

Värderingsutlåtande

Till ledningen för Global Atlantic Fisheries

Till ledningen för:

Global Atlantic
Fisheries

Global Atlantic Fisheries ("GAF" eller "Bolaget") har efterfrågat ett utlåtande ("Utlåtandet") om en oberoende värdering av GAF.

Utlåtandet om värdering har baserats på publikt tillgänglig information om primärt GAF samt information från Bolaget själva, vilket inkluderar framtida utlåtande från insynspersoner. Värderingsutlåtandet har baserats på antagande att materialet är korrekt och trovärdigt. I samband med Utlåtandet har ingen oberoende utredning av materialet genomförts, inte heller någon garanti för trovärdighet. Värderingsutlåtandet av GAF har genomförts på objektiva kriterier i den utsträckning som är möjligt, baserat på allmänt accepterade och erkända värderingsmetoder som anses nödvändig och tillämpbara. Värdering är i huvudsak baserad på kommersiella, ekonomiska och andra tillgängliga villkor som kan valideras per värderingsdatumet.

Med förbehåll för ovanstående och andra omständigheter som har bedömts vara relevanta, ges en uppfattning från och med dagen för detta Utlåtande, att en tänkbar värderingsnivå för GAF om 8,6-9,6 EURm är rimligt.

För fullständig härledning av gjord värdering, vänligen se Appendix i detta dokument.

- Om GAF
- GAFs marknadsstrategi
- Finansiella prognoser
- Värdering

För att leverera Utlåtandet kommer en fast avgift erhållas. Avgiften är oberoende av Utlåtandet. Från och med dagen för detta Utlåtande finns inga andra pågående uppgifter för GAF. Däremot, som en aktör utgivande av värderingsutlåtande och därmed verksamma i den finansiella marknaden, kan ytterligare uppdrag i framtiden erhållas på uppdrag av GAF, men inga uppdrag eller åtagande ska anses påverka bedömningar i detta uttalande. Utlåtandet är daterat den 17 Februari 2025 och värderingsdatumet är den 17 Februari 2025. Händelser eller information som inträffar efter angivet datum har inte varit föremål för behandling i detta Utlåtande.

Utvärderingar av denna typ kommer alltid att innehålla ett element av osäkerhet, och även om rimlig omsorg och ansträngningar har utfört tas inte något juridiskt eller ekonomiskt ansvar relaterat till Utlåtandet eller för några konsekvenser som följer av att agera eller förlita sig på Utlåtandet. Detta Utlåtande representerar inte en rekommendation Till GAF och dess ledning, styrelse eller aktieägare.

AG Equity Research AB

Stockholm, 17 Februari, 2025

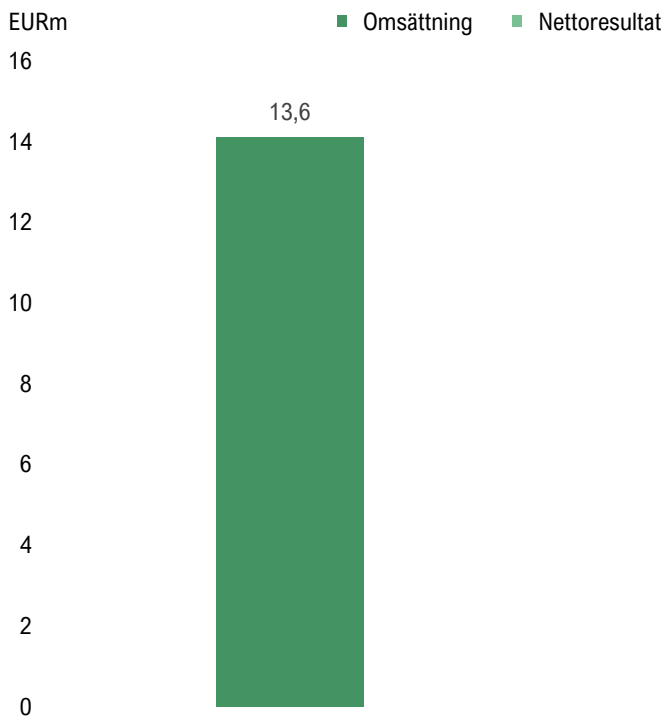
Om Global Atlantic Fisheries

GAF är ett europeiskt bolag registrerat på Kap Verde, grundat år 2024, med fokus på fiske och framställning av tonfiskprodukter för den europeiska marknaden, vilken representerar 36 % av den globala tonfiskkonsumtionen. Bolaget befinner sig i ett tidigt skede, men styrs av ledande befattningshavare med över 20 års erfarenhet inom fiskeindustrin, vilket utgör en solid grund för att främja verksamhetens framtida utveckling. Bolaget har som mål att kontrollera hela produktionskedjan, från fiske till färdiga produkter, för att maximera lönsamheten och kunna säkerställa kvalitet. En viktig del av denna strategi är att bolaget redan har fiskerättigheter på plats, vilket ger en betydande konkurrensfördel och möjliggör en mer effektiv och hållbar hantering av råvaror. Sortimentet som Bolaget förväntas erbjuda är fryst och konserverad tonfisk samt tonfiskbaserade produkter som exempelvis kattmat av premium kvalitet. GAFs verksamhet utgår från Kap Verde vilket betyder att Bolaget kan dra nytta av låga markpriser, kostnadseffektiv arbetskraft och förmånliga skattevillkor, vilket möjliggör konkurrenskraftiga priser samtidigt som Bolaget bibehåller sunda marginaler. Den geografiska placeringen erbjuder dessutom fördelar genom närhet till viktiga fiskevatten och den europeiska marknaden.

Fiske- och framställningsverksamheten planeras att påbörjas år 2025, då det första långrevsfartyget förväntas vara i drift under april samma år. Bolagets mål är att uppnå en andel om 5,5 % av tonfiskfångsten i atlanten och en marknadsandel om 2 % av den europeiska tonfiskmarknaden år 2027. Under perioden 2025-2027 förväntas GAF generera totala intäkter om 211,8 EURm samt en nettovinst om 112,7 EURm. En central del av Bolagets strategi är att säkra tillgången till råvaror genom att äga och driva en egen flotta av fiskefartyg. GAF har i dagsläget ingått avsiktsförklaringar med betydande europeiska återförsäljare såsom Aldi, Lidl, Tesco och Carrefour, vilket indikerar en stark efterfrågan på Bolagets produkter framgent.

GAFs estimerad finansiella prestation för år 2025.

Nedanstående diagram visar GAFs estimerade omsättning samt nettoresultat för år 2025

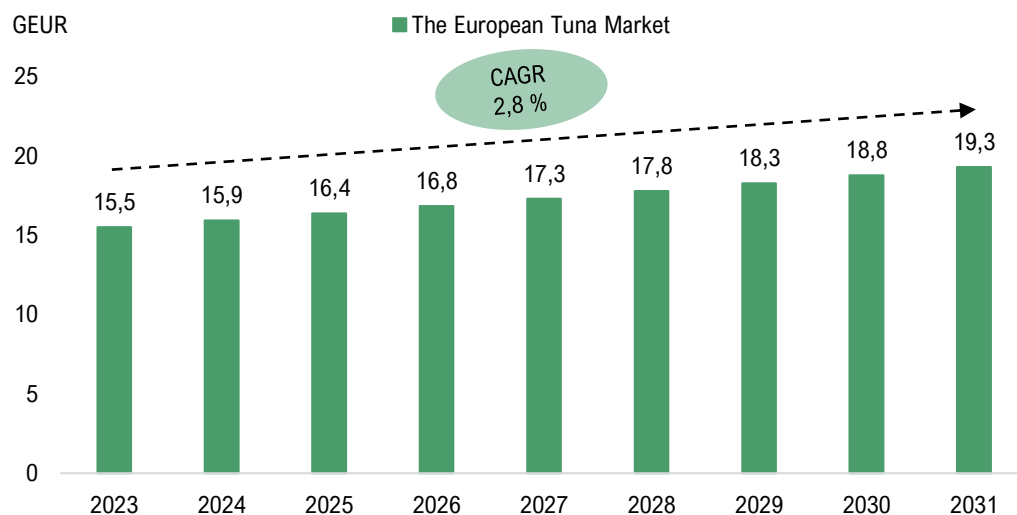


GAFs möjligheter och strategi

Den europeiska marknaden för tonfisk var år 2023 värderad till 15,5 EURmd och förväntas växa med 2,8 % årligen fram till år 2031, vilket motsvarar ett värde om 19,3 EURmd vid slutet av prognosperioden enligt SkyQuest. En nyckelfaktor för den förväntade tillväxten är den ökade efterfrågan på färdigmat som drivs av att människor har alltmer hektiska scheman, där tonfisk är ett tidseffektivt val. Med start år 2026, förväntas GAF penetrera den europeiska marknaden för kattmat, som år 2023 värderades till 20,8 EURmd och förväntas växa med en CAGR om 6,5 % till 2029, vilket motsvarar ett värde om 30,7 EURmd vid slutet av prognosperioden enligt Mordor Intelligence. Viktiga tillväxtfaktorer är ökningen av antalet katter i Europa samt högre utgifter för husdjur till följd av att djurägare mår mer om deras djurs hälsa.

Den europeiska tonfiskmarknaden förväntas växa med en CAGR om 2,8 % till år 2031.

Nedanstående diagram visar det förväntade värdet och tillväxten på den europeiska tonfiskmarknaden



Källa: SkyQuest

GAF planerar att inträda på den europeiska tonfiskmarknaden under 2025, där Bolaget avser att introducera populära internationella produkter. Under 2027 planerar GAF att gå in på den europeiska kattmatmarknaden genom att omvandla allt processavfall från framställningen av tonfiskprodukter till kattmat, som förväntas vara 20 % billigare än konkurrenternas, samtidigt som de innehåller 40-50 % mer tonfisk. Europa är i dagsläget den största marknaden för tonfisk med en total marknadsandel om 36 %. Trots detta importeras 69 % av tonfisken från Sydostasien på grund av de konkurrenskraftiga priserna. Detta importberoende utgör en möjlighet för GAF då kostnadsstrukturen i Kap Verde tillåter Bolaget att konkurrera med sydostasiatiska producenter, samtidigt som Bolaget har närhet till Europa. Bolagets strategi för värdeskapande är baserat på följande tre punkter:

- **Produktstrategi:** Bolaget differentierar sig från andra aktörer på marknaden genom att ha tillgång till en egen flotta och råmaterial samt har en ambition av att vara verksam inom tre av fyra segment för tonfisk.
- **Operativ strategi:** Den strategiska positionen på Kap Verde innebär att GAF har tillgång till kostnadseffektiv arbetskraft, förmånliga skattevillkor och låga operativa kostnader, vilket gör det möjligt för Bolaget att erbjuda konkurrenskraftiga priser och samtidigt bibehålla höga marginaler.
- **Försäljning och marknadsföringsstrategi:** GAFs försäljning kommer att vara B2B med fokus på större detaljhandelskedjor, tonfiskproducenter samt grossister och distributörer. Bolaget har ingått avsiktsförklaringar med leverantörer såsom Lidl och Tesco som verbalt uttryckt att de kommer att köpa den totala potentiella fångsten av tonfisk.

Finansiell prognos

Analyst Group har mottagit följande material:

- ”Global Atlantic Fisheries – Investment Memorandum”

Följande sektion är baserad på material tillhandahållet från GAF och är således Bolagets egna estimat över vad GAF anser är ett rimligt scenario avseende intäkter och resultat för GAF.

GAF planerar att sjösätta tre långrevsfartyg och två snörpvadsfartyg år 2025, vilka förväntas fånga i genomsnitt 49- respektive 390 ton tonfisk i månaden. Fartygen avses sjösättas under olika perioder på året, där det första långrevsfartyget avses sjösättas under Q2-25 och det första snörpvadsfartyget under Q4-25. Tonfisken är avsedd att säljas inom segmenten fryst- och konserverad tonfisk, med estimerade intäkter om 13,6 EURm år 2025. Följande år förväntas Bolaget expandera flottan med ytterligare ett snörpvadsfartyg. Under år 2027 förväntas Bolaget inträda marknaden för kattmat, där processavfall vid framställningen av tonfiskprodukter förväntas användas för att uppnå netto noll avfall i framställningsprocessen. Sammantaget förväntas GAF därigenom öka omsättningen från 13,6 EURm år 2025 till 120,8 EURm år 2027, motsvarande en CAGR om 198 %. Den betydande estimerade intäktsökningen mellan åren 2025-2026 beror till stor del på att majoriteten av flottan etableras under andra halvåret av 2025, vilket innebär att intäkterna för året givet ett sådant scenario endast återspeglar en bråkdel av Bolagets fulla kapacitet.

Den snabba intäktsökningen förväntas förbättra GAFs lönsamhet genom skalfördelar och en bibehållen låg kostnadsbas vid uppskalning av produktionen. EBITDA-resultatet för GAF förväntas uppgå till 4,4 EURm år 2025, vilket motsvarar en marginal om 32,1 %. Under prognosperioden förväntas GAF uppvisa en stark lönsamhet genom skalfördelar för att därigenom nå ett estimerat EBITDA-resultat om 73,2 EURm år 2027, vilket motsvarar en marginal om 60,8 %. En av faktorerna som förväntas driva de höga marginalerna är Bolagets strategiska bas på Kap Verde, där lokal arbetskraft är kostnadseffektiv.

GAF förväntas växa starkt under god lönsamhet drivet av ökad tonfisk försäljning.

Finansiell prognos, GAF

Resultaträkning (EURm)	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	13,6	69,9	121,1
Totala Intäkter	13,6	69,9	121,1
Kostnad för råmaterial	-4,7	-19,9	-30,3
Flottdrift	-2,8	-11,4	-12,9
Försäkring	-0,4	-0,4	-0,4
Flotta löner	-0,9	-2,6	-3,6
Tillverkningsomkostnader	-0,1	-0,2	-0,2
Fabrik lön	0,0	-0,3	-0,5
Bruttoresultat	4,6	35,3	74,1
Bruttomarginal (adj.)	34,3%	50,4%	61,2%
SG&A	-0,3	-0,4	-0,5
EBITDA	4,5	34,9	73,7
EBITDA-marginal (adj.)	32,4%	49,9%	60,8%
Avskrivningar	0,0	-0,3	-0,4
EBIT	4,3	34,6	73,3
EBIT-marginal (adj.)	32,1%	49,5%	60,5%
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0
EBT	4,3	34,6	73,3
Skatt	-0,2	-1,1	-2,0
Nettoresultat	4,1	33,5	71,3
Nettomarginal (adj.)	30,6%	47,8%	58,9%

Källa: Prognos tillhandahållen av GAF

Appendix

Värdering

För att producera detta Utlåtande har extern marknads- och företagsinformation samlats in för att erhålla en peer-grupp av jämförelseföretag verksamma inom samma bransch som GAF, dvs. företag med exponering mot fiskeindustrin/livsmedelsförädling. Jämförelsegruppen som presenteras i tabellen nedan består av publikt noterade företag i Europa, Asien och Nordamerika vilka har likheter med GAF vad gäller marknadsperspektiv, affärsmodell, framtidsutsikter och förväntad operationell verksamhet.

Nyckeltal (EURm)		Omsättning		EBITDA-tillväxt		EBITDA-marginal	
Bolag	Market Cap	2025E	CAGR (2025-2027E)	CAGR (2025-2027E)	2025E	2026E	2027E
Thai Union Group PCL	1 481	4 412	1,1%	11,2%	9,2%	9,5%	11,2%
Nissui Corp	1 704	5 594	2,1%	7,0%	6,6%	7,0%	7,2%
Auestevoll Seafood ASA	1 925	3 462	7,0%	-18,3%	19,5%	19,9%	11,3%
Mowi ASA	9 913	6 625	8,3%	12,1%	25,1%	25,9%	26,8%
High Liner Foods Inc	324	939	6,3%	3,5%	10,8%	10,3%	10,3%
Grieg Seafood ASA	691	776	3,5%	8,3%	23,9%	25,2%	26,1%
SalMar ASA	6 816	2 965	6,0%	9,9%	34,2%	35,0%	36,8%
Century Pacific Food Inc	2 511	1 408	11,3%	12,8%	13,6%	13,9%	13,9%
Global Atlantic Fisheries	n.a.	14	198,1%	308,5%	32,4%	49,9%	60,8%
Högsta	9 913	6 625	11,3%	12,8%	34,2%	35,0%	36,8%
75e percentilen	5 740	5 298	8,0%	11,9%	24,8%	25,7%	26,7%
Medelvärde	3 171	3 273	5,7%	5,8%	17,8%	18,3%	18,0%
Median	1 814	3 213	6,2%	9,1%	16,5%	16,9%	12,6%
25e percentilen	888	1 056	2,5%	4,4%	9,6%	9,7%	10,5%
Lägsta	324	776	1,1%	-18,3%	6,6%	7,0%	7,2%

GAF och jämförelsegruppen förväntas vara lönsamma med sunda marginaler under prognosperioden. Med förbehåll för att GAF inte är operativa än och därmed inte påvisat lönsamhet kommer värderingen härledas från en EV/Sales multipel applicerad på den estimerade omsättningen år 2025. Jämförelsegruppen består i förhållande till GAF av större etablerade aktörer sett till de förväntade intäkterna för år 2025, där medianen uppgår till 3 213 EURm i förhållande till Bolagets intäkter om 13,6 EURm. Detta motiverar en värderingsrabatt för GAF, då jämförelsegruppen är företag i en mer mogen fas av verksamheten med beprövade affärsmodeller. Beträffande marginaler förväntas GAF redovisa en EBITDA-marginal om 32,4 %, jämfört med peer-gruppens median om 16,5 % år 2025, vilket beror på den fördelaktiga kostnadsstrukturen på Kap Verde. Bolaget förväntas förbättra lönsamheten genom skalfördelar, med en estimerad EBITDA-marginal om 60,8 % år 2027. Sett till den årliga EBITDA-tillväxten så förväntas GAF från låga nivåer växa med en CAGR om 308,5 % under åren 2025-2027, främst drivet av en stark omsättningstillväxt och fördelaktig produktmix.

Nyckeltal (EURm)		EV/S			EV/EBITDA		
Bolag		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Thai Union Group PCL		0,8x	0,8x	0,8x	8,4x	7,9x	6,8x
Nissui Corp		0,5x	0,5x	0,5x	8,3x	7,7x	7,3x
Auestevoll Seafood ASA		1,1x	1,1x	1,0x	5,6x	5,3x	n.a.
Mowi ASA		1,9x	1,9x	1,6x	7,6x	7,2x	6,0x
High Liner Foods Inc		0,6x	0,5x	0,5x	5,4x	5,1x	5,0x
Grieg Seafood ASA		1,5x	1,4x	1,4x	6,3x	5,5x	5,4x
SalMar ASA		2,9x	2,8x	2,6x	8,6x	7,9x	7,1x
Century Pacific Food Inc		1,8x	1,6x	1,5x	13,4x	11,8x	10,5x
Högsta		2,9x	2,8x	2,6x	13,4x	11,8x	10,5x
75e percentilen		1,9x	1,8x	1,6x	8,5x	7,9x	7,3x
Medelvärde		1,4x	1,3x	1,2x	7,9x	7,3x	6,9x
Median		1,3x	1,2x	1,2x	8,0x	7,4x	6,8x
25e percentilen		0,6x	0,6x	0,6x	5,8x	5,3x	5,4x
Lägsta		0,5x	0,5x	0,5x	5,4x	5,1x	5,0x



Värdering

Baserat på resonemanget ovan anser Analyst Group att en EV/Sales-multipel om 1,0x, tillämpad på omsättningen för år 2025 är rimlig, vilket ger en värderingsrabatt om 20 % jämfört med peer-gruppen, värderade till en EV/Sales-multipel om 1,2x för 2025 års estimerade EBITDA. Vanligtvis, vid värderingar av företag i en tidig fas eller i början av kommersialisering, tillämpas en så kallad Venture Capital (VC)-metodologi ("Venture Capital Method"). I huvudsak är metoden baserad på en strategi där bolaget inom en tidsram på 3-5 år från investeringsmöjligheten ska göra en exit, d.v.s en realisering av den initiala investeringen. Metoden antar således ett visst slutår, under vilket ett finansiellt värde, t.ex. intäkter eller rörelsevinst är grunden för att härleda en värdering baserad på en tillämpad värderingsmultiplikator, t.ex. EV/sales eller EV/EBITDA. Därav härleds ett potentiellt värde av investeringen för utgångsåret. Baserat på den valda tidshorisonten behöver det realiserbara värdet av investeringen beräknas med hjälp av en diskonteringsränta som återspeglar avkastningskravet, vilket kan anses som en intern avkastning för investeraren.

Beroende på den tillämpade diskonteringsräntan, vilket återspeglar tidrisken som finns i händelser som ligger flera år bort och ännu inte har inträffa, resulterar detta i olika värderingsnivåer idag, dvs. nuvärde. Därutöver, med tanke på att jämförelsegruppen är noterade på internationella aktiebörser, jämfört med GAF som är ett onoterat bolag, förtjänar GAF en likviditetsrabatt. Detta är till följd av den compensation som krävs av investerare för att investera i en illikvid tillgång på grund av den potentiella oförmågan att enkelt avyttra positionen, vilket motiverar en värderingsrabatt för GAF, något som också återspeglas i diskonteringsräntan. För att kompensera för osäkerheterna i prognoserna, med tanke på att GAF ännu inte har påbörjat försäljning av produkter, kan olika nivåer av avkastningskrav tillämpas beroende på vilken fas ett företag befinner sig i enligt nedan figur.

Olika stadier medför olika avkastningskrav enligt VC-metoden.

Avkastningskrav i de olika affärscyklerna i VC-metoden enligt varierande studier och PwC

				
Stage	Seed/Idea	Seed/Start-up	Early growth	Expansion
Plummer	50 - 70 %	40 - 60 %	35 - 50 %	25 - 35 %
Scherlis & Shalman	50 - 70 %	40 - 60 %	30 - 50 %	20 - 35 %
Sahlma, Stevenson, & Bhide	50 - 100 %	40 - 60 %	30 - 40 %	20 - 30 %
VC guide in BE	50 - 100 %	50 - 60 %	40 - 50 %	30 - 40 %
Damodaran	50 - 70 %	40 - 60 %	35 - 50 %	25 - 35 %
Selected discount rate	50 - 85 %	40 - 60%	35 - 50 %	25 – 35 %

Källa: PwC

Värdering

Analyst Group bedömer att GAF befinner sig i en utvecklingsfas där Bolaget under andra halvåret år 2025 är redo att påbörja försäljning, främst genom försäljning av hel tonfisk och filéer. Därför tillämpas i detta Utlåtande en hög, och därmed konservativ, diskonteringsränta om 40-60 % för GAF. Med en tillämpad EV/Sales-målmultiplikation om 1,0x för GAFs uppskattade omsättning om 13,6 EURm under helåret 2025, motsvarar detta ett Enterprise Value om 13,3 EURm. Givet en diskonteringsränta om 40-60 % resulterar detta i ett grundläggande Enterprise Value om mellan 8,6-9,6 EURm idag. Den fullständiga beräkningen kan ses i nedan tabell, vilken visar nuvärdesberäkningen av Enterprise Value för GAF, baserat på prognosen som tillhandahålls av Bolaget, i kombination med gjorda antagande.

Värdering	
Estimerad Omsättning år 2025, EURm	13,6
Applicerad EV/Sales-multiplikation	1,0x
Multiplikationsrabatt jämfört med peer-gruppen	-20 %
Enterprise Value år 2025, EURm	13,3
Diskonteringsränta (avkastningskrav)	40 %
Antal perioder, 2025-01-28 till 2025-12-31	0,9
Diskonteringsfaktor	1,4
Nuvarande Enterprise Value, per 2025-01-24, EURm	9,7
Nettoskuld, EURm	0,07
Marknadsvärde, EURm	9,6

Värdering	
Estimerad Omsättning år 2025, EURm	13,6
Applicerad EV/Sales-multiplikation	1,0x
Multiplikationsrabatt jämfört med peer-gruppen	-20 %
Enterprise Value år 2025, EURm	13,3
Diskonteringsränta (avkastningskrav)	60 %
Antal perioder, 2025-01-28 till 2025-12-31	0,9
Diskonteringsfaktor	1,5
Nuvarande Enterprise Value, per 2025-01-24, EURM	8,6
Nettoskuld, EURm	0,07
Marknadsvärde, EURm	8,6