Bláa Lónið

Verðmat í aðdraganda útboðs

10. nóvember 2026

Nánari upplýsingar

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

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

Ábyrgðarmaður

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

© 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 ákvarðanataka um viðskipti með fjármálagerninga skal byggja á eigin rannsóknum og greiningu, ásamt ráðgjöf fagaðila eftir því sem við á.

Framtíðarhorfur og vinnsla

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

Engin ábyrgð á tjóni

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

Hagsmunatengsl

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

*Aðkoma **Bláa Lónsins hf.** að greiningarvinnu þessari og gerð verðmatsskýrslu á grundvelli hennar er greiðsla þóknunar til Jakobsson Capital ehf. Hvorki **Bláa Lónið hf.** né starfsmenn fyrirtækisins munu eða hafa komið að úrvinnslu gagna, greiningu eða nokkrum öðrum verkefnum sem tengjast verðmatsskýrslunni.*

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

Inngangur

Við verðmat á rekstri Bláa Lónsins var stuðst við núvirðingu á áætluðu frjálsu fjárflæði til framtíðar. Sú nálgun gefur að verðmæti Bláa Lónsins eftir sameiningu við Arctic Adventures sé 1.289 milljónir evra og verðmatsgengi sé 137 krónur á hlut. Samþykki Samkeppniseftirlitsins á kaupum Bláa Lónsins á Arctic Adventures liggur nú fyrir. Kaupin verða að öllu leyti fjármögnuð með útgáfu nýs hlutafjár. Útboðsgengi er 95 krónur á hlut og er verðmatsgengi 44% yfir útboðsgengi.

Bláa Lónið áætlar að selja 150 milljónir nýrra hluta í félaginu dagana 10. til 13. nóvember vegna skráningar á aðalmarkað Kauphallar. Fyrir útboð námu útgefnir hlutir í Bláa Lóninu 875 milljónum hluta. Eftir útboðið verða hlutirnir 1.025 milljónir. Það er því 14,6% hlutafjár Bláa Lónsins sem verður í boði í útboðinu. Eftir sameiningu við Arctic Adventures og aukningu hlutar í hlutdeildarfélögum fer fjöldi hluta upp í 1.296 milljónir hluta. Verðmatsgengi miðar við 1.296 milljónir hluta og að gengi evru sé 138 krónur.

Útboðið skiptist upp í tvær tilboðsbækur, Tilboðsbók A og Tilboðsbók B. Tilboðsbók A er fyrir smærri áskriftir (100 þ.kr. – 20 m.kr.) og er fast verð 95 kr. á hlut. Stefnt er að því að um 30% af útboðinu verði í Tilboðsbók A. Í Tilboðsbók B (áskriftir yfir 20 m.kr.) er lágmarksverðið 95 kr. á hlut og er stefnt að því að 70% af útboðinu verði í þeirri bók. Ef umfram eftirspurn verður í tilboðsbók A verða áskriftir skertar hlutfallslega en þó þannig að leitast verður við að skerða ekki áskriftir undir 1 m.kr.

Bláa Lónið með margt á prjónunum

Tilgangur útboðs Bláa Lónsins er að styrkja félagið. Bláa Lónið stendur í stórræðum. Hér má nefna að miklar framkvæmdir standa yfir við Rauðukamba í Þjórsárdal. Stefnt er að opnun 40 herbergja lúxushótels vorið 2028, auk fjallabaða og gestastofu. Hótelið og böðin eru byggð inn í hlíð sem gefa einstakt útsýni yfir Þjórsárdal og fellur húsnæðið inn í landslagið. Hótelið mun ganga undir nafninu Mountain Retreat og böðin undir nafninu Mountain Baths. Samhliða hótelinu og böðunum verður byggð gestastofa þar sem verður móttaka fjallabaða, veitingastaður, upplýsingamiðstöð auk gagnvirkrar sýningar á sögu Þjórsárdals. Við þjónustumiðstöð verða 40 smáhýsi og tjaldsvæði. Áætlaður framkvæmdakostnaður er 138 milljónir evra. Hér er um að ræða stærsta þróunarverkefni í sögu ferðaþjónustu á Íslandi. Markmiðið er að upplifun hótelgesta verði einstök þar sem samspil útsýnis og náttúru leikur stærsta hlutverkið. Hótelið er byggt inn í hlíðina. Lítið fer fyrir hótelinu að utan. Að innan leikur bergið ásamt timbri og öðrum náttúrulegum byggingarefnum stærsta hlutverkið í að kalla fram náttúrulegt og hlýlegt umhverfi með einstöku útsýni yfir Þjórsárdal.

Glacier Retreat

Einnig hefur Bláa Lónið tryggt sér land við Vatnajökul. Verkefnið er komið mun skemmra á veg en Mountain Retreat í Þjórsárdal. Það liggur ekki fyrir kostnaður við áætlaða uppbyggingu. Fyrsti áfanginn er uppbygging jarðhitabaða en þar mun upplifunin snúast um hvar kaldur jökull mætir jarðvarma. Í framhaldinu af opnun baðanna er stefnt að opnun hótels þar sem upplifun mun mótast af þessum hitaskilum og verður áhersla á loftslagsbreytingar og sjálfbærni.

Arctic Adventures

Síðast en ekki síst er svo yfirtakan á Arctic Adventures. Kaupverðið 161,5 milljón evra eða 23,4 ma.kr. m.v. gengi evru á kaupdegi. Vaxtaberandi skuldir að frádregnu handbæru fé námu 55,6 milljónum evra og heildarverð því 217,1 milljón evra. Verðkennitalan sem Arctic Adventures er keypt á er EV/EBITDA 9,2 m.v. rekstraráætlun Arctic Adventures fyrir árið 2026. Þetta er að meðtöldum samlegðaráhrifum upp á 4,8 milljónir evra. Það er því gert ráð fyrir að EBITDA Arctic Adventures verði 18,8 milljónir evra árið 2026. Ef samlegðaráhrifum er bætt við gerir það EBITDA upp á 23,6 milljónir evra árið 2026.

Við yfirtökuna á Arctic Adventures mun Bláa Lónið geta boðið upp á fjölbreyttan ferðaþjónustupakka líkt og jöklaferðir, köfun og norðurljósaferðir. Auk afþreyingar eru mörg félög og staðir í eigu Arctic Adventures. Hér má nefna Adventure Hotels sem eru með 144 hótelherbergi og Happy Campers sem er með um 250 bíla. Staðir í eigu Arctic Adventures eru Kerið, Fjaðrárgljúfur og Lava Tunnel eða Raufarhólshellir. Í kaupunum felast mikil krosssölutækifæri ásamt samlegðaráhrifum.

Saga Bláa Lónsins, skipulag og hluthafar

Bláa lónið var stofnað árið 1992. Árið 1993 var meðferðaraðstaða fyrir psoriasissjúklinga byggð ásamt rannsóknar- og þróunarsetri. Árið 1994 hóf Bláa Lónið meðferð fyrir psoriasissjúklinga og tók við rekstri og móttöku almennra gesta.

Hönnun og upplifun

Árið 1995 litu fyrstu vörurnar dagsljósið í húðlínu Bláa Lónsins. Framleiðsla húðvara hefur verið eitt af tekjusviðum fyrirtækisins ásamt ferðaþjónustu. Árið 1999 opnar svo sá hluti Bláa Lónsins sem við þekkjum flest í dag og er einn frægasti áfangastaður á Íslandi og eitt helsta aðdráttarafl landsins. Það var ekkert til sparað í hönnun og upplifun staðarins en hönnun og gæði hafa verið eitt af aðalsmerkjum Bláa Lónsins. Árið 2003 var svo opnað nýtt upplifunarsvæði með hellum, gufuböðum, foss og nuddvík.

Bláa Lónið stækkar

Árið 2005 opnaði svo lækningarlind og þróunarsetur húðvara við Bláa Lónið og efldist húðvöru-og meðferðarsvið Bláa Lónsins við það. Í kjölfarið opnuðu svo búðir Bláa Lónsins árið 2006. Árið 2007 var ráðist í stækkun og endurbætur á húsakynnum Bláa Lónsins og Lava Restaurant opnaði. Á árunum 2012 til 2015 var fjárfest í upplýsingatækni og bókunarvél þar sem gestir gátu bókað og greitt fyrir heimsóknir. Árið 2016 stækkar Bláa Lónið svo aftur. Lónið var stækkað um helming eða upp í 8.700 fermetra eða í þá stærð sem lónið er í dag. Einnig var aðstaða lækningarlindar stækkuð og herbergjum fjölgað úr 15 í 35.

Bláa Lónið meira en bara Bláa lónið

Það má segja að ákveðin kaflaskil hafi orðið árið 2021 er framkvæmdir við ferðaþjónustu og afþreyingar hófust í Kellingarfjöllum. Árið 2023 opnaði Highland Base í Kerlingarfjöllum. Framkvæmdir við Mountain Retreat í Þjórsárdal hófust svo árið 2024. Að auki hafa bæst margar rekstrareiningar við frá árinu 2021. Hér má nefna hálendismiðstöðina í Hrauneyjum og ferðaþjónustuna Hoffell. Árið 2026 jók Bláa Lónið hlut sinn í Norðurböðum sem er stór hluthafi í Jarðböðunum Mývatni og Sjóböðunum Húsavík með fyrirvara Samkeppniseftirlitsins. Einnig jók Bláa Lónið hlut sinn í Laugarvatn Fontana. Bláa Lónið verður meirihlutaeigandi í þessum baðlónum, auk þess á Bláa Lónið nokkurn hlut í Vök Baths fyrir austan og í Hreyfingu líkamsrækt.

Einkaleyfi í Evrópu og Bandaríkjunum

Eftir þessa löngu upptalningu er rétt að benda á að Bláa Lónið er með einkaleyfi í Bandaríkjunum og í Evrópu á notkun útdrátta úr þörungum úr sérstöku salt- og jarðhitavatnsumhverfi í snyrtivörum og lyfjum. Bláa Lónið er með einkaleyfi í Evrópu á notkun kísils (silica) í húðvörum.

Hluthafahópinn sem hefur ekki setið auðum höndum síðustu áratugi má sjá í töflu að neðan. Lífeyrissjóðirnir er stærstu eigendurnir með um 53% en stærsti einstaki hluthafinn er Kólfur félag í eigu stofnanda Bláa Lónsins með um 24,9%.

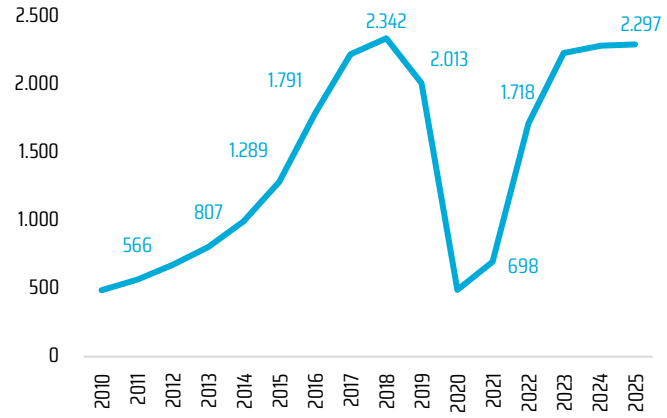
Hluthafasamsetning fyrir útboð

Hluthafar Bláa Lónið	%
Kólfur ehf	24,9%
Lífeyrissjóður verslunarmanna	10,5%
Gildi Lífeyrissjóður	10,2%
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	5,7%
Almenni-Lífsverk lífeyrissjóður	4,6%
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	4,4%
Stoðir hf.	4,3%
M4 ehf.	3,9%
Festa lífeyrissjóður	3,9%
Birta lífeyrissjóður	3,2%
Smærri hluthafar	24,5%
Eigin hlutir	0,0%

Ferðaþjónusta, baðlón og tekjuvöxtur

Bláa Lónið hefur markaðssett sig sem vellíðunar-ferðaþjónustu. Áherslur munu líklega breytast lítillega við sameiningu við Arctic Adventures . Meiri áhersla verður á afþreyingu og almenna ferðaþjónustu. Við skulum því byrja að líta á vöxt ferðaþjónustunnar á Íslandi síðustu 15 árin. Eftir mjög hraðan vöxt á árunum 2010 til 2019 hefur heldur dregið úr vexti síðustu árin og hefur ferðamannafjöldinn verið um 2,3 milljónir ferðamanna síðustu ár. Frá árinu 2010 til 2025 var árleg meðalfjölgun 10,9%. Frá árinu 2019 hefur árleg fjölgun verið 2,2% á ári og eftir að ferðaþjónustan náði vopnum sínum að nýju eftir Covid árið 2023 hefur fjölgun verið 0,9% að meðaltali.

Fjöldi ferðamanna á Íslandi í þúsundum

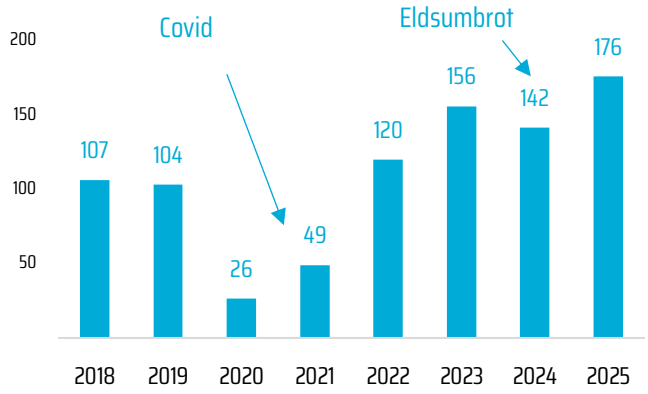


Mjög hraður vöxtur þrátt fyrir ytri áföll

Vöxtur í tekjum baðlóna hefur verið geysilega hraður þrátt fyrir ytri áföll. Á sama tíma og árleg fjölgun ferðamanna hefur verið um 2,2% á ári frá árinu 2019 hefur árlegur tekjuvöxtur baðlóna verið 9,3%. Þessi mikli vöxtur hefur verið þrátt fyrir Covid og eldsumbrotin á Reykjanesi sem höfðu mikil áhrif á rekstur Bláa Lónsins. Á þessum markaði hefur Bláa Lónið verið langstærst.

Mynd hér að neðan sýnir tekjur baðlóna á Íslandi í milljónum evra. Árið 2018 voru aðeins þrjú baðlón. Bláa Lónið, Jarðböðin Mývatni og Laugarvatn Fontana. Markaðshlutdeild Bláa lónsins var tæplega 91%. Hér er aðeins horft til tekna Bláa Lónsins af baðlóni (Spa) og veitingasölu. Nær öll lónin eru með veitingasölu. Mikill vöxtur var svo eftir Covid þegar að Sky Lagoon, Sjóböðin Hvammsvík, Sjóböðin Húsavík og Skógarböðin Akureyri bættust við. Sky Lagoon er næst stærst og með umtalsverða veltu eða 45 milljónir evra árið 2025.

Tekjur baðlóna á Íslandi



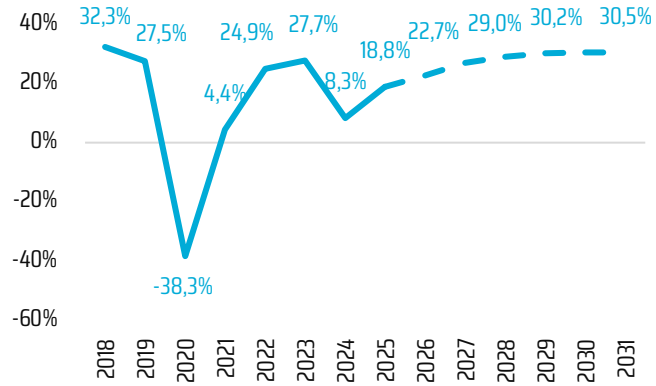
** Heimild ársreikningar Bláa Lónsins (Spa, veitingastaðir), Sky Lagoon, Jarðbaðanna Mývatni, Vök Baths, Sjóbaðanna Húsavík, Skógarbaðanna Akureyri, Sjóbaðanna Hvammsvík og Laugarvatn Fontana.. (Í þennan samanburð vantar Laugarás Lagoon sem opnaði í lok árs 2025).*

Við opnun allra þessara baðlóna dró óhjákvæmilega úr markaðshlutdeild Bláa Lónsins. Árið 2023 var markaðshlutdeild Bláa Lónsins mæld út frá veltu um 61,6%. Í kjölfar eldsumbrotanna 2024 drógust tekjur Bláa Lónsins saman um 18%. Mestur var tekjusamdrátturinn í baðlónatekjum og veitingasölu eða um 21%. Það var mikil forsjálni að árið áður hafði Highland Base opnað í Kerlingarfjöllum og uppbygging að Mountain Retreat var hafin í Þjórsárdal. Samdráttur í hóteltekjum var 13%. Áhrif umbrotanna gætti ennþá árið 2025 en í minna mæli.

Mjög arðbær ef nýting er góð

Rekstur baðlóna á Íslandi er arðbær atvinnugrein og hefur rekstrarhagnaðarhlutfall verið hátt í greininni. Hér má taka dæmi að árin 2018 og 2019 rétt fyrir Covid og eldsumbrot var EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins frá 27,5% upp í 32%. Árið 2025 var EBITDA hlutfall 18,8%. EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins var undir viðmiði í baðlónarekstri árið 2025 en það kom til raskana og lokana það ár hjá Bláa Lóninu. Að meðaltali var EBITDA-hlutfall helstu átta baðlóna á Íslandi 28,2% árið 2025.

EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins 2018 til 2031



**EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins með Skin Science*

Aukin arðsemi ætti ekki að koma á óvart

Rekstraráætlun Bláa Lónsins fyrir árið 2026 gerir ráð fyrir að EBITDA verði 39 milljónir evra árið 2026 eftir að hafa verið 29,4 milljónir evra árið 2025 og að EBITDA-hlutfall fari úr 18,8% upp í 22,7% milli áranna 2025 og 2026. Þessi hækkun ætti ekki að koma á óvart. Arðbærni undirliggjandi rekstrar baðlóna ræðst mjög af tekjum og nýtingu. Þegar tekjur eru miklar er arðsemi og arðbærni há í rekstri. Ef tekjurnar dragast saman er dæmið fljótt að snúast við. Uppbygging baðlóns er fjármagnsfrek, byggingar og baðlón krefjast umhirðu og viðhalds sama hver fjöldi gesta er. Það þarf ávallt ákveðinn lágmarksfjölda starfsmanna sem þarf að vera á staðnum. Oftast er miðað við ákveðinn fjölda skápa á hvern starfsmann. Þörfin fyrir fleiri starfsmenn eykst ekki hlutfallslega í takt við gestafjölda.

Þetta sést vel ef rekstur Bláa Lónsins og smærri baðlóna á landsbyggðinni er skoðaður. Afkoma smærri baðlóna á landsbyggðinni ræðst mjög af veðri og færð á vegum. Fjöldi lokunardaga sveiflast milli ára eftir veðri og færð. Hjá Bláa Lóninu var lokað vegna eldsumbrota í 76 daga árið 2024.

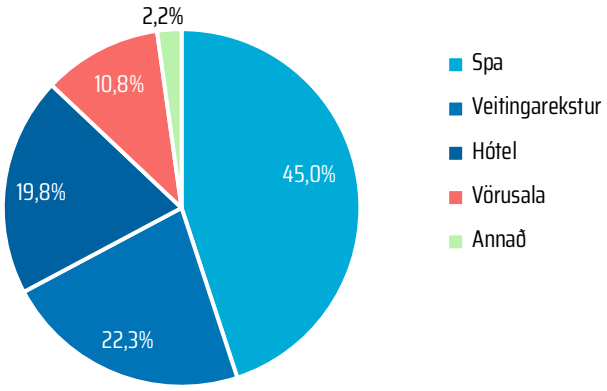
Tekjur drógust saman um 18% milli ára en kostnaður jókst um 4%. Vörunotkun dróst saman en telur mjög lítið í heildarkostnaði. Almennur rekstrarkostnaður sem er líklega að stærstum hluta húsnæðistengdur kostnaður jókst um 1,9%. Launakostnaður hækkaði umtalsvert en hluti þess var væntanlega vegna sérstakra aðstæðna.

Stærsti kostnaðarliðurinn er iðulega launakostnaður. Húsnæðistengdur kostnaður, hitun, viðhald og kostnaður tengdur umhirðu o.s.frv. er næst stærsti kostnaðarliðurinn og mikið til fastur kostnaður. Vörunotkun eða KSV (kostnaðarverð seldra vara) er iðulega langminnsti kostnaðarliðurinn og sveiflast með tekjum.

Tekjuskipting

Líkt og kom fram í inngangi er Bláa Lónið meira en bara Bláa lónið. Vissulega eru tekjur af baðlónum stærsti tekjupósturinn en tekjur af hótelrekstri nema 19,8% og vörusala 10,8%. Veitingarekstur vegur einnig nokkuð þungt og koma 22,3% tekna frá veitingum. Það er meira en almennt hjá baðlónum sem selja léttar veitingar en almennt minna en í hótelrekstri þar sem hlutfallið er oft um 30%.

Tekjuskipting Bláa Lónsins 2025



Verðmat - Forsendur

Grunnforsenda vaxtar

Grunnforsenda gerir ráð fyrir 5% innri tekjuvexti á spátíma eða tekjuvexti án fjárfestinga og sameininga. Hér er horft til spár IATA frá því í mars 2026 sem gerir ráð fyrir 3,1 til 3,3% vexti í farþegaflugi[1] eða 3,2% að meðaltali. Það er því gert ráð fyrir hraðari vexti en almennt í ferðaþjónustu. Vöxtur í vellíðunarferðaþjónustu gæti orðið töluvert hraðari en forsendur. Wellness Institute 2025[2] spáir 9,1% árlegum vexti í vellíðunarferðaþjónustu fram til ársins 2029. Tekjuvöxtur upp á 9,3% í baðlónarekstri á Íslandi hefur verið samfara fjárfestingu í greininni.

Framtíðarvöxtur

Framtíðarvöxtur eftir að spátíma lýkur er áætlaður 3,2% að nafnvirði eða 1,2% að raunvirði. Hér er stuðst við spá IATA um vöxt í farþegaflugi. Sú spá gerir ráð fyrir örlítið meiri vexti í fjölgun flugfarþega en fólksfjölgun. Spá Sameinuðu þjóðanna gerir ráð fyrir um 0,85% fólksfjölgun í heiminum[3].

Skin Science

Stjórnendur telja að húðvörur fyrirtækisins eigi töluvert inni og telja að tekjuvöxtur húðvara verði miklu meiri en annarra eininga félagsins. Rekstur Skin Science er mjög ólíkur öðrum rekstri og mætti flokka þessa rekstrareiningu sem sprota-eða vaxtarfyrirtæki. Í verðmati er þessi hluti klofinn frá öðrum rekstrareiningum og verðlagður sérstaklega. Tekjuspá sem hér fer á eftir verður örlítið lægri en tekjuspá Bláa Lónsins þar sem Skin Science er tekið út fyrir sviga.

Rekstraráætlun Bláa Lónsins gerir ráð fyrir að tekjur Skin Science verði 22,6 milljónir evra árið 2027. Vörusala nam 16,8 milljónum evra árið 2025 en ekki er óvarlegt að áætla að þær tekjur séu að nær öllu leyti tekjur af húðvörum félagsins. Þessi rekstrarhluti er smár í dag en gæti vaxið mjög hratt á næstu árum. Líkt og oft vill verða eru rekstrarhagnaðarhlutföll lægri í þróunarverkefnum og ein ástæða þess EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins hefur verið lægra síðustu ár en félaga sem eru aðeins í baðlónarekstri.

Félög eins og Estée Lauder, e.l.f., L'Oreal og Shiseido er verðlögð á þrefaldri sölu (EV/Sales). Samkvæmt forsvarsmönnum Bláa Lónsins gerir áætlun ráð fyrir að tekjur af Skin Science nemi 22,6 milljón evra árið 2027. Vænt verðmæti Skin Science er því 68 milljónir evra m.v. verðkennitölu (EV/Sales) að framan.

Tekjuspá

Tekjuspá Bláa Lónsins gerir ráð fyrir að tekjur verði 173 milljónir evra árið 2026. Það er ekki mikið eftir af árinu og væntanlega nokkur vissa um endanlegar tekjur þegar að áætlun var unnin og óvissa lítil. Árið 2025 voru tekjur 156 milljónir evra og gerir tekjuáætlun Bláa Lónsins ráð fyrir 10,9% tekjuvexti. Það er nokkuð kröftug tekjuaukning en hér þarf að horfa til þess að Bláa Lónið þurfti tvisvar að grípa til lokunar árið 2025 en aldrei árið 2026. Það er ekki óvarlegt að áætla að tekjur ársins 2025 hafi verið 5% lægri vegna eldsumbrota og að tekjur ársins 2026 verði 5% hærri á móti. Bæði eru bein áhrif út af töpuðum dögum en óbeinu áhrifin vega líklega margfalt þyngra. Afbókanir hafa væntanlega verið nokkrar á fyrri hluta árs 2025 vegna óvissu og raskana. Rekstraráætlun í verðmati gerir ráð fyrir að tekjur án Skin Science verði um 152 milljónir evra árið 2026.

Laugarvatn Fontana sem var hlutdeildarfélag verður hluti af rekstri allt árið 2027. Tekjuaukning vegna þessa nemur væntanlega um 2%. Tekjur Laugarvatn Fontana hafa verið 400 til 500 m.kr. eða um 3 milljónir evra.

Sameining við Arctic Adventures árið 2027

Þegar grunnforsendu um 5% vöxt er bætt við væntingar um 2% tekjuvöxt vegna aukinna afkasta fæst að tekjuvöxtur Bláa Lónsins verði rúmlega 7%. Það má einnig búast við einhverjum verðskrárhækkunum til að mæta hækkun virðisaukaskatts. Þyngst vegur hins vegar að Arctic Adventures kemur inn í reksturinn það ár. Rekstraráætlun Bláa Lónsins gerir ráð fyrir að tekjur aukist um 99 milljónir evra vegna þess. Á fyrstu níu mánuðum ársins 2026 námu tekjur Arctic Adventures 69 milljónum evra. Rekstraáætlun Bláa Lónsins gerir ráð fyrir að tekjur verði 290 milljónir evra árið 2027.

[1] https://www.iata.org/en/publications/economics/reports/global-outlook-for-air-transport-december-2025/(

[2] https://globalwellnessinstitute.org/industry-research/2025-global-wellness-economy-monitor/

[3] https://news.un.org/en/story/2022/07/1122272
https://www.un.org/development/desa/pd/

Eins og kom fram áðan tekur spá ekki tillit til Skin Science. Af þeim sökum gerir tekjuspá sem hér fer á eftir ráð fyrir 268 milljón evra tekjum árið 2027.

Hraður vöxtur 2028 til 2030

Vöxtur mun verða mikill árin 2028 og 2029 er Bláa Lónið mun opna Mountain Retreat við Rauðukamba í Þjórsárdal. Væntingar félagsins eru um að fjárfestingin skili félaginu 64 til 70 milljónum evra í tekjur. Nú er Bláa Lónið með 97 herbergi í Silica og Retreat og 48 hótelherbergi í Kerlingarfjöllum eða samtals 145 herbergi. Herbergjum fjölgar í 185 herbergi við opnun Mountain Retreat í Þjórsárdal. Nýtt stórt baðlón bætist við.

Auk þess munu bætast við 40 smáhýsi en til samanburðar er Bláa Lónið með 6 smáhýsi í Kerlingarfjöllum. Tekjuvöxturinn verður mun meiri en hlutfallsleg aukning segir til um. Fjórðungur herbergja eru svítur í Mountain Retreat. Hótelið verður háklassa lúxushótel byggt inn í fjallið með einstöku útsýni yfir Þjórsárdal.

Að auki má gera ráð fyrir verulegum tekjuvexti í veitingasölu. Opnun þjónustumiðstöðvar og tjaldsvæðis mun skjóta styrkari stoðum undir aðrar tekjur af ferðaþjónustu. Í forsendum verðmats er gert ráð fyrir að tekjur aukist um 67 milljónir evra vegna þessarar fjárfestingar.

Sjóböð og Jarðböð koma inn í rekstur

Í þessu verðmati er gert ráð fyrir að Sjóböðin Húsavík og Jarðböðin á Mývatni verði hluti af rekstri árið 2028, þótt væntanlega verði þau að hluta inn í rekstri árið 2027. Rétt er að taka fram að þessi kaup eru háð samþykki Samkeppniseftirlitsins.

Tekjur Sjóbaðanna og Jarðbaðanna námu um 1,5 ma.kr. árið 2025 eða um 11,1 milljón evra. EBITDA félaganna var 4,3 milljónir evra árið 2025 en rekstraráætlun Bláa Lónsins gerir ráð fyrir 3 milljón evra jákvæðum áhrifum árið 2027.

Það verður því gríðarlega hraður tekjuvöxtur árið 2028. Á árunum 2027 til 2030 er gert ráð fyrir tekjur aukist um 120 milljónir evra og að tekjur fari úr 268 milljónum evra árið 2027 upp í 388 milljónir evra árið 2030. Megin þorri tekjuvaxtar kemur frá Mountain Retreat og kaupum á baðlónum sem skilar félaginu 78 milljónum evra. Tekjuaukning vegna innri vaxtar nemur 42 milljónum evra.

Í lok spátíma árið 2031 munu tekjur nema 408 milljónum evra. Tekjuvöxtur verður því 11% á ári án Skin Science. Ytri vöxtur mun verða 6% á ári vegna fjárfestingar auk 5% innri vaxtar. Í forsendum Bláa Lónsins er ekki gert ráð fyrir að Mountain Retreat verði komið á full afköst fyrr en árið 2032. Megin þungi aukins tekjuvaxtar vegna þessa verkefnis kemur fram á árunum 2028 og 2029.

Glacier Retreat

Vinna við Glacier Retreat er komin skemmra á veg en við Mountain Retreat. Það liggur ekki fyrir áætlun um kostnað við þá fjárfestingu. Hér eru ekki heldur væntingar um tekjur eða nákvæm tímasetning á opnun baða eða hótels. Opnun Glacier Retreat væri við lok spátíma eða að spátíma loknum. Það er því ekki tekið tillit til Glacier Retreat í verðmati.

Hátt rekstrarhagnaðarhlutfall

Forsendur Bláa lónsins gera ráð fyrir 39 milljón evra EBITDA og 22,7% EBITDA-hlutfalli árið 2026. Það virðist varfærin forsenda í ljósi mikils tekjuvaxtar á milli áranna 2025 og 2026. Rekstrarhagnaðarhlutfall er mjög nærmt fyrir tekjuvexti og nýtingu. Sögulega virðist hlutfallið nokkuð lágt og töluvert undir þeim gildum sem voru árin 2022 og 2023 þegar að Bláa Lónið var að ná vopnum sínum aftur eftir Covid.

Hér gætu nokkrir þáttir ráðið töluverðu um. Í fyrsta lagi hefur einskiptiskostnaður vegna hlutafjárútboðs töluverð áhrif árið 2026. Samkeppni á baðlónamarkaði hefur aukist á síðustu árum t.d. með tilkomu Sky Lagoon sem veltir yfir 45 milljónum evra og opnaði árið 2021. Einnig eru umsvif baðanna í Hvammsvík nokkur en þau opnuðu árið 2023. Það er því eðlilegt að gera ráð fyrir lægri rekstrarhagnaðarhlutföllum en árin 2018 og 2019 þegar að markaðshlutdeild Bláa Lónsins var um 90% og baðlón færri.

Forsendur í verðmati gera ráð fyrir að EBITDA verði um 39 milljónir evra árið 2026 eða í samræmi við rekstraráætlun Bláa Lónsins. EBITDA-hlutfall í verðmati er nokkuð hærra en í rekstraráætlun félagsins eða 25,8% árið 2026. Ástæða þess er að Skin Science er klofið frá verðmati[4]. Skin Science er rannsóknar-og þróunarverkefni. Enn sem komið er þá er

[4] *Forsendur styðjast við tekjuáætlun Blá Lónsins fyrir Skin Science og gera ráð fyrir að framlag Skin Science til EIBTDA samstæðu Bláa Lónsins sé ekkert.*

Skin Science að skila litlum sem engum rekstrarhagnaði þótt tekjur séu nokkrar.

Rekstrarhagnaðarhlutfall mun hækka

EBITDA-hlutfall mun hækka skarpt milli áranna 2026 og 2028. Einskiptiskostnaður vegna hlutafjárútboðs mun falla út árið 2027. Laugarvatn Fontana verður hluti af rekstri sem mun hafa jákvæð áhrif á EBITDA-hlutfall árið 2027. EBITDA-hlutfall Jarðbaðanna hefur verið gríðarlega hátt eða um 45% að meðaltali síðustu ár. Auk þess mun aukins hagræðis gæta vegna stærðarhagkvæmni. Þegar þessir liðir hafa verið lagðir saman fæst að EBITDA-hlutfall fer upp í 29,1% árið 2027 úr 25,8% árið 2026. EBITDA ársins 2027 verður 78,1 milljón evra. Straumlínulögun rekstrar og einskiptiskostnaður vegna samruna við Arctic Adventures mun falla út árið 2028. EBITDA-hlutfall hækkar enn frekar og fer í 31,1%.

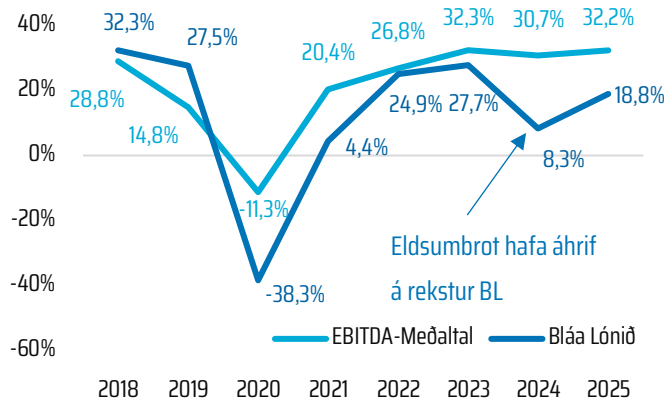
Nálgast fyrri hæðir og arðbærni góð

Til lengri tíma er gert ráð fyrir að aukin umsvif og stærðarhagkvæmni leiði til þess að í lok spátíma verði EBITDA-hlutfall komið upp í 32,5% án Skin Science en 30,5% með Skin Science. Að meðaltali hefur EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins verið 30% ef Covid og áhrifum eldsumbrota er sleppt. Aukin stærðarhagkvæmni og skilvirkni í rekstri ætti að auka skilvirkni í rekstri örlítið til frambúðar.

EBITDA Bláa Lónsins mun hækka úr um 78,1 milljón evra árið 2027 upp í 126,2 milljón evra árið 2030 og aukast um 48,1 milljón evra. Forsendur Mountain Retreat gera ráð fyrir EBITDA-hlutfall verði um 30 til 35% eða í línu við baðlónarekstur á Íslandi. Í forsendum er gert ráð fyrir að EBITDA hækki um 23,5 milljónir evra vegna tilkomu Mountain Retreat.

EBITDA-hlutfall gæti hækkað meira en í 33% og farið upp í um 36% án Skin Science. Ef Bláa Lónið nær að hámarka skilvirkni í öllum baðlónum á næstu árum gæti það orðið niðurstaðan. Það þykir ekki svo hátt fyrir baðlónarekstur á Íslandi þar sem hlutfallið er 35% til 45% þar sem rekstur er skilvirkastur. Hér er rétt að benda á að rekstur Bláa Lónsins hvílir á fleiri stoðum en aðeins baðlónarekstri. Óvissan er mikil og er allra veðra- og áfallavon á Íslandi. Af varfærnissjónarmiðum og í ljósi þess að baðlón eru fleiri og samkeppni meiri er varlegra að áætla lægra hlutfall þótt stefnan sé alltaf hærri. Lesendum er bent á næmnigreiningu aftast til að sjá mismunandi áhrif EBITDA-hlutfalls á verðmat sem eru umtalsverð.

EBITDA-hlutfall Bláa Lónsins og baðlóna að meðaltali*



**Hér þarf að taka tillit til að rekstur Bláa Lónsins er mun fjölbreyttari en samanburðarfélaga.. Hótelrekstur og framleiðsla húðvara eru hluti af rekstri. EBITDA- hlutfall Bláa Lónsins endurspeglar því ekki EBITDA-hlutafall baðlónareksturs við Svartsengi þótt það sé stór hluti rekstrar.*

*** Heimild ársreikningar Bláa lónsins (Spa, veitingastaðir), Sky Lagoon, Jarðbaðanna Mývatni, Vök Baths, Sjóbaðanna Húsavík, Skógarbaðanna Akureyri, Sjóbaðanna Hvammsvík og Laugarvatn Fontana (Í þennan samanburð vantar Laugarás Lagoon sem opnaði í lok árs 2025).*

Fjárfestingar

Bláa Lónið mun verða fjárfestingarþungt árin 2026 til 2027 er mesti þungi framkvæmda við Mountain Retreat í Þjórsárdal verða. Fjárfesting í Mountain Retreat í Þjórsárdal er áætluð 138 milljónir evra. Í lok árs 2025 hafði verið fjárfest fyrir 40 milljónir evra. Samtals er gert ráð fyrir 145 milljón evra fjárfestingu á meðan á fjárfestingartímabili stendur á árunum 2026 til 2027. Árið 2027 verður fjárfestingarþungt og er gert ráð fyrir 80,5 milljón evra fjárfestingu það ár.

Eftir að fjárfestingartímabili lýkur er gert ráð fyrir 12 til 12,5 milljónum evra á ári í viðhaldsfjárfestingu hjá Bláa Lóninu og 4 til 5 milljón evra viðhaldsfjárfestingu hjá Arctic Adventures. Árið 2028 er gert ráð fyrir lítillega hærri fjárfestingu en framkvæmdir vegna Mountain Retreat gætu dregist eitthvað fram á fyrstu mánuði ársins 2028.

Viðhaldsfjárfesting Bláa Lónsins er áætluð um 11 milljónir evra árið 2027. Það er því gert ráð fyrir lítilsháttar svigrúmi til stærri endurbóta í fjárfestingaráætlun. Í lok spátíma er gert ráð fyrir að fjárfesting sé jöfn afskriftum. Það er stefnt að stækkun Silica Hotels. Væntur kostnaður liggur ekki fyrir. Sömuleiðis liggja ekki fyrir væntingar um tekjur. Stækkun Silica Hotels er því hvorki inn í rekstrar- eða tekjuáætlun.

Niðurstaða verðmats

Niðurstaða verðmats er að virði Bláa lónsins sé 1.289 milljónir evra. Verðmatsgengi er 137. Kaupverð Arctic Adventures ásamt yfirteknum skuldum nam um 217 milljónum evra. Greiðsla fer fram með útgáfu 246 milljón hluta að nafnvirði á genginu 95. Í tilfelli Sjóbaðanna og Jarðbaðanna verða gefnir út 25 milljón hlutir að nafnvirði á genginu 95 og kaupverð því um 16,4 milljónir evra. Eftir kaup á Arctic Adventures, Jarðböðunum á Mývatni og Sjóböðunum á Húsavík fer fjöldi útgefinna hluta í 1.296 milljónir. Kaup á Jarðböðunum og Sjóböðunum eru háð samþykki Samkeppniseftirlitsins.

Niðurbrot verðmats í milljónum evra

	Verðmat	Hlutföll
Núvirt fjárflæði	249,3	18%
Núvirt fjárflæði - lokavirði	1.106,4	82%
Rekstrarvirði	**1.355,7**	**100%**
Skin Science	67,9	
Vaxtaberandi skuldir	-185,0	
Framkvæmdalán	-58,1	
Leiguskuldbinding	-28,7	
Önnur aðlögun*	0,5	
Handbært fé	33,5	
Hlutafjáraukning	103,3	
Verðmat	**1.289**	
Verðmatsgengi	**137**	

**Hér er eignarhlutur Bláa Lónsins í Hreyfingu. Rétt er að benda á að miklar framkvæmdir voru við Jarðböðin á Mývatni og er litið framhjá framkvæmdaskuldum Jarðbaðanna í töflu. Framkvæmdunum fylgja auknar tekjur og aukinn rekstrarhagnaður sem erfitt er að setja fingur á og er ekki gert ráð fyrir í rekstraráætlun verðmats. Af þeim sökum metur greinandi ekki rétt að draga framkvæmdalán frá við útreikning verðmats.*

**Við yfirtöku Jarðbaðanna Mývatni eykst eignarhlutur Bláa Lónsins í Vök Baths. Eignarhlutur í Vök Baths er ekki talinn til eigna í töflu. Sömuleiðis aukast skuldir við yfirtöku Sjóbaða. Þessir liðir jafna hvorn annan út að mestu og áhrif hverfandi á verðmat.*

Tekjuskattsskuldbinding og annað

Tekjuskattsskuldbinding sameinaðs félags Bláa Lónsins og Arcitic Adventures nam 40,9 milljónum evra í lok þriðja ársfjórðungs 2026. Tekjuskattsskuldbinding er tilkomin vegna mismunar á bókfærðu verði og skattalegu virði rekstrarfjármuna. Greiðsla tekjuskattsskuldbindingar kemur aðeins til ef að til sölu eigna kemur. Það er því ekki eðlilegt að draga hana frá í verðmati. Skuldir sameinaðs félags námu 185 milljónum evra í lok þriðja ársfjórðungs 2026. Leiguskuldbindingar félaganna námu 28,7 milljónir evra og framkvæmdalán námu 58,1 milljón evra í lok þriðja ársfjórðungs 2026. Handbært fé sameinaðs félags Bláa Lónsins og Arcitic Adventures nam 33,5 milljónum evra í lok þriðja ársfjórðungs 2026.

Veginn fjármagnskostnaður

Veginn fjármagnskostnaður (WACC) er áætlaður 8,58% á nafngrunni. Áhættulausir vextir til 10 ára eru áætlaðir 3,38% sem voru 10 ára vextir í evrum við gerð verðmats. Eiginfjárkrafa er metin (R_e) 13,26%. Lán Bláa Lónsins eru nær öll í evrum. Lánskjör (R_d) eru metin 5,72%. Frekari umfjöllun um fjármagnskostnað er í Viðauka I.

Á næstu blaðsíðu má sjá rekstraráætlun, áætlað frjálst fjárflæði á spátíma og helstu verðkennitölur.

Niðurstöður verðmats

Verðmatið er unnið á nafngrunni, veginn fjármagnskostnaður er metinn 8,58% og framtíðarvöxtur er metinn 3,2%. Spátímabilið er frá lokum þriðja ársfjórðungs 2026 til loka árs 2031. Niðurstaða verðmats er að virði hlutafjár Bláa Lónsins sé 1.289 milljónir evra og verðmatsgengi 137.

Helstu rekstrarstærðir og kennitölur

Í milljónum evra	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	2027	2028	2029	2030	2031
Rekstrartekjur	48,1	111,6	140,0	115,1	156,1	152,4	268,4	324,9	369,9	388,3	407,8
Rekstrarkostnaður	-46,0	-83,8	-101,2	-105,5	-126,7	-113,1	-190,3	-223,9	-250,8	-262,1	-275,2
EBITDA	**2,1**	**27,8**	**38,8**	**9,6**	**29,4**	**39,3**	**78,1**	**101,0**	**119,1**	**126,2**	**132,5**
EBITDA hlutfall	*4,4%*	*24,9%*	*27,7%*	*8,3%*	*18,8%*	*25,8%*	*29,1%*	*31,1%*	*32,2%*	*32,5%*	*32,5%*
Afskriftir	-6	-11	-12	-14	-15	-15	-23	-23	-26	-26	-26
EBIT	**-4,2**	**16,4**	**26,8**	**-4,4**	**14,4**	**24,2**	**55,5**	**77,6**	**93,4**	**100,3**	**106,7**
EBIT hlutfall	*-8,7%*	*14,7%*	*19,1%*	*-3,9%*	*9,2%*	*15,9%*	*20,7%*	*23,9%*	*25,2%*	*25,8%*	*26,2%*
Hagnaður eftir skatt	**-4,8**	**10,5**	**18,3**	**-7,6**	**6,6**	**13,1**	**36,9**	**53,5**	**68,9**	**78,1**	**87,3**
Hagnaðarhlutfall	-10,0%	9,4%	13,0%	-6,6%	4,3%	8,6%	13,8%	16,5%	18,6%	20,1%	21,4%
Heildarvirði (EV) / EBITDA						34,5	17,4	13,4	11,4	10,7	10,2
Heildarvirði (EV) / EBIT						56,0	24,4	17,5	14,5	13,5	12,7
Verðmat / Hagnaður (P/E)						98,5	34,9	24,1	18,7	16,5	14,8

**Rekstur Skin Science hefur verið klofin frá rekstri Bláa Lónsins eftir árið 2025. Rekstraráætlun gerir ráð fyrir kaupum á Arctic Adventures, Jarðböðunum Mývatni og Sjóböðunum Húsavík.*

Frjálst fjárflæði á spátíma

Í milljónum evra	4 ársfj. 2026	2027	2028	2029	2030	2031	Lokavirði
Rekstrartekjur	45,6	268,4	324,9	369,9	388,3	407,8	420,8
EBITDA	10,9	78,1	101,0	119,1	126,2	132,5	136,8
Afskriftir og virðisrýrnun	-3,4	-22,6	-23,5	-25,7	-25,9	-25,9	-25,9
EBIT	**7,5**	**55,5**	**77,6**	**93,4**	**100,3**	**106,7**	**110,9**
Greiddur tekjuskattur	0,0	-4,8	-11,1	-15,5	-18,7	-20,1	-22,2
Afskriftir og virðisrýrnun	3,4	22,6	23,5	25,7	25,9	25,9	25,9
Fjárfestingar	-10,1	-80,5	-18,2	-16,3	-16,7	-17,1	-25,9
Breyting á veltufé	0,0	-4,0	-2,0	-1,6	-0,6	-0,7	-0,7
Frjálst fjárflæði	**0,8**	**-11,3**	**69,8**	**85,7**	**90,2**	**94,7**	**88,1**
Lokavirði							*1.635,9*
Núvirðingarstuðull	*1,00*	*0,94*	*0,87*	*0,80*	*0,73*	*0,68*	*0,68*
Núvirt frjálst fjárflæði	**0,8**	**-10,6**	**60,4**	**68,4**	**66,2**	**64,0**	**1.106,4**

**Rekstur Skin Science hefur verið klofin frá rekstri Bláa Lónsins eftir árið 2025. Rekstraráætlun gerir ráð fyrir kaupum á Arctic Adventures, Jarðböðunum Mývatni og Sjóböðunum Húsavík. Núvirðingarstuðull m.v. að greiðsluflæði ársins 2027 verði um mitt ár eða 9 mánuðum eftir lok þriðja ársfjórðungs.*

Næmnigreining og forsendur

Óvissan er töluverð í ferðaþjónustunni. Einnig fylgir töluverð áhætta stærri fjárfestingarverkefnum og óvissa um eldsumbrot er enn til staðar. Lesendum er því bent á útgefandalýsingu með helstu áhættuþáttum. Næmnigreining er ómissandi hlutur sérhvers verðmats. Tískusveiflur eru í ferðaþjónustu, framboð flugferða til Íslands sveiflast, þróun heimshagkerfisins, gengissveiflur og þróun innlends vinnumarkaðar eru allt áhættuþættir. Það eru uppi áform um að innleiða nýtt náttúru- og innviðagjald fyrir ferðamenn sem heimsækja Gullna hringinn og því er pólitísk áhætta líka til staðar.

Ef gengi krónu styrkist til lengri tíma gæti eftirspurn eftir Íslandsferðum dregist saman og kostnaður aukist. EBITDA hlutfall gæti orðið um 10% lægra á spátíma og verðmatsgengi lækkar í 105. EBITDA-hlutfall væri um 28,5% í stað 31,5% að meðaltali á spátíma. Hins vegar gæti þetta snúist við og vöxtur í komum ferðamanna aukist aftur eins og var fyrir árið 2023. EBITDA-hlutfall gæti auðveldlega hækkað um 20% og orðið 37,8% að meðaltali á spátíma og þá væri verðmatsgengi 210. Verðmatið er mjög næmt fyrir forsendum um EBITDA og rekstrarhagnað (EBIT). Lækkun EBITDA hlutfalls í kjölfar eldsumbrota hafði mikil áhrif á verðmæti Bláa Lónsins á sínum tíma. Sömuleiðis getur verðmæti hækkað hratt á næstu 2 til 3 árum ef það tekst að lyfta EBITDA-hlutfalli fljótt upp í fyrri hæðir.

Næmisgreining – EBITDA og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
EBITDA	80%	65	70	76	84	92
	90%	90	97	105	115	127
	100%	118	127	137	150	166
	110%	147	159	172	188	208
	120%	180	193	210	230	254

Veginn fjármagnskostnaður er ávallt matsatriði. Einhverjir vilja hafa veginn fjármagnskostnað hálfu prósentustigi hærri eða lægri og við það lækkar verðmatsgengi í 124 annars vegar og hækkar í 153 hins vegar. Framtíðarvöxtur ferðaþjónustu gæti verið meiri eða 3,7% og þá hækkar verðmatsgengi í 150. Ef hann verður hins vegar lægri eða 2,7% lækkar verðmatsgengi í 127.

Næmisgreining – Fjármagnskostnaður og framtíðarvöxtur

Taflan sýnir breytingar á verðmatsgengi (krónur á hlut)

		Framtíðarvöxtur				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	7,6%	142	155	171	192	219
	8,1%	129	140	153	169	189
	8,6%	118	127	137	150	166
	9,1%	108	116	124	135	148
	9,6%	100	106	114	122	133

Viðauki I – Veginn fjármagnskostnaður (WACC)

Að mati Jakobsson Capital er veginn fjármagnskostnaður (WACC) Bláa Lónsins 8,58%. Miðað er við nafnávöxtun. Hér að neðan er útskýrt hvernig Jakobsson Capital kemst að þeirri niðurstöðu.

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

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

Mat á einstökum þáttum er sem hér segir:

Áhættulaus ávöxtun (Rf) er byggð á óverðtryggðum langtíma vöxtum. Hér er stuðst við 10 ára evruvexti en vextir voru 3,38% í lok október er verðmat var unnið.

Við ákvörðun á álagi vegna áhættu markaðarins (Rm – Rf) sem á ensku nefnist Market Risk Premium eða Equity Risk Premium styðst Jakobsson við útreikninga sem birtir eru á heimasíðu prófessors Aswath Damodaran (Implied equity risk premium). Samkvæmt Damodaran var áhættuálag markaðarins leiðrétt fyrir arðgreiðslum 4,20% á þeim tíma sem verðmat var unnið.

Við mat á "betu" (β) Bláa Lónsins var notast við beta gildi afþreyingarfyrirtækja (Recreation). Byggt er á gögnum af heimasíðu Damodaran og tölulegum gögnum fyrir Evrópu. Beta gildi fyrir fyrirtæki í afþreyingarbransanum var 0,85. Framangreint gildi miðast við óskuldsett félag.

Eiginfjárhlutfall Bláa Lónsins nam 46% í lok þriðja ársfjórðungs 2026. Skuldsett beta er því 1,64.

Sértækt fyrirtækjaálag (RP_u) álag á Bláa Lónið er að mati Jakobsson Capital 2,98%. Álagið, tekur tillit til margra þátta sem farið var yfir í Viðauka II um áhættu og óvissuþætti.

Að teknu tilliti til mats á einstökum þáttum er útreikningur á ávöxtunarkröfu eigin fjár Bláa Lónsins sem hér segir:

Re = 3,38% + 1,64 x 4,20% + 2,98% = 13,26%

Veginn fjármagnskostnaður (WACC) er reiknaður samkvæmt eftirfarandi jöfnu. $WACC = R_eW_e + R_dW_d$.

- R_e = er eiginfjárkrafa reiknuð að framan.
- W_e = Vægi eiginfjár í fjármögnun miðast við eiginfjárhlutfall Bláa Lónsins
- R_d = Lánsfjárkostnaður Bláa Lónsins er áætlaður 5,72% óverðtryggðir vextir. Lánskjör félagsins eru í evrum og m.v. 3 mánaða Euribor vexti sem voru 2,62% við gerð verðmats auk álags sem er 3,1 prósentustig.
- W_d= Vægi lánsfjár miðast við eiginfjárhlutfall og skuldsetningu Bláa Lónsins.

WACC = 13,26% x 0,46 + 5,72% x (1-0,2) x 0,54 = 8,58%

Viðauki II – Sértækt fyrirtækjaálag

Fyrirtækisálag		Mikil	Mikil/ meðal	Meðal	Lítil/ meðal	Lítil	Mat	Vægi	Vegið mat	Athugasemdir/skýringar
Rekstrarstöðugleiki	Hversu lengi hefur fyrirtækið verið rekið með hagnaði? Eru miklar sveiflur í rekstrarafkomu?		7				7,0	20,0%	1,40	Nokkur áföll hafa riðið yfir rekstur Bláa Lónsins síðasta áratug. Fyrst var það Covid sem hafði neikvæð áhrif á alla ferðaþjónustu. Síðar var það náttúran og eldsumbrot sem hafði umtalsverð áhrif á rekstur sérstaklega árið 2024. Með kaupum á fleiri baðlónum og uppbyggingu baðlóna dregur Bláa Lónið úr staðaráhættu tengdri eldsumbrotum, veðri o.s.frv. Áhættan er metin yfir meðallagi
Rekstrargagnsæi - fyrirliggjandi upplýsingar	Skilar félagið endurskoðuðum ársreikningi a.m.k. einu sinni á ári? Eru reglulega birtar upplýsingar um fjárhag og stöðu félagsins?					1	1,0	10,0%	0,10	Fyrirtækið er að fara á markað með tilheyrandi upplýsingaskyldu. Ársreikningar eru skýrir og læsilegir.
Fjöldi viðskiptavina	Hefur félagið meira en 30% tekna sinna frá fimm eða færri viðskiptavinum?						-	15,0%	0,00	Fjöldi viðskiptavina er mikill og fyrirtækið ekki háð einum viðskiptamanni.
Birgjar - óhæði	Getur fyrirtækið skipt um birgja án þess að það valdi rekstrartruflun eða auknum tilkostnaði?						-	5,0%	0,00	Það er ekki metin sérstök áhætta vegna eins birgja.
Lykilstarfsmenn - óhæði	Starfa hjá félaginu starfsemenn sem eru mjög mikilvægir fyrir rekstrarárangur þess og erfitt verður að skipta um tímanlega og án þess að hækka launakostnað?					0,5	0,5	5,0%	0,03	Fyrirtækið er stórt og enginn starfsmaður ómissandi frekar en í stærri fyrirtækjum almennt
Samkeppni á markaði	Hve hörð er samkeppni á markaðnum?			4,5			4,5	25,0%	1,13	Samkeppni er metin rétt undir meðallagi. Samkeppni hefur aukist mikið á síðustu 5 árum. Fyrir um 10 árum síðan var Bláa Lónið nær eina fyrirtækið í baðlónarekstri á Íslandi
Gjaldmiðilsáhætta	Eru tekjur og gjöld í gjaldeyri eða annað sem skapað getur áhættu í rekstrinum?				3		3,0	5,0%	0,15	Gjaldmiðlaáhætta er nokkur en vægi þessa liðar og áhrif á afkomu eru ekki mikil. Helsta áhættan hér felst í mikilli styrkingu krónu sem skerðir samkeppnishæfni
Áætlanir	Eru forsendur áætlunarinnar áreiðanlegar og byggðar á traustum grunni?				2,5		2,5	5,0%	0,13	Fyrirtækið hyggur á mikinn vöxt en vöxtur fyrirtækisins hefur verið minni en baðlónamarkaðar á Íslandi
Fjármögnunaráhætta	Er fjármögnun félagsins lokið, er þörf á endurfjármögnun? Hver eru lánskjör?					0,5	0,5	10,0%	0,05	Eiginfjárhlutfall félagsins var stekt í lok árs 2025 eða 52%. Fjármagnskjör eru almennt betri en flestra fyrirtækja af sambærilegri stærð á íslandi.
Heildarmat á fyrirtækisáhættu								**100,0%**	**2,98**	