

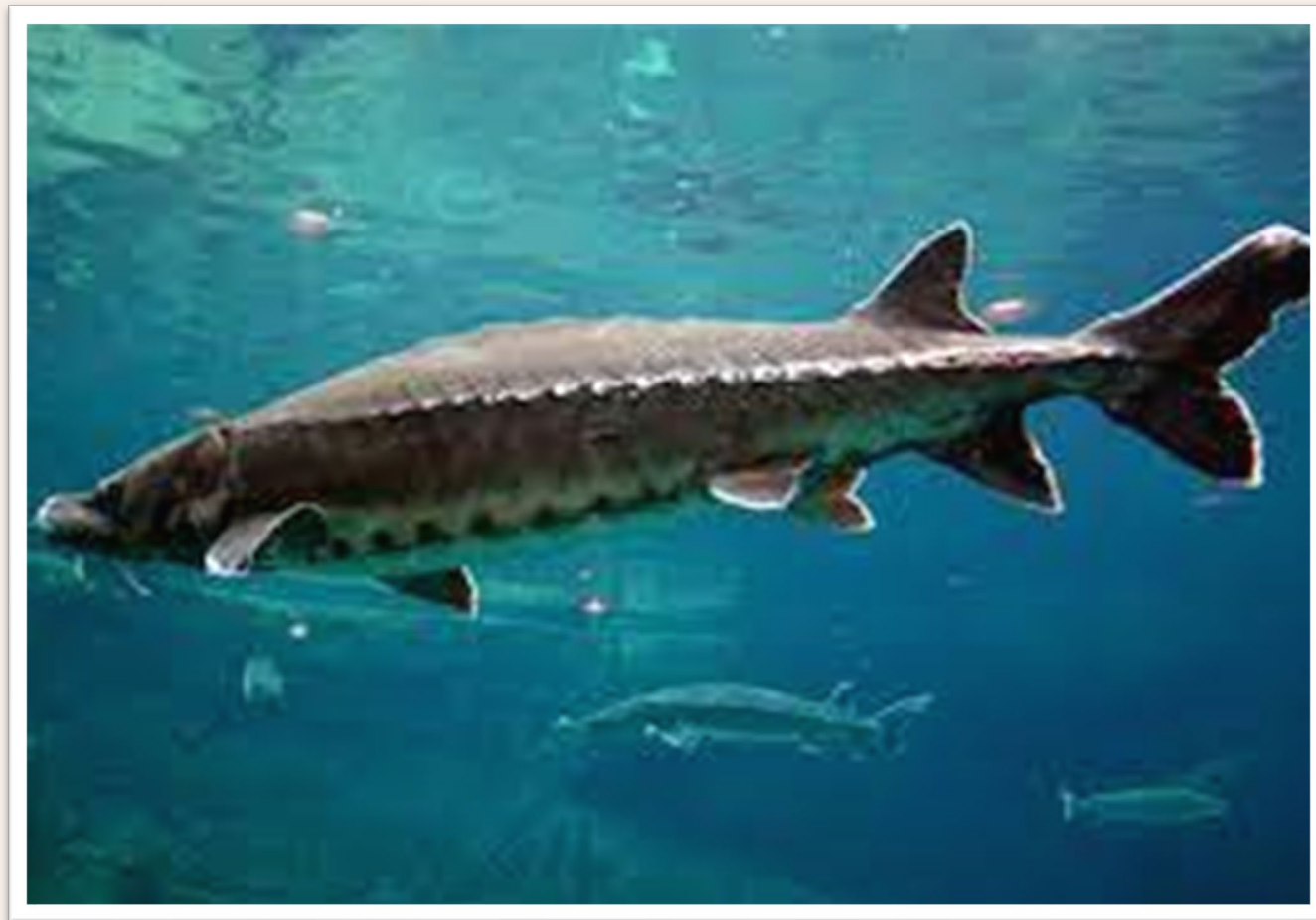


Nåverdianalyse Polarfisk AS

28.04.2023

Utarbeidet av:

Ida H. Woje og Anders Tørud





Om KPB

KBP er et innovasjons og analyseselskap som tilbyr et bredt spekter av tjenester til offentlige og private kunder.

Vi hjelper våre kunder med å samle, strukturere og transformere data, for så å analysere og visualisere dette. Vårt mål er å gjøre data til anvendelig kunnskap, som igjen kan skape verdi.

20 års erfaring med datadrevet innsikt gjør at vi i dag er blant de ledende selskapene i Norge når det kommer til konjunkturovervåkning, markedsanalyser, ringvirkningsstudier, samt tematiske analyser.

Våre kunder finnes over hele Norge og inkluderer Equinor, Norges Bank og Sparebank1 Nord-Norge. I tillegg har KPB et sterkt utviklingsmiljø som tilrettelegger for vekst i eksisterende næringsliv og gründerbedrifter.

KPB takker Polarfisk for oppdraget.





Bakgrunn og avgrensninger

Polarfisk er et selskap lokalisert i Meløy i Nordland som planlegger etablering av landbasert oppdrett av stør for produksjon av eksklusiv caviar. Selskapet har et produksjonsanlegg for en produksjon på 1500 kg caviar per år og er i ferd med å bygge opp en organisasjon for formålet. Selskapet planlegger å starte produksjon i løpet av 2023.

KPB har fått i oppdrag å utføre en nåverdianalyse av Polarfisk AS i forbindelse med at selskapet er i markedet for å hente kapital til selskapets videre satsning. Selskapet planlegger i denne omgang å hente inn om lag 20 mill. nok i ny egenkapital til selskapet. Slik vi forstår det vil denne kapitaltilførselen sette selskapet i stand til å komme i produksjon av caviar fra stør i løpet av kort tid.

KPB har ikke gjort noe egen vurdering av markedet for caviar fra stør, selskapets kompetanse på området eller i hvilken grad selskapets planer er gjennomførbare slik som de er beskrevet. Vi har lagt til grunn at selskapets planer slik de er presentert for oss er realistiske. Det samme gjelder tallgrunnlaget som vi har benyttet i våre analyser. Imidlertid har vi stilt en rekke klargjørende spørsmål knyttet til de forutsetningene som legges til grunn i selskapets budsjetter fremover. Dette har vi gjort få å få på plass et tallgrunnlag som kan benyttes i en vurdering av selskapets fremtidige inntekspotensial.

Basert på tallgrunnlaget som selskapet har gitt oss har vi utført en nåverdianalyse av selskapets fremtidige kontantstrøm.



Metodikk

Tallgrunnlaget er hentet fra driftsbudsjett med en rekke forutsetninger spesifisert. Det er utført nåverdiberegninger av to case. For prognostisering av fremtidige kontantstrømmer er det satt et rammeverk som innebærer tidshorisont, inntekter, kostnader, avskrivninger, skatt og terminalvekst. Analysene er gjennomført for kalenderårene 2023-2032.

Noen forutsetninger:

Selskapet har et fremførbart underskudd pr. 31.12.22 på kr 34,3 mill. som ytterligere vil øke i 2023. Ut fra regnskaper og budsjett vil det være et fremførbart underskudd på kr 41,1 mill. ved årsskiftet 2023/24 som vil medføre at selskapet ikke skal begynne å betale skatt før i 2029.

Ved beregning av avkastningskrav er følgende lagt til grunn:

- Risikofri rente: 3,2%
- Markedsrisikopremie: 3,5%
- Småselskapspåslag: 3,5%

Dette gir et avkastningskrav på 10,2 prosent som vi mener er rimelig ut fra historisk data og erfaringstall hentet fra PWC's rapport (2022) "Risikopremien i det norske markedet"¹

Terminalveksten er beregnet til 2 prosent. Det blir gjort en sensitivitetsanalyse ved endring av terminalvekst for å se hvordan nåverdien påvirkes av en endring i terminalvekst.

En sentral forutsetning for driftsinntekten er kiloprisen for caviar, da den er høyere i 2023 og 2024 enn resterende år.

¹<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>



Det skal også produseres størfilet og sløyd fisk som selges til henholdsvis 90 NOK/kg og 50/NOK kg. Case 1 krever en investering på 20 mill. NOK, der 50 prosent av investeringsbeløpet skal brukes til videre investering i slakteri og foredlingsanlegg, samt betale ned all kortsiktig gjeld investert i anlegget. Investeringen skal egenkapitalfinansieres.

Kiloprisen fra og med år 2025 vil være 15000 NOK. Det vil også her produseres størfilet og sløyd fisk som selges til en kilopris på henholdsvis 90 og 50 NOK. Case 2 krever en investering på 250 mill. NOK, der 65 prosent skal gjeldsfinansieres og resterende egenkapitalfinansieres. Nedbetalingsplanen er satt til 20 år med en effektiv rente på 6,5 prosent.

[illegible][illegible]



Beregningsunderlag

KPB har som nevnt basert sin analyse på budsjetter tilgjengeliggjort av selskapet. Vi har sammen med selskapet gjennomgått budsjettene og stilt en del kontrollspørsmål omkring enkelt av forutsetningene i budsjettene.

KPB har ikke gjort noen selvstendig vurdering av gjennomførbarheten i selskapets planer eller av markedsmuligheten innenfor det markedet selskapet skal operere i, men kun lagt til grunn at selskapets budsjetter er et uttrykk for den beste kunnskapen på området.

Hendelser som utsatt oppstart, kostnadsoverskridelser i investeringer, reduserte salgspriser vil gi utslag i den beregnede nåverdien og slik sett påvirke investorenes avkastning i større eller mindre grad.





Beregning av kontantstrømmer for drift: Case 1

Tabellen under viser fremgangsmåten for beregning av kontantstrøm til totalkapital. Emisjonsbudsjettet viser at av de 20 mill. investerte vil 10,250 mill. brukes til investering i anlegg og nedbetaling av all kortsiktig gjeld. Resterende beløp er lagt til øvrig drift.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekter	3 265 000	13 881 575	22 563 166	23 127 245	23 705 426	24 298 062	24 905 513	25 528 151	26 166 355	26 820 514
Varekostnad	1 680 000	2 644 500	2 710 613	2 778 378	2 847 837	2 919 033	2 992 009	3 066 809	3 143 479	3 222 066
Lønnskostnad	4 750 000	6 835 000	7 035 000	7 235 000	7 435 000	7 635 000	7 835 000	8 035 000	8 235 000	8 435 000
Andre kostnader	3 140 875	3 529 808	2 908 206	3 029 395	3 156 101	3 288 545	3 426 955	3 571 569	3 722 634	3 880 410
EBITDA	-	6 305 875	872 267	9 909 347	10 084 472	10 266 487	10 455 483	10 651 549	10 854 773	11 065 241
Avskrivninger	500 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
EBIT	-	6 805 875	-	127 733	8 909 347	9 084 472	9 266 487	9 455 483	9 651 549	9 854 773
Skatt (22%)								2 123 341	2 168 050	2 214 353
NOPLAT	-	6 805 875	-	127 733	8 909 347	9 084 472	9 266 487	9 455 483	7 528 208	7 686 723
Avskrivninger	500 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Investeringer	10 250 000									
Kontantstrøm til totalkapital	-	16 555 875	872 267	9 909 347	10 084 472	10 266 487	10 455 483	8 528 208	8 686 723	8 850 888



Beregning av kontantstrømmer for drift: Case 2

Tabellen under viser framgangsmåten for beregning av kontantstrøm til totalkapital. I år 2026 ventes en investering på 250 mill. der 65 prosent gjeldsfinansieres og 35 prosent egenkapitalfinansieres. Nedbetalingsplanen for lånebeløpet er lagt til 20 år med en effektiv rente på 6,5 prosent.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Driftsinntekter	3 265 000	13 881 575	22 563 166	32 680 000	58 619 750	83 742 500	85 836 063	87 981 964	90 181 513	92 436 051
Varekostnad	1 680 000	2 644 500	2 710 613	5 100 000	5 227 500	5 358 188	5 492 142	5 629 446	5 770 182	5 914 436
Lønnskostnad	4 750 000	6 835 000	7 035 000	14 700 000	14 900 000	15 100 000	15 300 000	15 500 000	15 700 000	15 900 000
Andre kostnader	3 140 875	3 529 808	2 908 206	22 339 559	20 144 010	17 918 876	17 517 998	17 149 492	16 812 600	16 506 645
EBITDA	- 6 305 875	872 267	9 909 347	- 9 459 559	18 348 240	45 365 437	47 525 922	49 703 026	51 898 731	54 114 970
Avskrivninger	500 000	1 000 000	1 000 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000
EBIT	- 6 805 875	- 127 733	8 909 347	- 21 959 559	5 848 240	32 865 437	35 025 922	37 203 026	39 398 731	41 614 970
Skatt (22%)							7 705 703	8 184 666	8 667 721	9 155 293
NOPLAT	- 6 805 875	- 127 733	8 909 347	- 21 959 559	5 848 240	32 865 437	27 320 219	29 018 361	30 731 010	32 459 676
Avskrivninger	500 000	1 000 000	1 000 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000	12 500 000
Investeringer	10 250 000			87 500 000						
Avdrag på lån				8 125 000	7 718 750	7 332 813	6 966 172	6 617 863	6 286 970	5 972 622
Kontantstrøm til totalkapital	- 16 555 875	872 267	9 909 347	- 105 084 559	10 629 490	38 032 624	32 854 047	34 900 498	36 944 040	38 987 054



Diskontert kontantstrøm fra drift

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminalverdi	
Kontantstrøm til totalkapital	-	16 555 875	872 267	9 909 347	10 084 472	10 266 487	10 455 483	8 528 208	8 686 723	8 850 888	9 020 769	112 209 565
Nåverdi av kontantstrøm		66 065 992										
Omløpsmidler		16 145 000										
Verdi av EK		82 210 992										

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminalverdi
Kontantstrøm til totalkapital	- 16 555 875	872 267	9 909 347	- 105 084 559	10 629 490	38 032 624	32 854 047	34 900 498	36 944 040	38 987 054	484 960 919
Nåverdi	179 101 231										
Omløpsmidler	16 145 000										
Verdi av EK	195 246 231										

Her presenteres kontantstrømmene til henholdsvis Case 1 og Case 2. Det er beregnet nåverdi av kontantstrømmene der terminalverdi er lagt til. Ved å legge til omløpsmidler i bedriften er det kommet fram til følgende verdi av egenkapital. Tallene for omløpsmidler er hentet fra regnskapet som er registrert på Proff¹.

¹<https://www.proff.no/regnskap/polarfisk-as/halsa/fiskeoppdrett-og-utstyr/IGFXDJA07TC/>



Sensitivitetsanalyse

KPB har gjort en enkel analyse av effektene av endringer i noen av de mest sentrale forutsetningene. Den fundamentale analysen er basert på framtidsutsikter, det er derfor ingen garanti for at estimatene for fremtiden realiseres.

Det er testet for endring i driftsinntekter (som påvirkes av salgspris og salgsvolum), endring i avkastningskrav og endring i terminalvekst. Sensitivitetsanalysen er gjort for både case 1 og case 2.

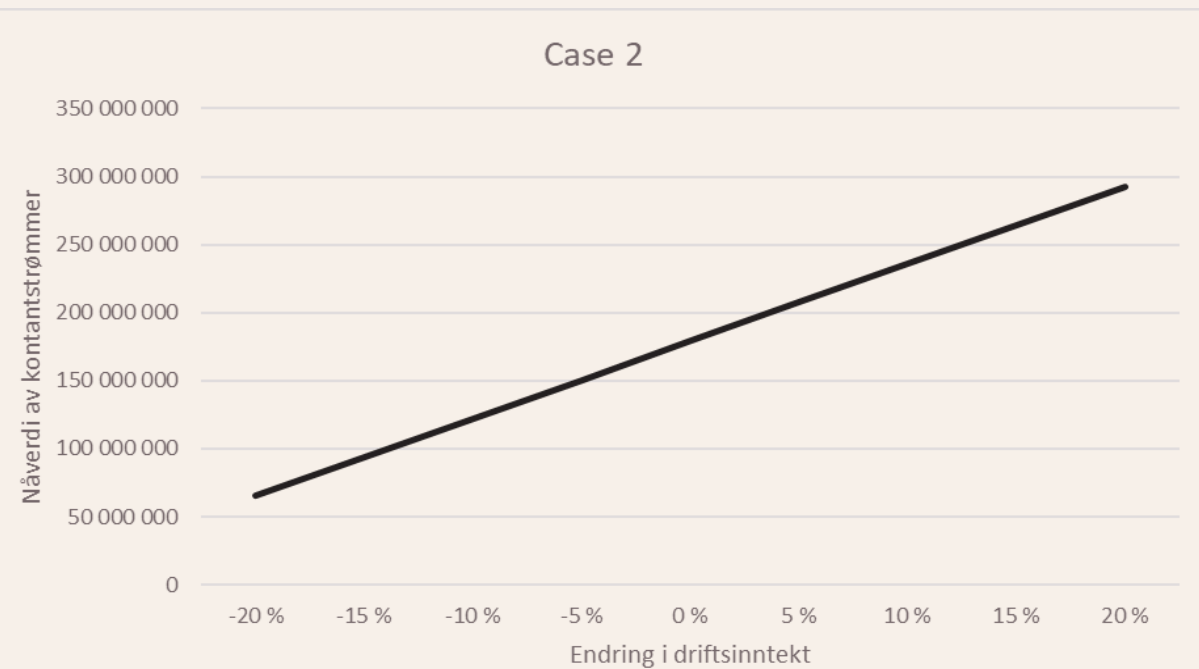
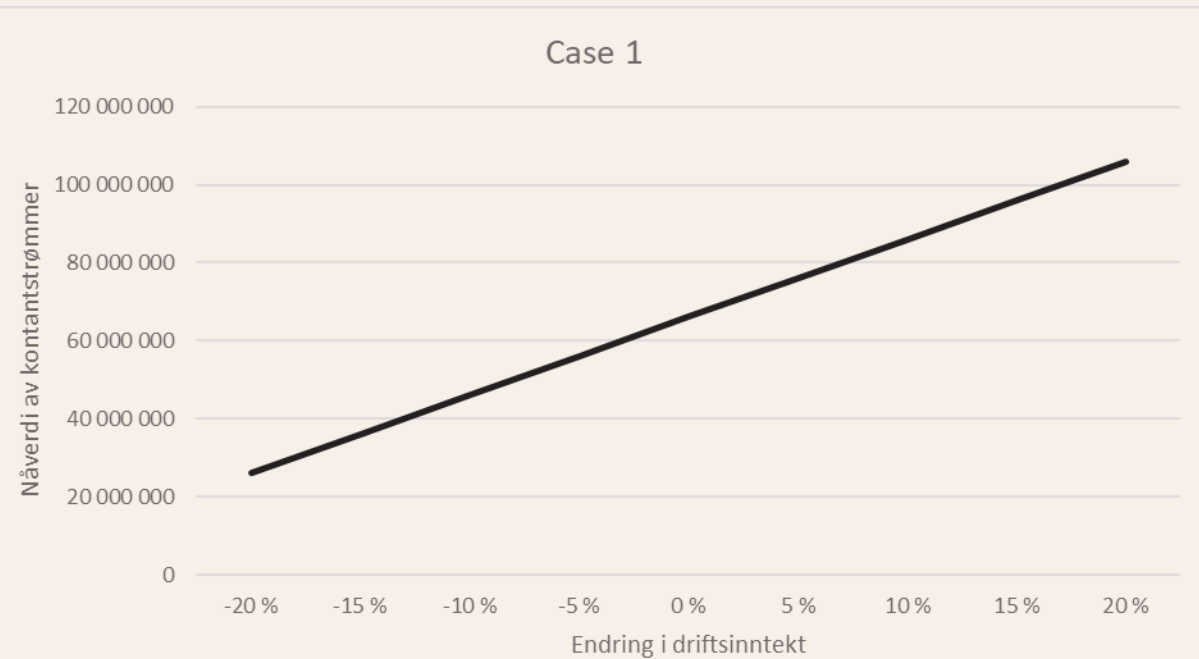
Utfallet av sensitivitetsanalysen er presentert i de neste slidene.



Endring i driftsinntekt

For å se hvordan nåverdien påvirkes av endringer i driftsinntekt er det lagt til grunn et intervall fra [-20% til 20%]. Tabellen viser nåverdi av kontantstrømmer i NOK.

Endring i driftsinntekt/produksjon				
	Case 1		Case 2	
-20 %	kr	26 081 056	kr	65 804 384
-15 %	kr	36 077 290	kr	94 128 595
-10 %	kr	46 073 524	kr	122 452 807
-5 %	kr	56 069 758	kr	150 777 019
0 %	kr	66 065 992	kr	179 101 231
5 %	kr	76 062 226	kr	207 425 443
10 %	kr	86 058 459	kr	235 749 655
15 %	kr	96 054 693	kr	264 073 867
20 %	kr	106 050 927	kr	292 398 079

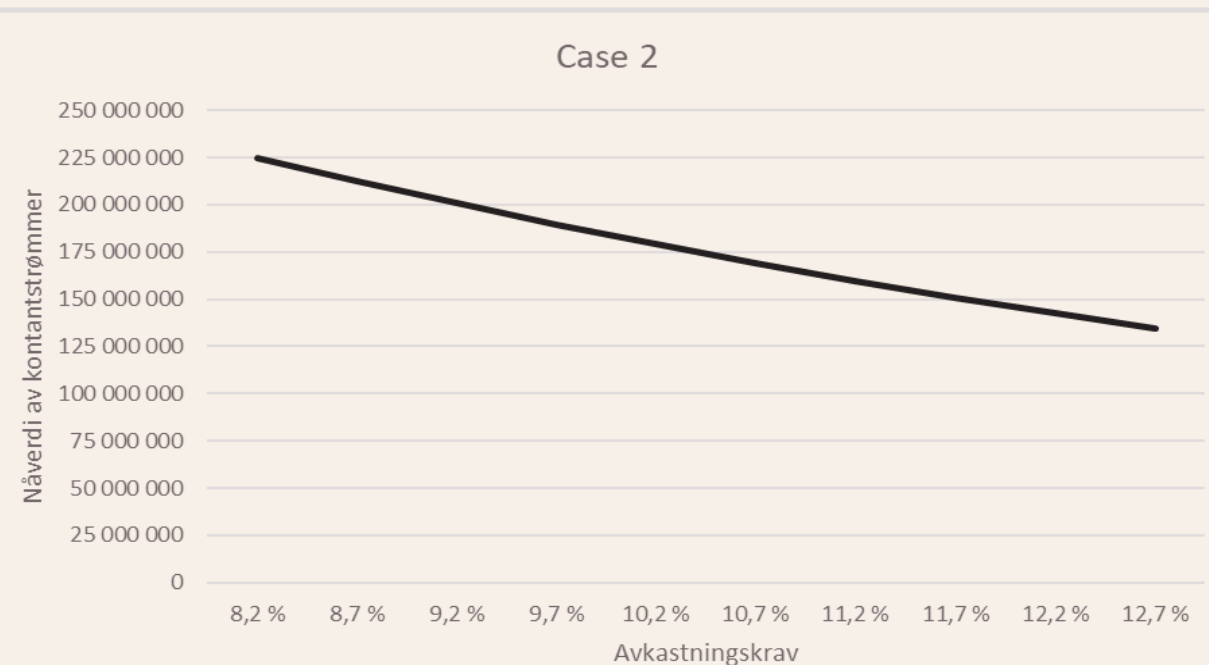
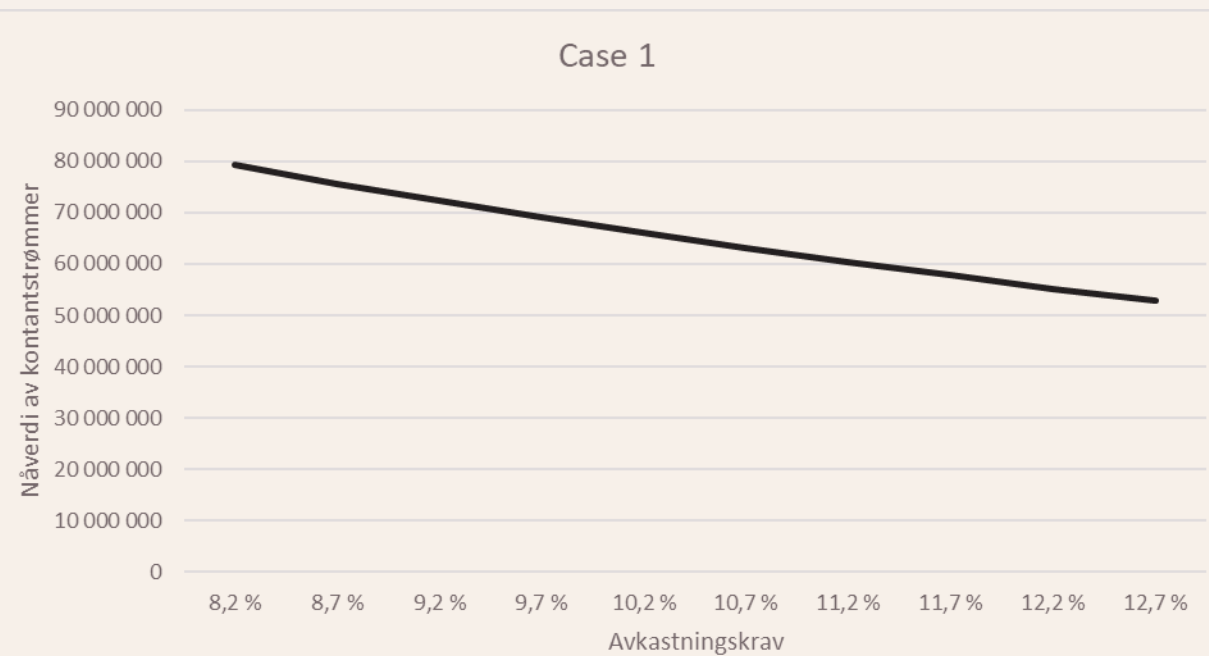




Endring i avkastningskrav

Endring i avkastningskrav vil påvirke nåverdien til kontantstrømmene. Her er det lagt til grunn et intervall på [8,2% til 12,7%] for å undersøke i hvilken grad en endring i avkastningskrav vil påvirke nåverdien. Tabellen under viser nåverdien i NOK.

Endring i avkastningskrav				
	Case 1		Case 2	
8,2 %	kr	79 211 149	kr	224 672 773
8,7 %	kr	75 680 165	kr	212 330 568
9,2 %	kr	72 318 304	kr	200 645 697
9,7 %	kr	69 116 441	kr	189 580 912
10,2 %	kr	66 065 992	kr	179 101 231
10,7 %	kr	63 158 880	kr	169 173 786
11,2 %	kr	60 387 502	kr	159 767 691
11,7 %	kr	57 744 700	kr	150 853 910
12,2 %	kr	55 223 732	kr	142 405 144
12,7 %	kr	52 818 245	kr	134 395 712

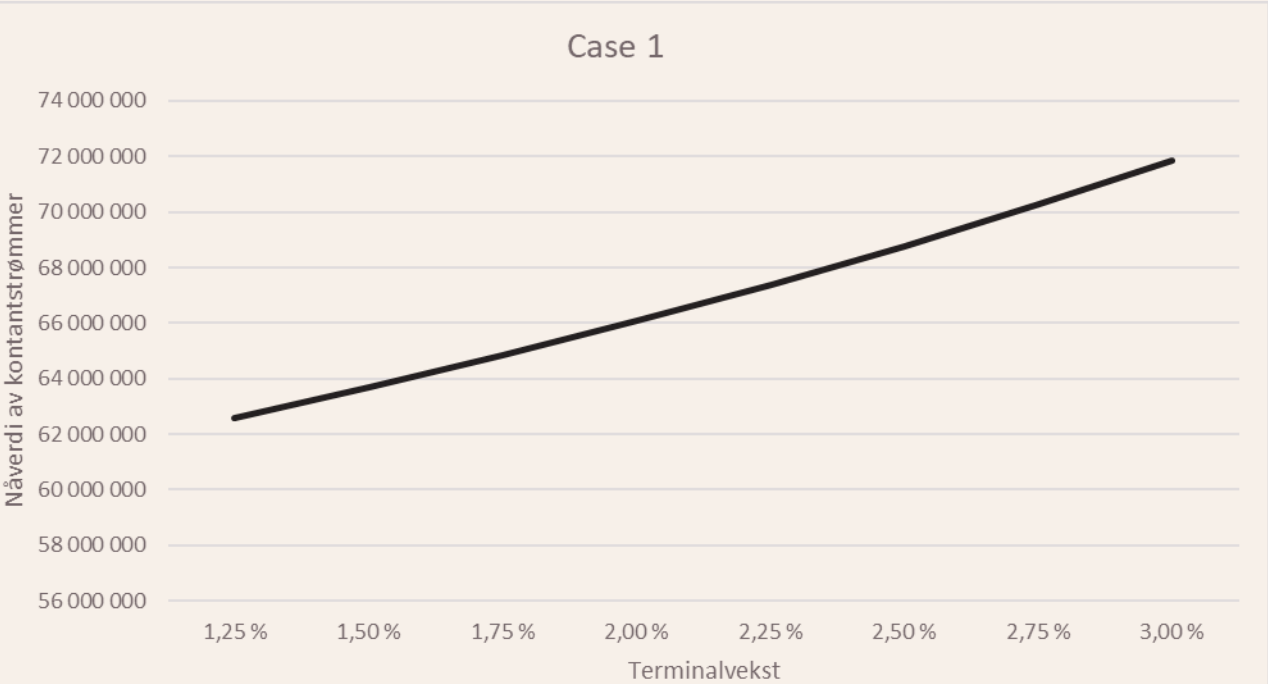




Endring i terminalvekst

Terminalveksten er satt til 2,00 prosent. Her ser vi på hvordan terminalverdien og nåverdi av kontantstrømmer endrer seg ved endring i terminalvekst.

	Endring i terminalvekst							
	Case 1					Case 2		
	Terminalverdi		Nåverdi av kontantstrømmer		Terminalverdi		Nåverdi av kontantstrømmer	
1,25 %	kr	102 050 598	kr	62 575 778	kr	441 054 664	kr	164 016 803
1,50 %	kr	105 242 304	kr	63 672 320	kr	454 848 966	kr	168 755 972
1,75 %	kr	108 622 868	kr	64 833 747	kr	469 459 499	kr	173 775 565
2,00 %	kr	112 209 565	kr	66 065 992	kr	484 960 919	kr	179 101 231
2,25 %	kr	116 021 839	kr	67 375 736	kr	501 437 270	kr	184 761 845
2,50 %	kr	120 081 664	kr	68 770 529	kr	518 983 514	kr	190 790 030
2,75 %	kr	124 413 961	kr	70 258 933	kr	537 707 359	kr	197 222 792
3,00 %	kr	129 047 111	kr	71 850 697	kr	557 731 471	kr	204 102 274





Alternativt case

Selskapet sitter på en vassdragskonsesjon, anlegg samt muligheter for utvidelse av anlegget som gir mulighet for å etablere annen virksomhet enn produksjon av stør/caviar enten i tillegg til eller istedenfor den planlagte produksjonen.

For eksempel kan man tenke seg at dette gir mulighet for produksjon av smolt eller settefisk til laksenæringen og evt. også matfiskproduksjon av laks. Skulle det vise seg at den planlagte produksjonen av stør av en eller annen grunn ikke lar seg realisere eller ikke er ønskelig å realisere så har altså selskapet mulighet til å skape verdier basert på mer tradisjonell produksjon.

I dagens situasjon med vekst i laksenæringen og relativt knapphet på steder som er egnet for smoltproduksjon og det faktum at å oppnå en vassdragskonsesjon er tidkrevende og dyrt så fremstår dette som en relativt god alternativ-mulighet som vi mener klart reduserer risikoen for investorene i Polarfisk. Det er imidlertid ikke gjort noen beregninger av verdien av et slik alternativ.



Griegs anlegg på Adamselv. Foto: Aslak Berge