagvaxtar. Fjárfesting er lítil og ónæg ef fyrirtæki skila ónægri eða mjög lágrí arðsemi t.d. ef arðsemi bundinna fjármuna í rekstri er svipuð og af bankabók. Þá er betra að geyma peningana bara á bankabókinni og taka enga áhættu. Mynd hér að neðan sýnir fjárfestingu sem hlutfall af vergri landsframleiðu að meðaltali í heiminum, Íslandi, Bandaríkjunum og á evrusvæðinu.

Fjárfesting sem hlutfall af VLF



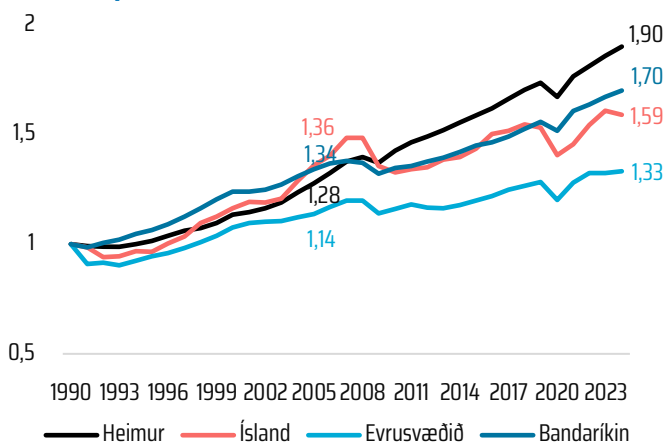
Heimild: Alþjóðabankinn (World Bank) (<https://data.worldbank.org/indicator>)

Líkt og búast mátti við eru töluvert meiri sveiflur í fjárfestingu á Íslandi en annarsstaðar. Fjárfestingarhlutfallið er nokkuð hærra að meðaltali í heiminum en á próaðri efnahagssvæðum. Þannig hefur fjárfestingarhlutfallið verið 25,4% að meðaltali frá 1990 í heiminum öllum, 21,5% á Íslandi, 22,1% á evrusvæðinu og 21,5% í Bandaríkjunum. Það er eðlilegt að fjárfestingarhlutfallið sé hærra meðal vanþróaðra ríkja en skortur er þar meiri á innviðum o.s.frv.

Fjárfestingarhlutfallið á Íslandi hefur þó verið óvenjulega lágt síðustu 15 ár og verið innan við 20% eða 19,7% frá árinu 2009. Á sama tíma hefur hlutfallið verið 21,2% í Evrópu og 20,9% í Bandaríkjunum. Þótt munurinn sé ekki mikill er þetta langt tímabil þar sem fjárfesting á Íslandi hefur verið mjög lág í alþjóðlegum samanburði. Það er töluverður viðsnúningur en ef farið væri enn lengra aftur í tímann eða aftur til 1960. Þá einkenndist tímabilið frá 1960 til 1980 af því að fjárfesting á Íslandi var töluvert hærri en í heiminum að meðaltali.

Gögn Alþjóðabankans sem sýna þróun landsframleiðslu á mann kaupmáttarleiðrétta ná aftur til 1990. Fyrstu 10 til 15 árin stóð Ísland sig ágætlega og hélt í við almenna kaupmáttarþróun í heiminum. Við tókum þó að láni kaupmáttarvöxt frá 2004 til 2009 og skutumst fram úr öðrum þjóðum. Mynd sýnir þó að Ísland hefur frekar dregist aftur úr í kaupmáttarþróun á síðustu 15 til 20 árum. Vöxtur landsframleiðslu á mann hefur verið lægri hér en víðast annarsstaðar. Vöxturinn hefur verið lægri en í Bandaríkjunum frá árinu 2005 en svipaður og í Evrópu. Þetta tímabil hefur einkenst af lítilli fjárfestingu á Íslandi og lægri en í flestum ríkjum.

Vöxtur kaupmáttarleiðréttrar landsframleiðslu á mann



Heimild: Alþjóðabankinn (World Bank) (<https://data.worldbank.org/indicator>)

Ef það er enginn hagnaður er engin fjárfesting

Fjárfesting er ráðandi þáttur í hagvexti. Lítil fjárfesting er þó ekki eina ástæða minni kaupmáttarvaxtar á mann. Öll fjárfesting er ekki góð. Sumar fjárfestingar eru slæmar og skila jafnvel aðeins kostnaði. Það er því mikilvægt að arðbærni fjárfestingar sé ávallt höfð að leiðarljósi. Af þeim sökum eru viðmið til staðar sem mæla hver sé nægileg arðsemi bundins fjármagns (ROCE). Framangreind stærð tekur mið af þeim þáttum sem voru raktir í byrjun.

Fjárfesting í náttúruauðlindum lykilatriði

Í íslensku Kauphöllinni eru fjárfestingarþing fyrirtæki. Þannig voru fjarskiptafyrirtækin fjárfestingarþing áður en þau seldu innviði. Sömuleiðis eru flutningarþing Eimskip og Icelandair fjárfestingarþing en þau hafa í auknu mæli verið að færa sig yfir í að leigja rekstrarfjármuni á síðustu árum frekar en kaupa. Það má benda á að fiskeldisþing eru fjárfestingarþing og hefur mikil þing verið í fjárfestingum fiskeldisþinga síðustu 2 til 3 árin. Stór hluti aukningar í fjárfestingu eftir Covid er væntanlega borin upp af fjárfestingu í fiskeldi að ógleymdum byggingargeiranum. Það er ein atvinnugrein sem sker sig úr hvað varðar fjárfestingu en það er sjávarútvegurinn. Sjávarvegurinn er stór atvinnugrein á Íslandi. Önnur stór atvinnugreina grein eru orkuframleiðsla og innviðir því tengdu. Vissulega eru þau fyrirtæki í eigu ríkisins en upplýsingagjöf þessara fyrirtækja er góð líkt og sjávarútvegsins. Báðar þessar atvinnugreinar eiga það sameiginlegt að vinna úr helstu náttúruauðlindum þjóðarinnar. Það skiptir miklu máli að fjárfest sé í þessum atvinnugreinum. Að nýting náttúruauðlinda sé hagkvæm. Arðsemi fjárfestinga sé nægjanleg til þess að hagvöxtur og kaupmáttar á Íslandi vaxi.

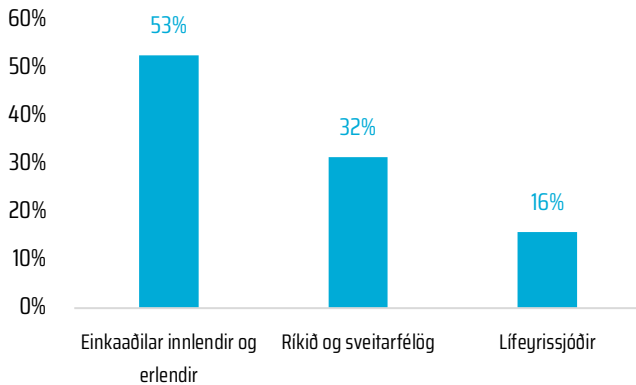
Hverjir eiga eigið fé?

Opinberi geirinn á Íslandi er stærri en marga grunar. Opinberi geirinn er ekki aðeins ráðuneyti eða framlínan sjúkrahús og skólar. Ef litið er til 500 stærstu fyrirtækja landsins er eignarhlutur ríkis og sveitarfélaga tæplega 32% af bundnu eigin fé í fyrirtækjarekstri á meðal stærri fyrirtækja á Íslandi. Einkaaðilar eiga tæplega 53% og lífeyrissjóðir tæplega 16%. Einhverjir gætu spurt sig af hverju ríkið sé ekki í Samtökum Atvinnulífsins.

Þótt það megi gera grín af umsvifum ríkisins á fyrirtækjamarkaði stafar hún fyrst og fremst af eignum ríkis og sveitarfélaga í innviðum. Helstu fyrirtækin eru Landsvirkjun, Landsnet, Landsbankinn, ISAVIA, Orka náttúrunnar, Veitur, Rarik, Pósturinn, ÁTVR, Strætó, RÚV

o.s.frv. Það er umtalsvert eigið fé bundið í þessum stóru fyrirtækjum og það kemur því kannski ekki á óvart að þegar horft er til bundins eigin fjár í fyrirtækjarekstri að þar sé ríkið einn stærsti eigandi.

Eigendur eiginfjár í 500 stærstu fyrirtækjum Íslands



Heimild: Viðskiptablaðið (500 stærstu) (<https://vb.is/tbl/3/87/>)

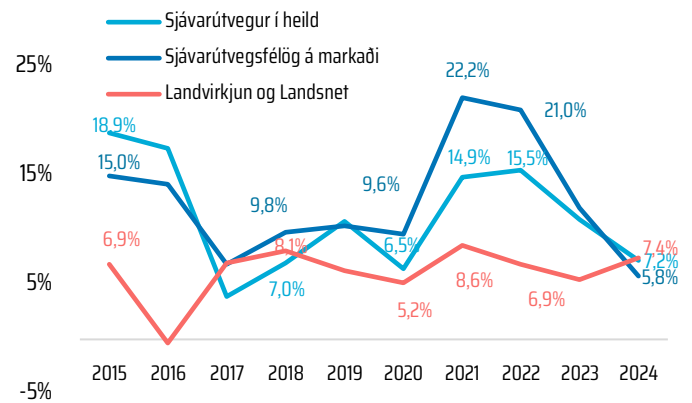
Hver er arðsemin?

Innviðafyrirtækin tengjast helstu náttúruauðlind þjóðarinnar og það er orka. Við skulum líta nánar á hver arðsemi og hagnaður hefur verið í fjárfestingum sem tengjast nýtingu náttúruauðlinda landsins, fiskimiðinum og orkuauðlindum. Landsvirkjun og Landsnet voru valin til samanburðar við sjávarútveginn. Upplýsingagjöf Landsnets og Landsvirkjunar er mjög góð og í tilfelli Landsvirkjunar nærri á pari við stærstu félögin í Kauphöllinni. Hagstofan birtir afkomu sjávarútvegsins fyrir skatt en í forsendum við útreikninga var notast við 20% virkt skatthlutfall.

Markaður veitir aðhald

Mynd hér til hliðar sýnir arðsemi eiginfjár, í sjávarútvegi á Íslandi, hjá stærstu sjávarútvegsfyrirtækjunum á markaði og hjá orku- og innviðafyrirtækjunum Landsvirkjun og Landsneti á árunum 2015 til 2025. Sjá má að töluvert miklar sveiflur eru í arðsemi sjávarútvegsfyrirtækjanna en sveiflur í arðsemi orkufyrirtækjanna eru litlar. Arðsemi eigin fjár í sjávarútvegi var 11,4% að meðaltali. Á sama tíma hefur meðalarðsemi eiginfjár stóru sjávarútvegsfyrirtækjanna í Kauphöllinni verið 12,7% að meðaltali og eiginfjárhlutfall mun hærra. Þetta eru Brim, SVN og Ísfélagið.

Arðsemi eiginfjár í sjávarútvegi og orkuframleiðslu



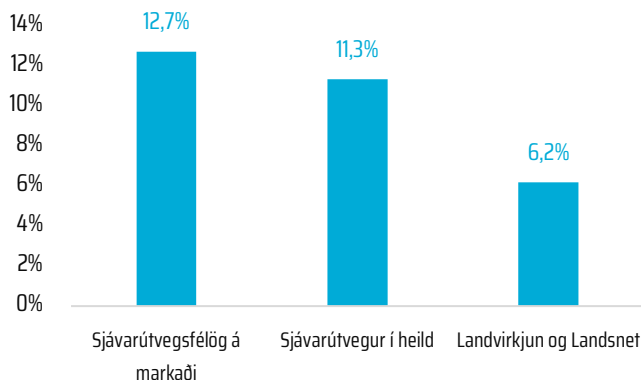
Heimild: Ársreikningar Brim, Ísfélagsins, SVN, Landsnets og Landsvirkjunar, Hagstofa Íslands rekstrar- og efnahagsfirlit fiskveiða og fiskvinnslu 1997 - 2024

Það kemur ekki á óvart að arðsemi sjávarútvegsfélaganna á markaði sé hærrí. Fyrir það fyrsta er stærðarhagkvæmni í sjávarútvegi. Í öðru lagi er ákveðið aðhald fólgið í því fyrir fyrirtæki að vera skráð á markað og vera með fjölbreyttari eigendahóp. Tíð upplýsingagjöf og skýrslur um afkomu samhliða virkri greiningu og umfjöllunum um rekstur veitir stjórnendum ákveðið aðhald sem oft er litið framhjá og vanmetið. Munurinn í arðsemi stærstu fyrirtækjanna og sjávarútvegs í heild var nær enginn frá 2015 til 2020 en hefur aukist upp frá því. Í upphafi tímabils var aðeins Brim skráð á markað en Síldarvinnslan fór á markað árið 2021 og Ísfélagið ekki löngu á eftir. Á tímabilinu 2015 til 2025 skilaði Brim hæstri arðsemi eigin fjár eða 13,3%, Síldarvinnslan 13,1% og Ísfélagið 11,7%. Rétt er að benda á að framangreind fyrirtæki eru stór hluti sjávarútvegsins í heild og eiga yfir 30% allra aflaheimilda. Arðsemi í sjávarútvegi væri lægri ef þeim væri sleppt.

Stöðugur eða sveiflukenndur rekstur?

Ríkisfyrirtækin Landsvirkjun og Landsnet skiluðu að meðaltali 6,2% arðsemi eigin fjár og arðsemi því umtalsvert lægri en í sjávarútvegi. Það ætti ekki að koma á óvart en töluvert meiri rekstraráhætta felst í rekstri sjávarútvegsfyrirtækis sem er háð ástandi fiskistofna í hafinu og öðrum duttlungum náttúrunnar, alþjóðlegri eftirspurn eftir sjávarafurðum og framboði annarsstaðar frá. Á meðan Landsnet er eina fyrirtækið í raforkudreifingu. Landsvirkjun er stærsta fyrirtækið á Íslandi í raforkuframleiðslu.

Meðalarðsemi eiginfjár í sjávarútvegi og orkuframleiðslu



Heimild: Ársreikningar Brim, Ísfélagsins, SVN, Landsnets og Landsvirkjunar, Hagstofa Íslands rekstrar- og efnahagsyfirlit fiskveiða og fiskvinnslu 1997 - 2024

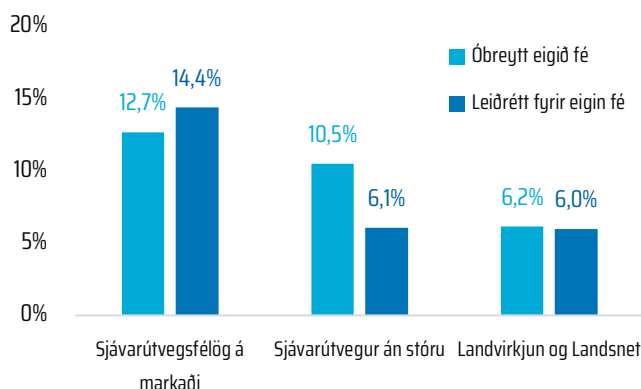
Eigið fé skiptir máli

Þegar arðsemi eigin fjár er skoðuð skiptir eiginfjárlutfall umtalsverðu máli. Landsnet og Landsvirkjun eru fjárfestingarfrek með hátt eiginfjárlutfall líkt og sjávarútvegsfélögin. Að meðaltali var eiginfjárlutfallið 43,6% í sjávarútveginum, 49,1% hjá orkufyrirtækjunum og 56,1% hjá stóru sjávarútvegsfyrirtækjunum. Hærra eigið fé hefur neikvæð áhrif á arðsemi eigin fjár og öfugt. Sömuleiðis voru stóru sjávarútvegsfyrirtækin stór hluti alls sjávarútvegs á Íslandi og því mikilvægt að skilja þau frá. Í lok árs 2024 áttu þrjú stóru útgerðarfyrirtækin um 43,5% alls eigin fjár í sjávarútvegi og yfir 30% aflaheimilda skv. útreikningum Jakobsson Capital.

Afkoma í sjávarútvegi óviðunandi

Ef að afkoma sjávarútvegsins er leiðrétt fyrir stóru fyrirtækjunum lækkar meðalarðsemi sjávarútvegsins niður í 10,5%. Það kemur ekki á óvart enda stóru fyrirtækin 30 til 45% af sjávarútvegi í heild, eftir því hvernig það er mælt.

Arðsemi eiginfjár í sjávarútvegi án stóru félaganna



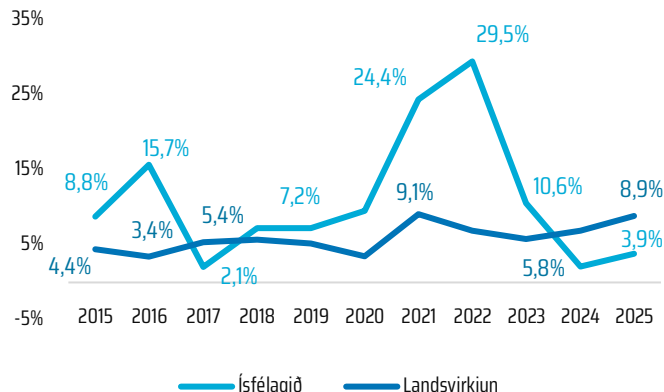
Heimild: Ársreikningar Brim, Ísfélagsins, SVN, Landsnets og Landsvirkjunar, Hagstofa Íslands rekstrar- og efnahagsyfirlit fiskveiða og fiskvinnslu 1997 - 2024

Þegar að eigið fé stóru fyrirtækjanna, Brim, SVN og Ísfélagsins er tekið út, þá verður eiginfjárlutfallið ekki ýkjja hátt fyrir fjárfestingarfrek fyrirtæki og mun lægra en hjá stóru sjávarútvegsfyrirtækjunum og orkufyrirtækjunum eða 38,9%. Ef leiðrétt er fyrir þessari skekkju og eigið fé sett nær því sem þekkist hjá fjárfestingarfrekum fyrirtækjum á alþjóðavísu eða í um 50% þá gjörbreytist myndin. Arðsemi eigin fjár stóru sjávarútvegsfélaganna hækkar í 14,4% en arðsemi sjávarútvegs án þeirra lækkar í 6,1%. Hér kemur berlega í ljós munurinn á rekstrarárangri stóru skráðu félaganna og smærri fyrirtækja í sjávarútvegi. Arðsemi eiginfjár upp á 6,1% er algjörlega óviðunandi en betur verður komið að því í næsta kafla um arðsemi bundins fjármagns og nægjanlega arðsemi.

Meiri sveiflur, meira eigið fé

Fjármagnsrek fyrirtæki sem þurfa að takast á við ytri skelli þurfa að vera með nokkuð meira eigin fé en fjármagnsrek fyrirtæki í stöðugum rekstri. Það kemur ekki á óvart að eiginfjárlutfall stóru sjávarútvegsfélaganna sé 56,1% samanborið við 49,1% hjá orkufyrirtækjunum Landsvirkjun og Landsneti. Mynd að neðan sýnir sveiflur í arðsemi eigin fjár Landsvirkjunar og Ísfélagsins.

Arðsemi eiginfjár hjá Ísfélaginu og hjá Landsvirkjun



Heimild: Ársreikningar Ísfélagsins og Landsvirkjunar

Hærra skattar ýta undir frekari samþjöppun

Þótt það sé ekki ljóst almenningi þá setja auknar álögur og skattar aukinn þrýsting til samþjöppunar í atvinnugreinum. Stærðarhagkvæmni er í flestum atvinnugreinum og mikil í sjávarútvegi og í fjármálastarfsemi þar sem álögur eru hvað hæstar. Af þeim sökum eru smærri fyrirtæki oft með afslátt eða undanþegin álögum. Sá galli er þó á gjöf Njarðar að undanþágur verja fyrirtækin ekki fyrir óbeinum áhrifum og röskun sem verður oft á markaði vegna sértækra skatta.

Aðgerðir sem vinna á móti stefnu

Stefna stjórnvalda er oftast að auka samkeppni og fjölbreytileika í atvinnulífi. Auknar álögur ganga þvert gegn því markmiði og þeirri stefnu. Það er viðbúið að samþjöppun í sjávarútvegi aukist á næstu árum í kjölfar þess að veiðigjöld nærri tvöfaldast. Arðsemi eigin fjár og eiginfjárlutfall segir okkur að afkoma og fjárhagslegur styrkur í greininni er mjög misjafn milli stærri og smærri fyrirtækja.

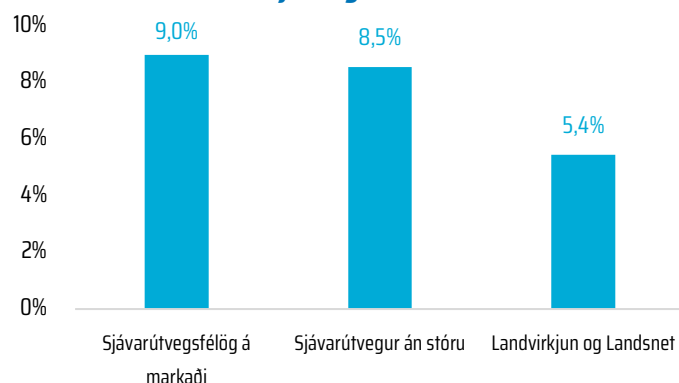
Arðsemi bundins fjármagns

Þegar að arðsemi fjárfestinga er skoðuð og lífvænleiki greina er skoðaður er oftast stuðst við ávöxtun bundins fjármagns (ROCE). Arðsemi bundins fjármagns segir til um hvort fjárfesting borgi sig í atvinnugreinum eða í ákveðnu fyrirtæki. Ef arðsemi bundins fjármagns í ákveðinni atvinnugrein er lág þá má búast við lágu fjárfestingarstigi. Sömuleiðis segir hún okkur hver lágmarks arðsemi þarf að vera á ákveðnum fjárfestingarverkefnum. Fjárfestingar eru þó misáhættusamar og eðlilegt að gera hærri kröfu til áhættusamari verkefna. Eftirfarandi er skilgreining á arðsemi bundins fjármagns.

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

Niðurstaðan er að bundið fjármagn og fjárfesting í sjávarútvegi hefur skilað ávöxtun á við bestu innlánskjöri á innlánsreikningum. Hér er þó margt sem þarf að athuga og snýr að því hvernig virði eigna er skráð. Hér þarf að athuga að nokkur hluti eigna stóru sjávarútvegsfélögunna er í hlutdeildarfélagum. Virði þeirra hefur hækkað hraðar og meira en annarra eigna. Hjá Landsneti eru eignir færðar skv matsaðferð sem hefur sömu áhrif.

Meðalarðsemi bundins fjármagns 2014 til 2025



Heimild: Ársreikningar Brim, Ísfélagsins, SVN, Landsnets og Landsvirkjunar, Hagstofa Íslands rekstrar- og efnahagsyfirlit fiskveiða og fiskvinnslu 1997 - 2024

Hvernig er virði eigna skráð?

Hversu hátt eigið fé er hefur áhrif á arðsemi eigin fjár. Að sama skapi skiptir máli hvernig virði eigna er skráð þegar að arðsemi bundins fjármagns er reiknað. Algengustu aðferðirnar eru að færa eignir á kaup eða kostnaðarvirði og þær eru svo afskrifaðar. Vegna afskrifta lækkar virði eigna og arðsemi bundins fjármagns er því hærra.

Hin aðferðin er að meta eignir út frá sjóðsstreymi eigna. Ef tekjur hækka eða kostnaður lækkar, hækkar virði eigna. Arðsemi bundins fjármagns lækkar. Þessu er svo öfugt farið ef þróunin er í hina áttina. Við skulum líta á hvernig virði eigna er skráð annars vegar almennt hjá sjávarútvegsfélögum í Kauphöllinni og hvernig virðið er skráð hjá orkufyrirtækjunum Landsvirkjun og Landsneti.

Ef litið er á efnahagsreikning orkufyrirtækjanna þá er um 90% efnahagsreiknings bundinn í fastafjármunum á meðan hlutfallið er um 80% hjá sjávarútvegsfélögum. Veltufjármunir eru mun hærra hlutfall hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum vegna eðli rekstrar. Hér vegur þyngst birgðir og viðskiptakröfur. Ef litið er á fastafjármuni þá eru nær allir fastafjármunir bundnir í rekstrarfjármunum hjá orkufyrirtækjunum þ.e. raforkuverum, tengvirkjum og háspennulínunum. Hins vegar er það lítil hluti hjá sjávarútvegsfélögum. Stærstur hluti er bundinn í óefnislegum eignum eða öllu heldur aflheimildum.

Uppbygging efnahagsreiknings

Eignir - Landsvirkjun	Aðferð	Hlutfall
Aflstöðvar og aðrar eignir	Kostnaðarverð	81,6%
Í byggingu og undirbúningur	Kostnaðarverð	4,6%
Óefnislegar eignir	Kostnaðarverð	1,5%
Eignir - Landsnet	Aðferð	Hlutfall
Tengivirki og háspennulínur o.fl.	Matsaðferð	80,6%
Í byggingu og undirbúningur	Kostnaðarverð	10,9%
Óefnislegar eignir	Kostnaðarverð	1,3%
Eignir - Stóru sjávarútvegsfélögin	Aðferð	Hlutfall
Fiskikíp, fasteignir og tækjabúnaður	Kostnaðarverð	22,0%
Aflaheimildir	Kostnaðarverð	44,4%
Eignarhlutur í hlutdeildarfélagum	Matsaðferð	13,5%

Sjá má að af langstærstum hluta eru eignir færðir á kostnaðarverði hjá sjávarútvegsfélögum og Landsvirkjun. Undantekningin eru þó eignahlutur í hlutdeildarfélagum sem er nokkur hluti eigna sjávarútvegsfélaga. Þetta eru t.d. sölufélög eða fiskeldisfyrirtæki. Orkufyrirtækin eiga einnig hlutdeildarfélag en áhrif þeirra á rekstur eru lítil eða óveruleg og sama á við um vægi í efnahagsreikningi.

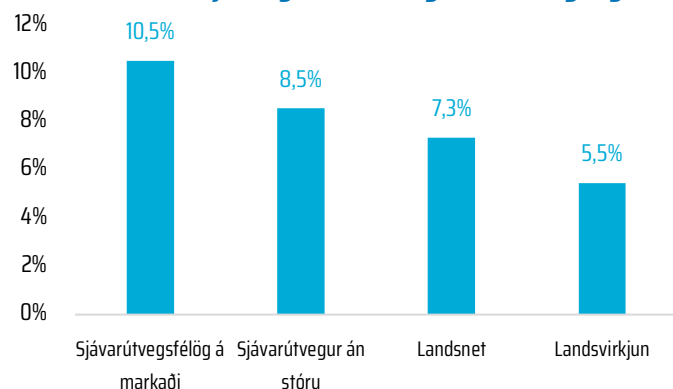
Hlutdeildarfélagin eru færð skv. matsaðferð. Í útreikningum á arðsemi bundins fjármagns er afkoma hlutdeildarféлага inn í útreikningum enda hlutdeildarfélag hluti af efnahagsreikningi. Það er því hægt að leiðrétta fyrir þeim og sleppa hlutdeildarfélagum bæði í teljara og nefnara.

Hjá Landneti er notuð matsaðferð á stærstan hluta fastafjármuna. Landsnet birtir hins vegar virði eigna án áhrifa endurmats. Af þeim sökum er hægt að reikna afkomu bundins fjármagns leiðrétta fyrir matsbreytingum.

Á mynd á næstu síðu er sýnd arðsemi bundins fjármagns hjá Landsvirkjun, Landsneti og sjávarútvegsfélögunum þremur. Það liggja ekki nægar upplýsingar um sjávarútveginn í heild til að hægt er leiðrétta fyrir matsbreytingum og hann hafður óbreyttur.

Ef leiðrétt er fyrir matsbreytingum er arðsemi bundins fjármagns töluvert hærrí hjá Landsneti. Einnig batnar afkoma sjávarútvegsfélaganna. Rekstrarhagnaður hlutdeildarféлага hefur ekki verið í samræmi við vægi í efnahagsreikningi.

Arðsemi bundins fjármagns leiðrétt fyrir matsbreytingu



Heimild: Ársreikningar Brim, Ísfélagsins, SVN, Landsnets og Landsvirkjunar, Hagstofa Íslands rekstrar- og efnahagsyfirlit fiskveiða og fiskvinnslu 1997 - 2024

Hver er næg ávöxtun af fjárfestingum?

Ávöxtun fjármuna í sjávarútvegi hefur verið að meðaltali 8,5% en 10,5% hjá stóru félögunum. Ávöxtun fjármuna orkufyrirtækjanna hafa skilað frá 5,5% upp í 7,3%.

Grunnvextir

Nægjanleg ávöxtun ræðst af grunnvöxtum sem eru að stórum hluta í erlendri mynt. Bæði fyrir sjávarútvegsfélögin og orkufyrirtækin. Gróflega eru tekjur hins hefðbundna sjávarútvegsfyrirtækis 35% í evru og í dollar, 10% í bresku pundi og norski og íslenski krónu.

Í byrjun maí var 10 ára ríkisbréfafraka m.v. framangreinda gjaldmiðlasamsetningu 4,3%.

Áhætta

Áhættan skiptir miklu máli en allri fjárfestingu fylgir áhætta. Áhætta skiptis gróflega upp í fyrirtækjaáhættu, markaðsáhættu, og sértæka áhættu. Við skulum byrja á fyrirtækjaáhættunni. Hún er mæld með sérstökum áhættustuðlum. Sjávarútvegsfyrirtæki er flokkuð með matvælaframleiðendum á heimasíðu Damodaran¹. Það má deila um þá flokkun. Sjávarútvegs- og matvælafyrirtæki eiga það þó sameiginlegt að eftirspurn eftir fisk og matvælum er stöðug og traust. Áhættustuðull (beta) er lágur. Áhætta er lág og skuldsetning almennt mjög lítil í þessum geira. Matvælafyrirtæki og sjávarútvegsfyrirtæki eiga það sameiginlegt að vera fjárfestingarfrek og hafa hátt eiginfjárlutfall. Áhættustuðull að teknu tilliti til skuldsetningar er lágur eða 0,60 fyrir skráð fyrirtæki og 0,83 fyrir önnur fyrirtæki í sjávarútvegi en skuldsetning er töluvert meiri en hjá stóru fyrirtækjunum.

Markaðsáhætta og sértæk áhætta

Markaðsáhætta ræðst af ástandi markaða og hver ávöxtun hlutabréfa er umfram ávöxtun áhættulausra vaxta og var í maí 4,25% skv. heimasíðu Damodaran. Sértækt álag er alltaf huglægt en er almennt frá um 0% upp í 5% hjá stórum skráðum félögunum. Þeir þættir sem skipta hér mestu máli eru rekstrarstöðugleiki en umtalsverðar sveiflur er í afkomu sjávarútvegsféлага. Samkeppni á markaði og fjárhagslegur styrkur. Sjávarútvegurinn er í alþjóðlegri samkeppni og áhætta nokkur hér. Stór áhættuþættir eru ástand fiskistofna. Smærri áhættuþættir eru fjármögnunaráhætta, pólitísk áhætta o.fl. Sértækt álag er hér metið 4%. Í tilfelli smærri fyrirtækja og óskráðra er ávallt hærra áhættuálag vegna lakari upplýsingargjafar, smæðaráhættu og almennt lakari tekjudreifingu og færri viðskiptavina.

Framangreint gefur ávöxtunarkröfu til eigin fjár sem er 10,9% til skráðu sjávarútvegsfélaganna og 13,8% til annarra féлага í greininni að meðaltali (sjá má útreikning í töflu á næstu síðu). Til samanburðar var arðsemi skráðu sjávarútvegsfélaganna 12,7% til 14,4% eftir því hvort eiginlegt eiginfjárlutfall var notað eða 50% og arðsemi yfir viðmiði. Hjá öðrum félögunum var hún 6,2% til 10,5% eftir því hvort notað var eiginlegt eiginfjárlutfall eða 50%. Atvinnugreinin í heild sinni er vel undir kröfu um eðlilega arðsemi til eigin fjár.

¹ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Lág arðsemi út af háu eiginfjárlutfalli!

Eiginfjárlutfall matvælafyrirtækja er mjög hátt og um 70 til 75% í Bandaríkjunum og Evrópu skv. heimasíðu Damodaran² og vel yfir 50% skv. öðrum gagnveitum líkt og CSI-Market og Eikon Reuters. Það er því ekkert óeðlilegt við það að eiginfjárlutfall stóru sjávarútvegsfyrirtækjanna á Íslandi sé 56,1%. Eiginfjárlutfall er almennt lágt í sjávarútveginum í heild sinni eða 38,9% og er hlutfallið væntanlega hvað lægst hjá smærri útgerðum. Lágt eiginfjárlutfall sjávarútvegs á Íslandi samanborið við matvælaframleiðendur á heimsvísu bendir til ónæggrar fjárfestingar og arðsemi í greininni ef undanskilin eru stóru fyrirtækin. Framleiðniaukning væri hærrí og vöxtur landsframleiðslu á mann meiri ef meiri fjárfestingar hefði notið við. Þetta þarf að kanna betur enda veltur hagvöxtur eða framleiðnivöxtur á Íslandi mjög á útflutningsgreinum og sérstaklega sjávarútvegi.

Fjármagnskostnaður

Fyrirtæki eru nær aldrei fjármögnuð aðeins af eigin fé og eru að hluta fjármögnuð af lánsfé. Lánskjör stóru útgerðarfélaganna bera oftast álag upp á 1,5 prósentustig ofan á grunnvexti og væntanlega að lágmarki 1 prósentustigi hærrí fyrir smærri fyrirtæki. Lánskjör eru því um 5,8% til 6,8%. Veginn fjármagnskostnaður sem tekur tillit til skattahagræðis skuldsetningar gefur veginn fjármagnskostnað (WACC) upp á 8,1% fyrir stóru fyrirtækin á markaði og 8,7% fyrir önnur. Það er sú ávöxtun sem fjárfesting þarf að lágmarki að skila.

Arðsemi bundins fjármagns stóru útgerðarfyrirtækjanna var 10,5% ef leiðrétt er fyrir matsbreytingum. Ef lítið er til annarra fyrirtækja í greininni er ljóst að fjárfesting tæplega borgaði sig fyrir hækkun auðlindagjalda og mun líklega alls ekki borga sig eftir hækkun auðlindagjalda.

Orkufyrirtækin

Tekjustreymi orkufyrirtækjanna er að nær öllu leyti bandarískum dollurum og íslenskum krónum. Gróflega voru tekjur Landsvirkjunar um 80% í dollar og 20% í krónum. Við gefum okkur sömu forsendur fyrir Landsnet. Í byrjun maí var 10 ára ríkisbréfafraka m.v. framangreinda gjaldmiðla samsetningu 4,8%.

Í tilfelli orkufyrirtækjanna er áhættustuðull einnig lágur og skuldsetning lág. Áhættustuðull að teknu tilliti til skuldsetningar er 0,7 fyrir Landsvirkjun og 0,85 hjá Landsnet sem er með töluvert meiri skuldsetningu. Markaðsáhætta er

sú sama hjá orkufyrirtækjunum 4,25%. Ef lítið er á sértæka áhættu er álagið mjög lágt hjá orkufyrirtækjunum það endurspeglast að hluta í mjög hagstæðum lánskjörum. Tveir þyngstu þættirnir eru rekstrarstöðugleiki og samkeppni. Rekstrarstöðugleiki er mikill og samkeppnin engin í tilfelli Landsnets. Landsvirkjun ber nokkra áhættu af arðsemi hvernir virkjunarframkvæmdar. Arðsemi einstaka fjárfestinga í aflstöðvum eða virkjun getur verið undir væntingum. Landsnet er tryggt fyrir ytri skellum. Það má taka sem dæmi að Landsnet fær sína þóknun þótt framleiðsla Norðuráls skertist mikið. Útlit gæti þó verið á dómsmáli. Það eru litlu áhættuþættirnir sem vega lítið sem koma inn í sértækt álag eða áhættu hjá Landsneti og Landsvirkjun. Þetta er gjaldeyrísáhætta og sveiflur í álverði. Sértæk áhætta er óveruleg í tilfelli Landsnets og lág hjá Landsvirkjun. Eiginfjárfraða orkufyrirtækjanna liggur því á bilinu 8,8% til 8,9%. Hvorugt fyrirtækið nær því enda ekki tilgangur rekstrar að hámarka arðsemi.

Ávöxtunarkrafa til eiginfjár og fjárfestinga

Krafa um ávöxtun eigin fjár og fjárfestinga				
Áætla	Sjávarútvegur	Þrjú stóru	Landsvirkjun	Landsnet
Áhættulausir vextir	4,3%	4,3%	4,8%	4,8%
Áhættustuðull	0,83	0,60	0,70	0,85
Markaðsáhætta	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Sértæk áhætta	6,00%	4,00%	2,00%	1,50%
Ávöxtunarkrafa á eigið fé	13,8%	10,9%	9,8%	9,9%
Lánsfjármögnun	6,8%	5,8%	5,3%	5,3%
Skuldahlutfall	61,1%	43,9%	45,8%	56,1%
Eiginfjárlutfall	38,9%	56,1%	54,2%	43,9%
Skattar	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	8,7%	8,1%	7,2%	6,7%

Lánskjör fyrirtækjanna voru mjög hagstæð og áætlað að álag ofan á grunnvexti sé um 1 prósentustig. Veginn fjármagnskostnaður Orkufyrirtækjanna er því 6,7% til 7,2%. Ávöxtun bundins fjármagns Landsvirkjunar er því nokkuð undir lágmarkröfu en ávöxtun bundins fjármagns Landsnets lítillega fyrir ofan ef tekið er tillit til matsbreytinga.

Almennt er skuldsetning lífil hjá orkufyrirtækjum en þó heldur hærrí en hjá matvælaframleiðendum og skv. heimasíðu Damodaran er eiginfjárlutfallið almennt um 55 til 60% hjá orkufyrirtækjum í Evrópu og Bandaríkjunum. Eiginfjárlutfall Landsvirkjunar er nokkuð nálægt því sem almennt gerist.

Er ofsagróði af innlánnum?

Niðurstaðan er nokkuð skýr. Arðsemi bundins fjármagns m.v. vegin fjármagnskostnað í sjávarútvegi hefur ekki verið nægjanleg og tæplega það hjá orkufyrirtækjunum Landvirkjun og Landsneti. Orkan og fiskimiðin eru helstu

² <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

auðlindir Íslendinga. Ávöxtun bundins fjármagns hefur verið á svipuðum slóðum og góðir innlánsvextir í íslenskum krónum. Það er einkar athyglisvert í ljósi þess að fjárfestingarstig á Íslandi hefur verið lágt. Það er lykilatriði er að byggja upp jarðveg sem hámarkar verðmætasköpun af hverju starfi í útflutningsgreinunum. Hámörkun verðmætasköpunar mun ekki eiga sér stað nema með fjárfestingu. Hærri skattar munu draga enn frekar úr fjárfestingum í sjávarútvegi og gera óviðunandi arðsemi fjárfestinga enn verri. Stóru þrjú félögin sem eru á markaði og hafa um 30% aflaheimilda skera sig úr og hafa náð vel viðunandi arðsemi eigin fjár og ásættanlegri ávöxtun af fjárfestingu. Það er í lófa lagið að auknar álögur munu skila sér í aukinni samþjöppun í sjávarútvegi.

Ávöxtunarkrafa til eiginfjár og fjárfestinga og rauntölur

	Arðsemi eiginfjár	Ávöxtunarkrafa	ROCE	WACC
Sjávarútvegsfélög á markaði	14,4%	10,9%	10,5%	8,1%
Sjávarútvegur án stóru	10,5%	13,8%	8,5%	8,7%
Landsnet	6,8%	9,9%	7,3%	6,7%
Landsvirkjun	5,6%	9,8%	5,5%	7,2%

Ávöxtunarkrafa til eiginfjár og fjárfestinga og rauntölur

