

Fifax

Seurannan aloitus

20.12.2021 22:00



Pauli Lohi
+358 45 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vastuullista kalaa joulupöytään

Aloitamme Fifaxin seurannan 1,10 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Fifax on laajamittaiseen ja ympäristöystävälliseen kalankasvatukseen erikoistunut yhtiö, jonka kiertovesimenetelmää hyödyntävä kasvattamo on yksi suurimmista maailmassa. Yhtiöllä on ollut haasteita saada kasvatusprosessia toimimaan vakaasti ja tehokkaasti, minkä vuoksi toiminta on vielä selvästi tappiollista. Sijoituscase riippuu kuinka nopeasti yhtiö pystyy nostamaan tuotantonsa maksimikapasiteettiin ja kääntämään kannattavuutensa positiiviseksi, mikä voisi myös helpottaa kasvuinvestointien rahoituskuvia. Operatiiviset ja rahoituskelliset riskit huomioiden pidämme tuotto-odotusta kuitenkin heikkona.

Tavoitteena laajamittainen kalankasvatus pienellä ympäristövaikutuksella

Fifax on kuivalla maalla kalankasvatusta harjoittava yhtiö, jonka tavoitteena on olla edelläkävijä suurimittaisessa kalankasvatuksessa mahdollisimman pienellä ympäristövaikutuksella. Yhtiön Eckerössä Ahvenanmaalla sijaitsevan kiertovesikasvattamon tuotantokapasiteetti riittäisi arviomme mukaan kattamaan noin 6 % lohen ja kirjolohen kulutuksesta Suomessa. Yhtiö toimittaa tällä hetkellä perattua kalaa pääasiassa Manner-Suomen tukkureille ja jalostajille, mutta yhtiö suunnittelee oman jalostus- ja pakkauslinjaston perustamista, mikä mahdollistaisi vastuullisen kuluttajabrändin luomisen ja preemiohinnan tavoittelun. Lisäksi yhtiö suunnittelee kasvatuskapasiteettinsa kaksinkertaistamista, mikä voisi mahdollistaa yhtiön keskipitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden toteutumisen (liikevaihto 50 MEUR ja EBITDA 25 % vuonna 2026).

Tuotannon ylösajoon ja kannattavuuskäänteen aikatauluun liittyy epävarmuutta

Fifaxin nykyisen kasvattamon 3,2 miljoonan kilon vuotuinen tuotantokapasiteetti valmistui vuoden 2020 alussa, mutta tuotanto on vielä kaukana tavoitetasosta mm. toukokuussa 2021 tapahtuneesta hapensaantionnettomuudesta johtuen. Kalakanta on kehittynyt ajoittain positiivisesti ja yhtiö odottaa yltävänsä täyteen tuotantotasoon vuoden 2022 puolivälistä lähtien. Historialliset haasteet huomioiden odotamme tuotannon nousevan maksimikapasiteettiin vasta 2024 mennessä, jolloin myös käyttökate-ennusteemme kääntyy positiiviseksi. Myös kasvuinvestoinnit painavat kannattavuutta väliaikaisesti, mikäli yhtiö pääsee edistämään laajennussuunnitelmiaan rahoituksen järjestyessä. Kannattavuuden ja kasvatusprosessin vakauden parantuessa yhtiön tavoittelemalle tasolle uskomme, että yhtiö pystyisi kasvattamaan tuotantokapasiteettiaan ja liikevaihtoaan nopeastikin ja hyötymään Euroopan laajoista lohimarkkinoista. Ennen positiivisen käänteen toteutumista rahoituksen saantiin sekä hintaan liittyy kuitenkin nykyomistajien kannalta selkeitä riskejä.

Arvostusnäkömää on nykyennusteillamme haastava, mutta käännepotentialiakin löytyy

Hitaasta kannattavuuskäänteestä ja lähivuosien negatiivisista kassavirroista johtuen yhtiön arvostusnäkömää näyttää ennusteidemme valossa haastavalta. Soveltamalla vakiintuneiden lohenkasvattajien 2022e EV/EBITDA-kerrointa 10,3x, tulosennusteemme Fifaxille pystyisivät perustelemaan osakkeen nykykurssin vasta vuosien 2026-27 tulostasolla. P/B-kerroin 2021e 1,4x on kohtuullinen (kasvuyhtiöverrokot 1,3-2,0x), mutta tappiollinen tulos tulee laskemaan oman pääoman tasearvoa tulevina vuosina, minkä vuoksi emme usko P/B-kertoimen tarjoavan tukitasoja vielä tässä vaiheessa. Mikäli yhtiö onnistuisi tuotantonsa ylösajossa odotuksiamme nopeammin ja pystyisi todistamaan liiketoiminnan kannattavuuden jo vuoden 2022 aikana, voisi se avata rahoitusmahdollisuuksia kasvun nopeuttamiseksi ja kääntää osakkeen tuotto-odotuksen nykyistä huomattavasti paremmaksi. Pitkällä aikavälillä pääoman tuotto nousee ennusteissamme hyvälle tasolle (2030e ROI: 12 %), mikä yhdessä suuren markkinapotentiaalinn kanssa voisi tehdä osakkeesta kiinnostavan.

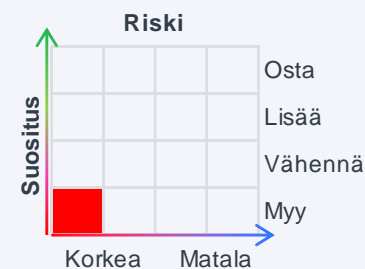
Suositus

Myy

1,10 EUR

Osakekurssi:

1,28



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	1,2	1,4	5,9	14,5
kasvu-%	77 %	9 %	337 %	145 %
EBIT oik.	-7,3	-9,7	-6,1	-2,7
EBIT-% oik.	-587 %	-718 %	-104 %	-18 %
Nettotulos	-8,4	-12,7	-6,6	-3,4
EPS (oik.)		-0,49	-0,26	-0,08
P/E (oik.)		neg.	neg.	neg.
P/B		1,4	2,0	1,9
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)		neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA		neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto		21,3	7,0	4,4

Lähde: Inderes

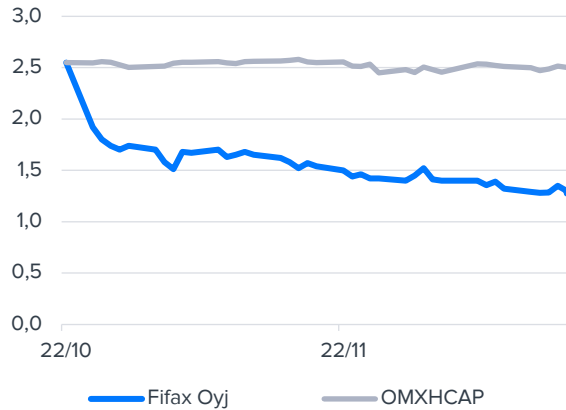
Ohjeistus

Ei ohjeistusta

Sisällysluettelo

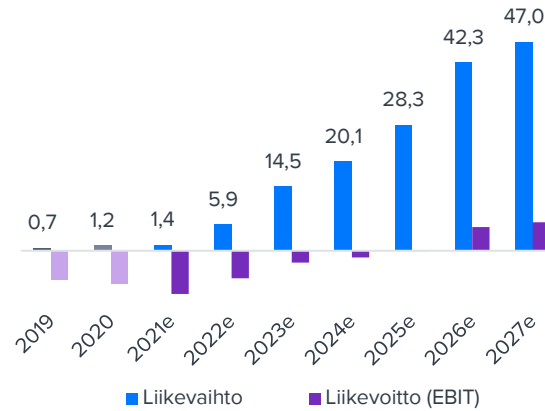
Yhtiökuvaus	5-7
Tuotteet ja palvelut	8
Tuotantolaitos- ja menetelmä	9-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-15
Liiketoiminnan riskiprofiili	16
Sijoitusprofiili	17
Toimintaympäristö	18-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-33
Liitteet	34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Osakekurssi



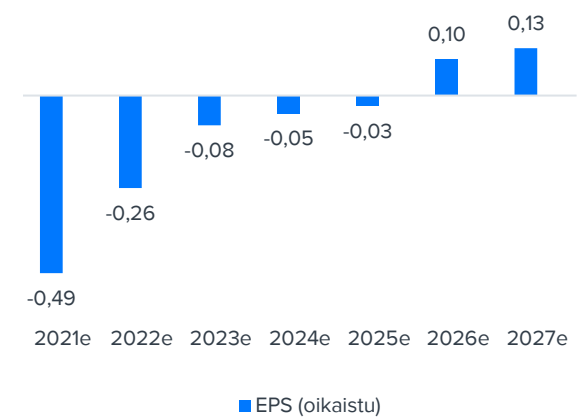
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Tuotantokapasiteetti mahdollistaa liikevaihdon moninkertaistamisen
- Tuotantomenetelmän kannattavuuden todistaminen tukisi kasvurahoituksen saatavuutta
- Yksi suurimpia kiertovesikasvattamoita maailmassa
- Kiinnostus ympäristöystävällistä ruoantuotantoa kohtaan kasvaa
- Suuri markkinapotentiaali



Riskitekijät

- Tuotantomenetelmän kannattavuudesta ei historiallista näyttöä
- Häiriötekijät kasvatuksessa voivat haitata liikevaihtoa ja kannattavuutta pitkään
- Ilman selkeää positiivista operatiivista kehitystä rahoituksen riittävyys ja saanti voi tulla haasteeksi
- Lohen ja rehun markkinahintojen vaihtelu vaikuttaa liikevaihtoon ja kannattavuuteen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,28	1,28	1,28
Osakemäärä, milj. kpl	25,9	25,9	40,8
Markkina-arvo	33	33	52
Yritysarvo (EV)	29	41	63
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100
P/B	1,4	2,0	1,9
P/S	24,4	5,6	3,6
EV/Liikevaihto	21,3	7,0	4,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus (1/2)

Fifaxin liiketoimintamalli

Fifax on kuivalla maalla kalankasvatusta harjoittava yhtiö, jonka tavoitteena on olla edelläkävijä suurimittaisessa kalankasvatuksessa mahdollisimman pienellä ympäristövaikutuksella. Yhtiön Eckerössä Ahvenanmaalla sijaitsevan kalankasvattamon tuotantokapasiteetti on 3 200 tonnia vuodessa. Laitos kykenee kasvattamaan kalaa mätimunista aina täysikokoisiksi ruokakaloiksi (noin 2,4 kg) asti, minkä jälkeen kalat teurastetaan ja toimitetaan asiakkaille. Yhtiön asiakkaat koostuvat tukkuliikkeistä ja jalostajista, jotka sijaitsevat pääosin Manner-Suomessa sekä pienissä määrin myös Ruotsissa.

Yhtiön hyödyntämän ultraintensiivisen kiertovesimenetelmän avulla yhtiön johto arvioi voivansa vähentää tuotannon typpi- ja fosforipäästöt 1-2 %:iin suhteessa muihin yleisesti käytössä oleviin kalankasvatusmenetelmiin. Kiertovesimenetelmän käyttö kalankasvatuksessa on vielä alkuvaiheessa globaalissakin mittakaavassa. Menetelmällä voidaan korvata muita ympäristöä kuormittavia ruoantuotantomenetelmiä, kuten perinteistä verkkoallaskasvatusta avovesistöissä sekä naudan- ja sianlihan tuotantoa. Kaupallisesta näkökulmasta Fifaxin hyödyntämä menetelmä tarjoaa mahdollisuuden preemiohinnan tavoitteluun ympäristöystävällistä brändiä hyödyntämällä ja tuotannon tasaisella ajoittamisella vuoden ympäri.

Yhtiön historiallinen kehitys

Fifax perustettiin tammikuussa 2012 ja Eckerön Tuotantolaitoksen rakentaminen aloitettiin asteittain vuonna 2014. Yhtiö keskittyi ensimmäisinä toimintavuosinaan tuotantolaitoksen suunnitteluun ja rahoituksen varmistamiseen. Toimintansa aikana yhtiö on jatkuvasti kehittänyt ultraintensiivistä

kiertovesimenetelmää sekä tuotantoprosesseja, minkä johdosta se on pystynyt ratkaisemaan menetelmään liittyviä haasteita ja kerryttänyt aihepiiriin liittyvää osaamista. Vuonna 2015 yhtiö otti sisään ensimmäiset poikaskalat, minkä johdosta ensimmäiset asiakastoimitukset päästiin tekemään vuoden 2016 aikana. Vuosina 2017-18 yhtiö kehitti edelleen tuotantolaitostaan mm. rakentamalla uuden ulkopuolisen vedenkäsittelylaitoksen sekä parantelemalla raikastusratkaisua sivumakujen poistamiseksi kalasta. Oma teurastamo otettiin käyttöön vuonna 2019. Tuotantolaitoksen kolmas ja viimeisin yksikkö valmistui vuoden 2020 alussa, minkä jälkeen yhtiö on keskittynyt kalakannan ylösajoon sekä kasvatusprosessiensa optimoimiseen kuolleisuuden vähentämiseksi ja kasvun sekä rehunmuutosuhteen parantamiseksi.

Tuotantoa ei ole vielä saatu täyteen kapasiteettiin

Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2020 1,2 MEUR ja liiketappio -7,3 MEUR, sillä vastavalmistuneen kasvattamon tuotanto oli vielä kaukana nimelliskapasiteetistaan. Vuosien 2020-21 aikana kalakantaa on pyritty ajamaan kohti täyttä kapasiteettia. Huhtikuussa 2021 kalakanta oli jo 69 % laitoksen kapasiteetista, mutta toukokuussa 2021 sattuneen happionnettomuuden vuoksi 40 % kalakannasta menetettiin. Yhtiö on tämän jälkeen yhdessä hapen toimituksesta- ja seurannasta vastaavan yhteistyökumppaninsa kanssa tehnyt toimenpiteitä vastaisen varalle. Onnettomuuden johdosta yhtiön johto arvioi, että kalakanta saadaan ajettua ylös vasta H1 2022 aikana. Kalan kasvu teuraskokoiseksi kestää yli vuoden, joten tuotannon ylösajo täyteen kapasiteettiin vaatii jatkuvaa elinolosuhteiden optimointia ja onnistunutta riskienhallintaa.

FIFAX

Fifax Abp lyhyesti

- Vuonna 2012 perustettu kuivan maan kalankasvatusta harjoittava yhtiö
- Yhtiön käyttämä ultraintensiivinen kiertovesimenetelmä mahdollistaa erittäin matalat typpi- ja fosforipäästöt ja tarjoaa siten ympäristöystävällisen ruokavaihtoehdon
- Omistaa 3 200 tonnin kasvattamon Eckerössä, jossa viljellään kirjoletta
- Tavoittelee tuotannon nostamista nimelliskapasiteettia vastaavalle tasolle vuoden 2022 aikana
- Suunnittelee tuotantokapasiteettinsa tuplaamista Eckerössä laajennusinvestoinnin avulla
- Yhtiö listautui Helsingin pörssin First North-listalle lokakuussa 2021
- Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 15 MEUR bruttovarat, joita se aikoo käyttää mm. velkojen takaisinmaksuun, tuotannon ylösajoon sekä laajennusinvestointeihin
- Konsernin liikevaihto 2020: 1,2 MEUR (kasvu 77 %)
- Konsernin liikevoitto 2020: -7,3 MEUR
- Konsernin henkilöstö keskimäärin H1 2021: 27

Yhtiökuvaus (2/2)

Johto ja omistus

Fifaxin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2019 lähtien Samppa Ruohtula. Yhtiön johtoryhmään kuuluu yhteensä 6 jäsentä, joista osalla on kokemusta yhtiöstä pitkältä ajalta. Kaikilla johtoryhmän jäsenillä on listautumisannin jälkeen omistuksia yhtiössä. Johtoryhmän jäsenet omistavat yhtiön osakkeista yhteensä 0,4 %, mikä on mielestämme pieni määrä suhteessa yhtiön pieneen kokoon.

Yhtiön suurin osakkeenomistaja on ruotsalainen FV Group AB (19 % osakkeista), mikä on Ruotsin suurimman taksiyhtiön perustajan Rolf Karlssonin omistama yhtiö. Muita tärkeitä sijoittajia yhtiössä ovat Suomen Teollisuussijoitus (14 %), vakuutusyhtiö Ålands Omsesidiga Försäkringsbolag (5 %), eläkevakuutusyhtiö Varma (3 %) sekä Ehrnroothin ja Pauligin sukujen hallinnoimat sijoitusyhtiöt Holdix Oy (12 %), Etrisk Oy (8 %) ja Turret Oy (4 %).

Listautumisannilla kerättiin pääomaa kasvattamoon ylösajoa ja investointeja varten

Listautumisensa yhteydessä lokakuussa 2021 yhtiö keräsi osakeannilla 15 MEUR:on bruttovarat, minkä lisäksi vaihtovelkakirjalainoja konvertoitiin osakkeiksi. Laskujemme mukaan yhtiöllä on noin 10 MEUR:on nettokassapositio listautumisen jälkeen, jos vuoden 2021 jälkipuoliskon oletettavasti negatiivista liiketoiminnan ja investointien kassavirtaa ei huomioida, tai vain 4 MEUR:on nettokassa H2:n negatiiviseksi ennustamamme kassavirran jälkeen. Vahvistettua tasetta on tarkoitus käyttää ensisijaisesti tuotannon häiriöttömän jatkuvuuden varmistaviin käyttöpääomatarpeisiin sekä kasvustrategian tukemiseen. Nykyisen kasvattamoon kalakannan ylösajo sitoo käyttöpääomia poikaskalojen, rehun ja muiden muuttuvien kustannusten takia. Yhtiö suunnittelee kokonaisuudessaan 45 MEUR:on

laajennusinvestointeja tuotantokapasiteetin kaksinkertaistamiseksi ja jalostuskapasiteetin kehittämiseksi.

Yhtiö on loppuvuoden 2021 aikana käynnistänyt tuotantokapasiteetin kaksinkertaistamiseen tähtäävien laajennusinvestointien suunnittelun. Odotamme yhtiön aloittavan laajennussuunnitelman ensimmäisen osan toteuttamisen vuoden 2022 aikana. Ensimmäisen osan kokonaiskustannukseksi on arvioitu 20 MEUR, jonka yhtiö aikoo rahoittaa nykyisellä taseellaan sekä velkarahalla. Laajennuksen toisen osan (kustannusarvio 25 MEUR) rahoitussuunnitelmaan kuuluu uuden oman pääoman hankkiminen sijoittajilta.

Tavoitteena kasvattaa ja tehostaa toimintaa

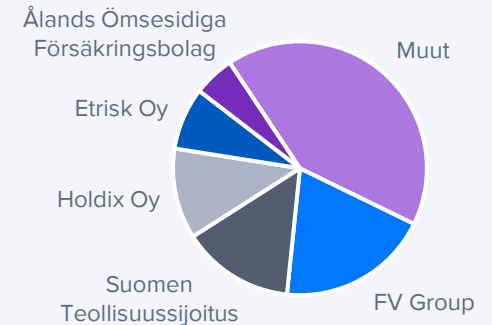
Fifax pyrkii olemaan edelläkävijä vastuullisessa kalankasvatuksessa. Yhtiön strategiaan kuuluu viisi osa-aluetta:

- Edelläkävijyys vastuullisessa kalankasvatuksessa
- Tuotannon laajentaminen
- Uusien tulovirtojen luominen
- Lisäinvestoinnit tehokkuuden kasvattamiseksi
- Vastuullisen premium-brändin kehittäminen

Kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet

Fifax tavoittelee liikevaihdon kasvattamista 50 MEUR:oon 2026 mennessä ja 100 MEUR:oon 2030 mennessä (2020: 1,2 MEUR). Kannattavuuden osalta yhtiö pyrkii pääsemään 25 % käyttökatemarginaaliin vuonna 2026 (2020: -494 %) ja yli 25 %:iin vuonna 2030. Mikäli kasvatusprosessi saadaan toimimaan tehokkaasti, pidämme tavoiteltuja lukuja mahdollisina, mutta tavoitteiden aikataulu olisi silloinkin mielestämme haastava.

Omistusrakenne



Tuotanto vuositasolla (tonnia)¹



Liikevaihto (MEUR)¹



Lähde: Fifax

¹) H2 2022T, 2026T ja 2030T viittaavat yhtiön tavoitetasoon

Asiakkaat

Tukkuliikkeet



Jalostajat



Tulevaisuudessa myös yksitysasiakkaat ja ravintolat



Tuotteet

Perattu kala



Tulevaisuudessa fileet ja jalosteet omalla brändillä



Resurssit

Kiertovesikasvattamo, kapasiteetti 3200 tonnia vuodessa



Ymmärrys kasvatusprosessista



Kalakannan biomassa 316 tonnia 9/2021



Henkilöstö H1 2021 27 kpl



Liiketoimintaidea

Fifaxin visiona on olla edelläkävijä suurimittaisessa kalankasvatuksessa mahdollisimman pienellä ympäristövaikutuksella.

Strategian kulmakivet

- Edelläkävijyys vastuullisessa kalankasvatuksessa
- Tuotannon laajentaminen
- Uusien tulovirtojen luominen
- Lisäinvestoinnit tehokkuuden kasvattamiseksi
- Vastuullisen premium-brändin kehittäminen

Poikaskalan hankinta



Mätimunia ostamalla ja hautomalla omassa hautomossa



Valmiita poikaskaloja ostamalla

Tuotteen asemoituminen suhteessa kilpailuun

Kiertovesimenetelmällä tuotettu kirjolohi

- Terveellinen
- Kotimainen
- Minimaaliset ravinnepäästöt Itämereen
- Hiilijalanjälki samaa tasoa siipikarjan kanssa
- Ympäristövaikutukseltaan häviää kasviproteiineille

Kilpailevat elintarvikkeet

- Verkkoaltaissa kasvatettu lohi ja kirjolohi
- Muu kala
- Nauta
- Sika
- Siipikarja
- Kasvipöeräiset proteiinit

Pääkilpailijat

Kotimaiset kasvattajat



Norjalaiset kasvattajat ja pyytäjät



Tavoiteltu kustannusrakenne kasvatuksessa (EUR/kg perattua kalaa)^{1,2}



Henkilöstökulut
2020: 5,2

Tavoiteltu taso: 0,7



Materiaalit ja palvelut
2020: 13,8

Tavoiteltu taso: 2,3



Muut kulut
2020: 8,8

Tavoiteltu taso: 0,7



Poistot ja arvonalentumiset
2020: 4,3

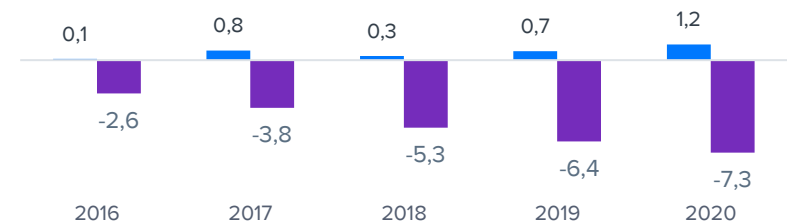
Tavoiteltu taso: 0,7



Yhteensä
2020: 32,2

Tavoiteltu taso: 4,4

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Fifax

■ Liikevaihto ■ Liikevoitto (EBIT)

1) Perustuu yhtiön listautumisesitteessä antamiin tietoihin sekä Inderesin arvioon kustannusten jakautumisesta eri kululajeihin.
2) Peratun kirjolohen keskimääräinen tuottajahinta oli 5,3 euroa/kg vuosina 2016-20 oletteen tasaisen tuotannon vuoden ympäri.

Tuotteet ja palvelut

Kirjolohti on Fifaxin päätuote

Tällä hetkellä yhtiö toimittaa asiakkailleen teurastettua kirjolohta, josta on perattu pois sisälmykset (HOG – head on, gutted). Asiakkaille, kuten tukkureille ja jalostajille, Fifaxin kirjolohti toimitetaan pakattuna jäitä sisältäviin laatikoihin. Yhtiö pyrkii teurastamaan kasvatetun kirjolohen keskimäärin noin 2,4 kilogramman painoisena, mikä tarkoittaa että yhdestä kalasta saadaan leikattua kaksi vajaan kilogramman painoista filettä. Fifaxin tuottamaa kirjolohta myydään kokonaisina kaloina, fileinä, jalostettuina tuotteina ja kuluttajille myytävissä valmiissa annoksissa vähittäiskaupassa ja hotelli-, ravintola- ja catering-alalla.

Tuotteena kirjolohti asemoituu kuluttajien silmissä lähelle lohta. Lohi ja kirjolohti ovat hyvin samantapaisia maultaan ja ulkonäöltään, minkä vuoksi ne mielletään myös kuluttajien näkökulmasta tyypillisesti toisilleen vaihtoehtoisina tuotteina. Kirjolohti sisältää tyypillisesti jonkin verran vähemmän rasvaa ja enemmän proteiinia, mikä kuitenkin riippuu olennaisesti käytetystä rehusta. Fifaxin kiertovesijärjestelmässä kasvatetun kirjolohen etuina ovat terveellisyysnäkökulmasta mm. antibiootittomuus, lääkeaineettomuus ja mikromuovittomuus.

Jalostusasteen kohottaminen mahdollistaisi oman kuluttajabrändin rakentamisen

Fifax suunnittelee nostavansa tuotantonsa jalostusastetta laajentamalla tuotevalikoimaansa vakuumpakattuun kirjolohifileeseen ja mahdollisesti muihin jalosteisiin. Siten yhtiö voisi alkaa myymään tuotteitaan suoraan kuluttajille omalla brändillään, mikä voisi jalostusarvon nousun lisäksi kasvattaa yhtiön tuotteiden brändiarvoa. Brändäyksessä pyritään hyödyntämään tuotteen ympäristöystävällisyyttä, terveellisyttä sekä kotimaisuutta. Fileoinnin lisäksi

yhtiö harkitsee muiden kalajalosteiden, kuten valmisruokien ja pakasteiden kehittämistä.

Oma fileointilinjasto mahdollistaisi kirjolohen fileoinnin ennen kuolonkankeutta. Ennen kuolonkankeutta fileoitua kalaa (pre-rigor) pidetään tyypillisesti laadukkaampana tuotteena suhteessa post-rigor kalaan, sillä pre-rigor fileen rakennetta, väriä ja tuoreutta pidetään yleisesti parempana.

Konsultointipalvelut alan yhtiöille harkinnassa

Yhtiö suunnittelee hyödyntävänsä kiertovesijärjestelmiin liittyvää osaamistaan tarjoamalla konsultointipalveluita ulkopuolisille kalankasvattajille. Yhtiöllä on kertynyt runsaasti tietotaitoa ultraintensiivisen kiertovesijärjestelmän rakentamisesta ja tuotantoprosesseista, mikä on tällä hetkellä suhteellisen harvinaista. Yhtiö suunnittelee maailmanlaajuisesti meneillään olevien ja alkavien hankkeiden arviointia luodakseen neuvonantopalveluihin liittyviä tulovirtoja, jotka ovat itsenäisempiä sen omasta tuotannosta ja prosesseista. Tiedostamme, että alan konsultointipalveluiden tarjoaminen liittyy läheisesti yhtiön muihin strategiaan päätöksiin, kuten esimerkiksi tuotannon laajentamiseen muille markkinoille. Arvioimme, että konsultointipalveluita ei tarjota yhtiön kotimarkkinoilla toimiville kilpailijoille, koska tämä voisi heikentää yhtiön tuotannollisia kilpailuetuja.

Myös sivuvirtojen hyötykäyttöön panostetaan

Fifaxin tuotannosta syntyy runsaasti sivuvirtoja kuten kalanperkkeitä, kuollutta kalaa ja ravinteikasta lietettä. Sivuvirtojen hyödyntämisprosessia pyritään edelleen kehittämään kustannusten kattamiseksi tai jopa pienimuotoisten voitontavoittelumahdollisuuksien luomiseksi.

Perattu kirjolohti on yhtiön nykyinen päätuote



Oma fileointi- ja pakkauslinjasto mahdollistaisi tuotteiden kuluttajamarkkinoinnin Fifaxin brändillä



Tuotantolaitos ja –menetelmä (1/3)

Kiertovesimenetelmän ekologiset hyödyt

Valtaosa Fifaxin päämarkkina-alueella Suomessa ja Ruotsissa kulutetusta kalasta kasvatetaan luonnonvesistöihin sijoitetuissa verkkoaltaissa, jotka aiheuttavat lietepäästöjä ja rehevöittävät vesistöjä. Fifaxin käyttämässä ultraintensiivisessä kiertovesimenetelmässä käytettävä vesi on eristetty ulkoisesta ekosysteemistä. Järjestelmä käyttää vähäisiä määriä vettä järjestelmän ulkopuolelta ja poistuvaa vettä puhdistetaan ennen kuin se lasketaan takaisin mereen. Yhtiön johto arvioi, että sen ultraintensiivinen kiertovesimenetelmä vähentää tuotannon fosfori- ja typpipäästöjä jopa 1-2 %:iin verrattuna muihin käytössä oleviin kasvatusmenetelmiin, kuten verkkoallaskasvattamoihin. Lisäksi tuotannon siirtäminen maalle voi pienentää tuotannon hiilijalanjälkeä sekä eliminoida riskin kalojen sekoittumisesta luonnon kalapopulaatioihin.

Kiertovesimenetelmän tuotannolliset hyödyt

Ympäröivästä luonnosta ja sääolosuhteista eristettyinä prosessina kiertovesiviljely tarjoaa tuotannollisia etuja verrattuna luonnonvesistöissä tapahtuvaan verkkoallaskasvatukseen. Suljettu järjestelmä tarjoaa paremmat mahdollisuudet kasvuympäristön optimointiin mikä mahdollistaa tasaiset kasvuolosuhteet ja ennakoitavissa olevan tuotannon, mikäli olosuhteiden optimoinnissa onnistutaan.

Tasaiset kasvatusolosuhteet mahdollistavat kalakannan tasaisen kasvattamisen ympäri vuoden, mikä tarjoaa merkittävän edun luonnonvesistöissä tapahtuvaan verkkoallaskasvatukseen. Verkkoaltaissa kasvatettua lohta teurastetaan kausiluontoisuuden vuoksi runsaasti vuoden viimeisellä neljänneksellä, mikä johtaa tarjontapiikkiin markkinoilla. Tasaisesti ympäri vuoden ajoittuva myynti tuo Fifaxille

mahdollisuuden tavoitella preemiohintaa tuotteelleen verrattuna kausiluonteisesti toimittaviin verkkoallaskasvattajiin.

Suljetussa järjestelmässä kalojen riski altistua ulkopuolisiin tauteihin, loisiin tai petoeläinten hyökkäyksiin on pienempi. Tämä mahdollistaa matalamman kuolleisuuden, korkeamman rehunmuuntosuhteen ja nopeamman kasvun suhteessa luonnonvesissä tapahtuvaan verkkoallaskasvatukseen. Myös antibioottien käyttö voidaan rajata harvinaisiin poikkeustapauksiin, kun sairauksia ilmenee harvoin. Tehdasolosuhteissa tapahtuva tuotannollinen prosessi mahdollistaa tiiviin logistiikan suoraan kasvatusaltaasta teurastukseen ja fileointiin, mikä mahdollistaa laadukkaampien pre-rigor fileiden tuottamisen.

Fifaxin laitoksen päästöt poikkeuksellisen alhaiset

Eckerön tuotantolaitoksen vedenkulutus ja ravinnepäästöt ovat matalat muihinkin kiertovesikasvattajien laitoksiin verrattuna. Fifaxin kiertovesimenetelmän matalat päästöt ja vähäinen vedenkulutus perustuvat laitoksen kykyyn puhdistaa ja kierrättää vettä järjestelmän sisällä. Kasvatusaltaiden vesi kiertää kerran tunnissa läpi laitoksen vedenkäsittely-yksiköistä ja yli 99,7 % vedestä käytetään uudelleen. Vedenkäsittelyprosessiin kuuluu kiinteän jätteen poistaminen ja kalojen erittäminen haitta-aineiden kuten ammoniumtypen ja hiilidioksidin hajottaminen tai poistaminen. Lisäksi prosessi desinfioi vettä, säätää pH-arvoa ja lisää happea veteen. Peruskierron lisäksi osa vedestä ohjataan ulkoiseen vedenkäsittely-yksikköön, missä vettä jatkokäsitellään typen, fosforin ja lietteen poistamiseksi. Pieni osa jatkokäsitellystä vedestä palautetaan takaisin mereen ja loput palautetaan takaisin kiertoon yhdessä tuoreen meriveden kanssa.

Kirjoloheen kasvatusmenetelmien vertailua

	Rehunmuun- tosuhde	Vedenvaihto- nopeus l/rehu-kg	Fosfori- päästöt kg/t	Typpi- päästöt kg/t
Fifaxin RAS ¹	1,0	0,05-0,3%	70	500
"Tyypillinen" RAS	1,0	1,3-4,0%	3 000	40 000
Läpivirtaus- menetelmä	1,2	30-100%	5 000	50 000
Verkkoaltaat	1,25-1,5	∞	7 500	60 000

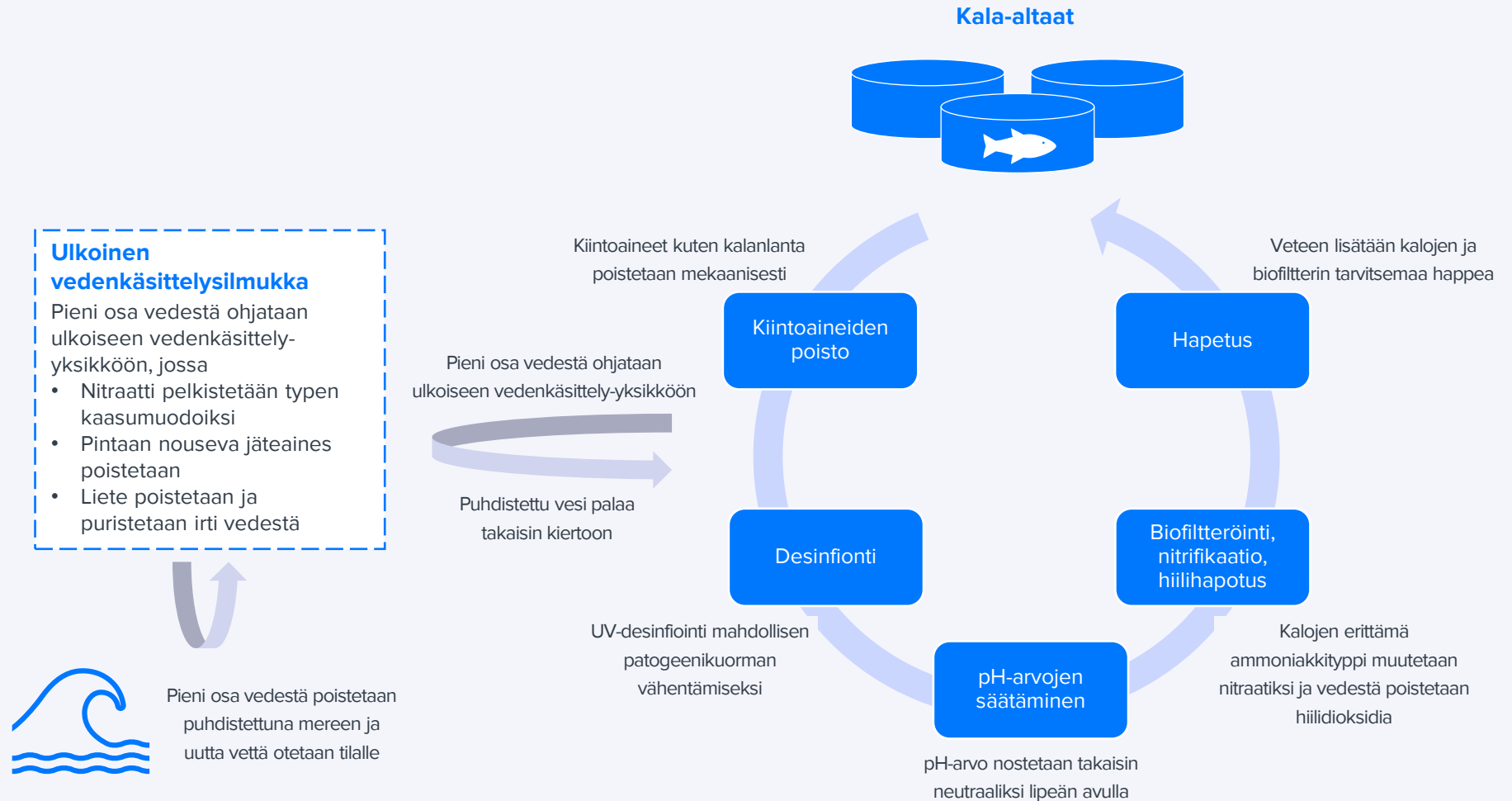
Fifaxin kasvatusaltaita Eckerössä



Lähde: Fifax

1) Fifaxin johdon arvioita suunnitellun täyden tuotannon perusteella

Veden kulku Fifaxin kiertovesijärjestelmässä



Tuotantolaitos ja –menetelmä (2/3)

Kirjolohi sopii hyvin kuivan maan kalankasvatukseen

Kirjolohi on valikoitunut Fifaxin tuotantolajikkeeksi markkinakysynnän sekä suotuisten tuotannollisten ominaisuuksien ansiosta. Kirjolohi on vähemmän herkkä lämpötilojen vaihtelulle ja muille ulkopuolisille olosuhteille suhteessa loheen. Lisäksi kirjolohi muuttaa rehun lopputuotteena olevaksi kalanlihaksi tehokkaammin ja nopeammin, minkä ansiosta se kasvaa nopeammin teurastuskokoon.

Kasvatus mätimunasta teurastuskokoon kestää 16 kk

Yhtiön Eckerössä sijaitsevassa tuotantolaitoksessa on kyvykkyys kasvattaa kirjolohet aina mätimunista teurastuskokoiseksi kaloiksi saakka. Poikaskaloja hankitaan tilanteesta riippuen myös suoraan ulkopuolisilta toimittajilta, mutta oma hautomo tarjoaa Fifaxille mahdollisuuden aloittaa kasvuprosessi mätimunien tasolta. Mätimunista haudotut kalat siirretään poikasalueelle kun ne ovat saavuttaneet 2-5 gramman painon. 50 grammaisina kalat siirretään jo kasvatusaltaisiin.

Kun kalan koko on noin 2,4 kg, se siirretään raikastusaltaaseen ja sen ruokinta lopetetaan. Raikastusprosessin tarkoitus on poistaa kierto-vesijärjestelmässä bakteeritoiminnan tuottamat epätoivottuja makuja aiheuttavat yhdisteet kalan lihasta. Fifaxin raikastusprosessin pituus on tällä hetkellä noin 10 päivää, mutta yhtiö pyrkii jatkuvasti lyhentämään prosessin kestoa samalla varmistamalla, että kalan maku pysyy hyvänä. Raikastusprosessin jälkeen kalaerälle tehdään koeteurastuksia hyvän maun varmistamiseksi, minkä jälkeen kalaerä teurastetaan ja perataan Fifaxin tuotantolaitoksella.

Perattu kala toimitetaan asiakkaille

Kala pakataan perkauksen jälkeen jääpaloilla täytetyihin laatikoihin ja toimitetaan asiakkaille. Kalat toimitetaan pääosin Turun kautta Manner-Suomessa sijaitseville tukkureille ja jalostajille. Tukkurit ja jalostajat toimittavat puolestaan kalat vähittäiskaupan toimijoille, jotka myyvät kalaa esimerkiksi vakuumpakattuna fileenä, kalatiskin tuorefileenä tai kalatiskin perattuna kokonaisena kalana. Tyypillisesti kalaerälle on tiedossa ostaja jo siinä vaiheessa, kun Fifax siirtää kalaerän kasvatusaltaista raikastusprosessiin.

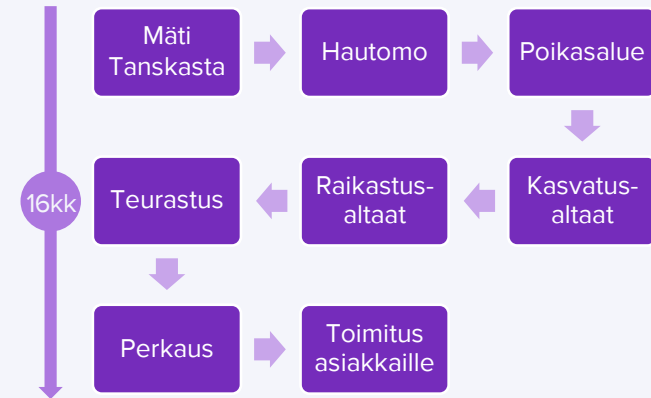
Tuotantolaitoksen jälkikäsittelytoiminnoissa kehittämistä

Fifaxin tuotantolaitoksen jälkikäsittelytoiminnot ovat vielä kehityksen asteella. Yhtiö suunnittelee kehittävänsä ja tehostavansa teurastuskapasiteettia kustannustehokkuuden parantamiseksi. Lisäksi jalostus- ja pakkauskapasiteettiin suunnitellaan investointeja tuotannon arvon maksimoimiseksi. Myös sivuvirtojen arvoa pyritään kasvattamaan niihin liittyvien käsittelykustannusten kattamiseksi.

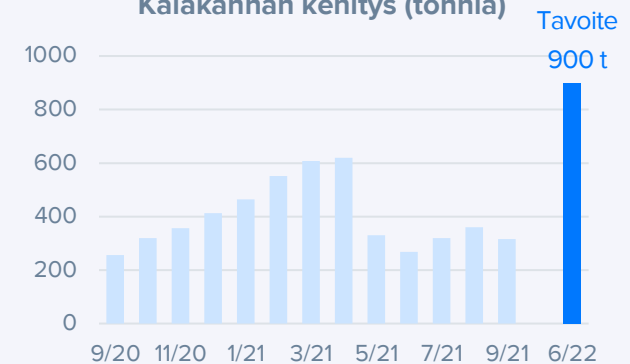
Toimitusketjuja pyritään laajentamaan riskien minimoimiseksi

Yhtiö pyrkii kitkemään toimitusketjuun liittyviä riskejä erilaisin toimenpitein. Fifaxin on tarkoitus laajentaa mätimunien tuottajaverkostoa toimitusvarmuuden kasvattamiseksi. Lisäksi yhtiö käyttää poikaskalojen hankintaa tarpeen mukaan optimoidakseen kasvattamon tuotantoa. Poikaskalojen ostoilla voidaan alkuvaiheessa nopeuttaa kalakannan ylösajoa ja pitkällä aikavälillä tasoittaa kalakannan kokojakaumaa, mikäli kalakantaan syntyy ”aukkoja” tiettyjen kokoluokkien kohdalle.

Fifaxin tuotantoprosessin vaiheet



Kalakannan kehitys (tonnia)



Lähde: Fifax, Inderes

Tuotantolaitos ja –menetelmä (3/3)

Kiertovesikasvatus on herkkä prosessi

Kalojen kasvattaminen kiertovesimenetelmällä on jatkuvaa olosuhteiden seurantaa ja eri muuttujien optimointia. Fifax seuraa automatisoidusti mm. veden happipitoisuutta, pH-arvoa, ammoniumtyppi- ja nitriittitasoja, hiilidioksidia ja muita muuttujia. Lisäksi kaloja siirretään ja lajitellaan ajoittain optimaalisten kasvuolosuhteiden saavuttamiseksi. Altaan kalapopulaation koko kannattaa pitää melko homogeenisenä, koska muutoin populaatiossa voi syntyä haitallista laumakäyttäytymistä mikä voi esimerkiksi estää pienempien kalojen ruokailua. Kalojen siirto altaasta toiseen on kuitenkin stressitekijä kaloille, minkä vuoksi siirtojen määrää pyritään rajoittamaan.

Riskienhallinnassa ja tehokkuudessa kehitettävää

Kiertovesimenetelmän operointiin liittyy haasteita ja Fifax on arviomme mukaan vielä opetteluvaiheessa prosessiensa kanssa. Käsittelemme mukaan myös muilla kiertovesimenetelmää käyttävillä kasvattajilla on ilmennyt haasteita ja onnettomuuksia, minkä johdosta kiertovesilaitosten operointitehokkuudessa ei olla vielä päästy tavoitellulle tasolle.

Toukokuussa 2021 Fifaxin tuotantolaitoksessa tapahtui altaiden happitasapainoon liittyvä onnettomuus, minkä johdosta 40 % biomassasta menetettiin ja jouduttiin alaskirjaamaan. Onnettomuus johtui yhtiön yhteistyökumppanin happitoimituksen viivästymisestä tehtaalte sekä hapenseurannasta vastaavien järjestelmien toimintavirheestä. Fifaxilla on kyvykkyyttä tuottaa happea itse omilla laitteistoilla sekä varahappisäiliöitä, mitä hyödyntämällä loput 60 % biomassasta onnistuttiin pelastamaan, kun ongelma havaittiin. Menetetty biomassasta päätyi minkinrehuksi, sillä ennen teurastusta kuollutta kalaa ei voida myydä

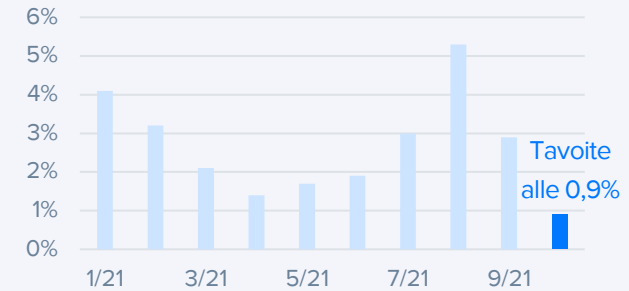
elintarvikkeena. Onnettomuuden seurauksena yhtiö on tehnyt toimenpiteitä vastaavan onnettomuuden välttämiseksi mm. kasvattamalla yhteistyökumppanilta saatavan hapen säilöntäkapasiteettia, kasvattamalla varahapen saatavuutta sekä kehittämällä happitasojen seurantaan liittyviä prosesseja.

Kasvatusprosessin operatiiviset tavoitteet

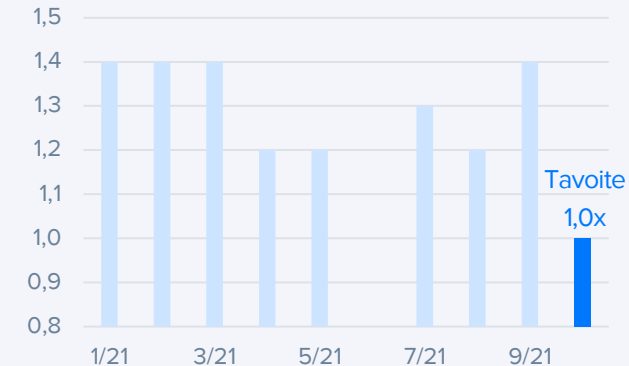
Fifax tavoittelee kalakannan biomassan nostamisen 900 tonniin (syyskuussa 2021: 316 tonnia), mikä vastaisi laitoksen täysimääräistä kapasiteettia ja voisi mahdollistaa 3 200 tonnin vuotuisen tuotannon, mikäli muiden biomassan kehitystä kuvaavien mittarien kuten kasvun ja kuolleisuuden taso saadaan tavoitellulle tasolle. Yhtiö tavoittelee biomassan kasvavan 1 % päivässä, eli noin 35 % kuukaudessa. Kuolleisuuden osalta yhtiön tavoite on 0,9 % kuukaudessa kappalemäärässä mitattuna. Kuolleisuus oli laskevalla trendillä alkuvuodesta 2021 ja parhaimmillaan 1,4 % huhtikuussa (2,5 % painossa mitattuna) juuri ennen toukokuussa sattunutta happionnettomuutta. Lisäksi Fifax tavoittelee 1,0x rehunmuutosuhdetta, mikä tarkoittaisi että kilosta rehusta saadaan kilo kirjolohta. Elokuussa 2021 rehunmuutosuhde oli 1,2x.

Yhtiö on ajoittain edistynyt hyvin kohti operatiivisten tavoitteiden saavuttamista erityisesti kalakannan ja kuolleisuuden osalta, mutta ei ole vielä saavuttanut riittävää vakautta täyden potentiaalinsa ulosmittaamiseksi. Yhtiö on globaalissakin mittakaavassa edistynyt kiertovesikasvattaja suuren tuotantokapasiteettinsa ja korkean vedenkierrätysintensiteettinsä ansiosta. Tässä vaiheessa näemme tuotantoprosessiin liittyvän yhä merkittäviä riskejä, mutta uskomme yhtiön oppimis- ja kehitystyön vähentävän tuotantoon liittyvää riskisyyttä pitkällä aikavälillä.

Kappalemääräinen kuolleisuus per kk¹



Rehunmuutosuhde²



1) Ei sisällä toukokuun 2021 hapensaantionnettomuudessa kuolleita kaloja

2) Kesäkuun osalta luotettavia tietoja ei saatavilla toukokuun hapensaantionnettomuudesta johtuen

Lähde: Fifax

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Strategia

Visiona suurimittainen kalantuotanto pienillä ympäristövaikutuksilla

Fifaxin visiona on olla edelläkävijä suurimittaisessa kalankasvatuksessa mahdollisimman pienellä ympäristövaikutuksella. Vision taustalla on ajatus elintarviketuotannon ympäristövaikutuksiin liittyvän tietoisuuden vahvistumisesta, minkä johdosta Fifax on hyvässä asemassa tarjoamaan vaihtoehtoa kasvavalle määrälle kuluttajia, jotka haluavat vähentää ruokavalionsa haitallisia ympäristövaikutuksia.

Ympäristöhaittojen vähentämisen merkitys korostuu Fifaxin keskeisillä markkinoilla Itämeren ympärillä. Suljettuna ja matalana merialueena Itämeri on haavoittuvainen maatalouden, teollisuuden ja mm. kalankasvatuksen päästöille, minkä vuoksi uskomme Itämeren ravinnekuorman vähentämisen olevan kaupallisesti toimiva argumentti kuluttajien keskuudessa.

Tuotannon laajentaminen

Listautumisen yhteydessä ilmoitetun strategiansa mukaisesti Fifax pyrkii kasvattamaan tuotantokapasiteettiaan uusia kalankasvatustiloja rakentamalla. Yhtiöllä on kaksivaiheinen suunnitelma sen Eckerössä sijaitsevan tuotantokapasiteetin kaksinkertaistamiseksi 6,4 miljoonaan kiloon vuodessa joka olisi täysimääräisesti käytössä vuoden 2026 loppuun mennessä. Suunnitelmaan kuuluu myös kalankäsittelytoimintojen laajentaminen mikä voisi mahdollistaa sekä korkeamman lisäarvon tuotteiden valmistamisen että vauhdittaa kuluttajabrändin rakentamista.

Näemme tuotannon laajentamisen toteutumiseen liittyvän epävarmuutta, koska laajennukset vaativat yhteensä noin 45 MEUR sijoitukset. Yhtiö voisi tehdä

päätöksen vaiheen 1 laajentumissuunnitelman (arvioitu investointi 20 MEUR) toteuttamisesta jo vuoden 2021 aikana, mikäli se onnistuisi hankkimaan riittävästi vieraan pääoman ehtoista rahoitusta tai investointitukia. Pidämme todennäköisempänä, että yhtiö ei tee päätöstä tuotantokapasiteetin kasvattamisesta vielä kuluvana vuonna, mutta käynnistää ainakin kalankäsittelytoimintojen rakentamisen jo vuoden 2022 aikana. Rahoituksen saatavuus tuotantokapasiteetin kasvattamiseksi voisi parantua vuoden 2022 aikana, mikäli yhtiö onnistuu tavoitteessaan nostaa tuotantonsa nykyistä kapasiteettia vastaavalle tasolle.

Lisätulovirtojen hankkiminen

Fifaxilla on suunnitelmia lisätulovirtojen hankkimiseksi kalan myynnistä saatavan liikevaihdon lisäksi. Yhtiöllä on kertynyt huomattavaa tietotaitoa kiertovesikasvatuksesta, mitä se uskoo voivansa hyödyntää tarjoamalla konsultointipalveluita rajatulle joukolla muita kiertovesimenetelmäkäsittäjiä. Lisäksi yhtiö pyrkii kasvattamaan tuotannon sivuvirroista syntyvää lisäarvoa kattaakseen sivuvirtojen käsittelystä aiheutuvat kulut.

Lisäinvestoinnit tehokkuuden parantamiseksi

Strategiansa osana Fifax aikoo tehdä lisäinvestointeja toimintansa tehostamiseksi ja kannattavuuden parantamiseksi. Fifax pyrkii maksimoimaan tuotannossa syntyvien sivuvirtojen arvon ja se arvioi tällä hetkellä mahdollisuuksia parantaa lietteen- ja jätteenkäsittelyteknologiaansa kattaakseen nykyiset jätevirtojen kustannukset tai jopa tuottaakseen niillä voittoa. Lisäksi Fifaxin laitoksen tuotantoa pyritään optimoimaan, mikä voisi mahdollistaa laitoksen nykyisen 3 200 tonnin kapasiteetin ylittävän kokonaistuotannon. Tämä voisi onnistua esimerkiksi



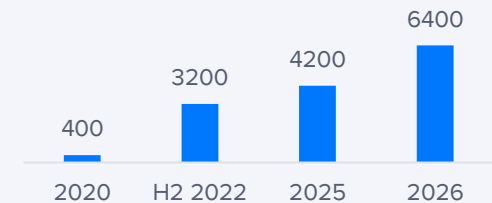
Strategian pääalueet

- Edelläkävijyys vastuullisessa kalankasvatuksessa
- Tuotannon laajentaminen
- Uusien tulovirtojen luominen
- Lisäinvestoinnit tehokkuuden kasvattamiseksi
- Vastuullisen premium-brändin kehittäminen



Tavoiteltu tuotannon kasvattaminen¹

Tuotanto vuositasolla (tonnia)



Lähde: Fifax

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

teurastamalla ja myymällä ylimääräisiä kasvatuvaiheessa olevia kaloja tietyn kalamassan kokoluokan paisuessa optimaalista tasoa suuremmaksi.

Vastuullisen premium-brändin kehittäminen

Yhtiön tuotantoa on tähän asti myyty lähinnä teollisuudelle ja tukkuliikkeille, mutta tulevaisuudessa yhtiö aikoo panostaa myös oman kuluttajabrändin rakentamiseen. Tulevaisuuden asiakas- ja myyntikanavastrategiassa tavoitellaan tasapainoa vakaan, toistuvan ja volyympohjaisen liikevaihdon sekä brändivetoisen liikevaihdon välillä. Pidämme oman kotimaisuuteen ja ympäristöystävällisyyteen nojaavan kuluttajabrändin rakentamista tärkeänä askeleena osana yhtiön strategiaa. Uskomme, että tämä mahdollistaisi myös preemiohinnoittelun sekä vähäisemmän riippuvuuden markkinahintojen muutoksista. Esimerkiksi Atlantic Sapphire on yltänyt Tanskassa ja Yhdysvalloissa sijaitsevien kasvatustilastensa avulla selvästi markkinoiden keskimääräistä hintaa korkeammille tasoille. Fifax on käynnistänyt ASC-sertifointiprosessin, mikä voisi myönnettäessä kasvattaa yhtiön tuotannon myyntihintaa useissa eri asiakaskanavissa. Esimerkiksi WWF suosittelee Suomessa kasvatettua ASC-merkittyä kirjolohta.

Taloudelliset tavoitteet

Fifax on listautumisen yhteydessä asettanut itselleen kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Keskipitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee yli 50 miljoonan euron liikevaihtoa ja 25 % EBITDA-marginaalia vuoden 2026 loppuun mennessä. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee yli 100 miljoonan euron liikevaihtoa ja yli 25 % EBITDA-marginaalia vuoden 2030 loppuun mennessä. Yhtiö ei odota jakavansa osinkoa lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä.

Tavoitteet vaativat onnistunutta strategian toteuttamista

Arvioimme yhtiön keskipitkän aikavälin liikevaihtotavoitteen kunnianhimoiseksi, mutta mahdolliseksi mikäli strategian toteuttamisessa onnistutaan. Tavoitteen saavuttaminen vaatisi kasvatuskapasiteetin laajennussuunnitelman käynnistämistä viimeistään vuoden 2022 aikana. Jotta laajennussuunnitelman toteutus voitaisiin käynnistää, tulisi yhtiön saada riittävä rahoitus hankkeelle. Rahoituksen saanti on tällä hetkellä haastavaa, koska yhtiö ei ole vielä pystynyt todistamaan nykyisen tuotantolaitoksensa kannattavuutta. Siten koko liikevaihtotavoitteen onnistuminen riippuu siitä kuinka nopeasti yhtiön nykyinen tuotantolaitos saadaan toimimaan vakaasti ja tehokkaasti.

Liikevaihtotavoitteeseen yltäminen vaatisi arviomme mukaan huomattavaa jalostusarvon kautta hankittua arvonlisää ja/tai premium-brändin kautta saavutettavaa preemiohintaa suhteessa perinteisillä kasvatustavotteilla kasvatettuun kalaan. Käsitksemme mukaan kuluttajat ovat tyypillisesti valmiita maksamaan preemio-hintaa kiertovesimenetelmällä kestävästi tuotetusta kalasta. Myös konsultointipalvelut tai sivuvirtojen lisäarvon optimointi voivat vaikuttaa yhtiön kykyyn yltää sen liikevaihtotavoitteisiin, mutta mielestämme näiden merkitys on vähäisempi verrattuna myytävän kalan määrään ja hintaan.

Yltääkseen pitkän aikavälin liikevaihtotavoitteisiinsa Fifax suunnittelee rakentavansa lisää tuotantokapasiteettia Eckerön tuotantolaitoksen kasvattamisen lisäksi. Pidämme mahdollisena, että yhtiö laajentaa tulevaisuudessa tuotantokapasiteettiaan myös Ahvenanmaan ulkopuolelle, esimerkiksi Manner-Suomeen tai Ruotsiin.



Taloudelliset tavoitteet

Fifaxin keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

- Yli 50 miljoonan euron liikevaihto vuonna 2026
- 25 % EBITDA marginaali vuonna 2026

Fifaxin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

- Yli 100 miljoonan euron liikevaihto vuonna 2030
- Yli 25 % EBITDA marginaali vuonna 2030

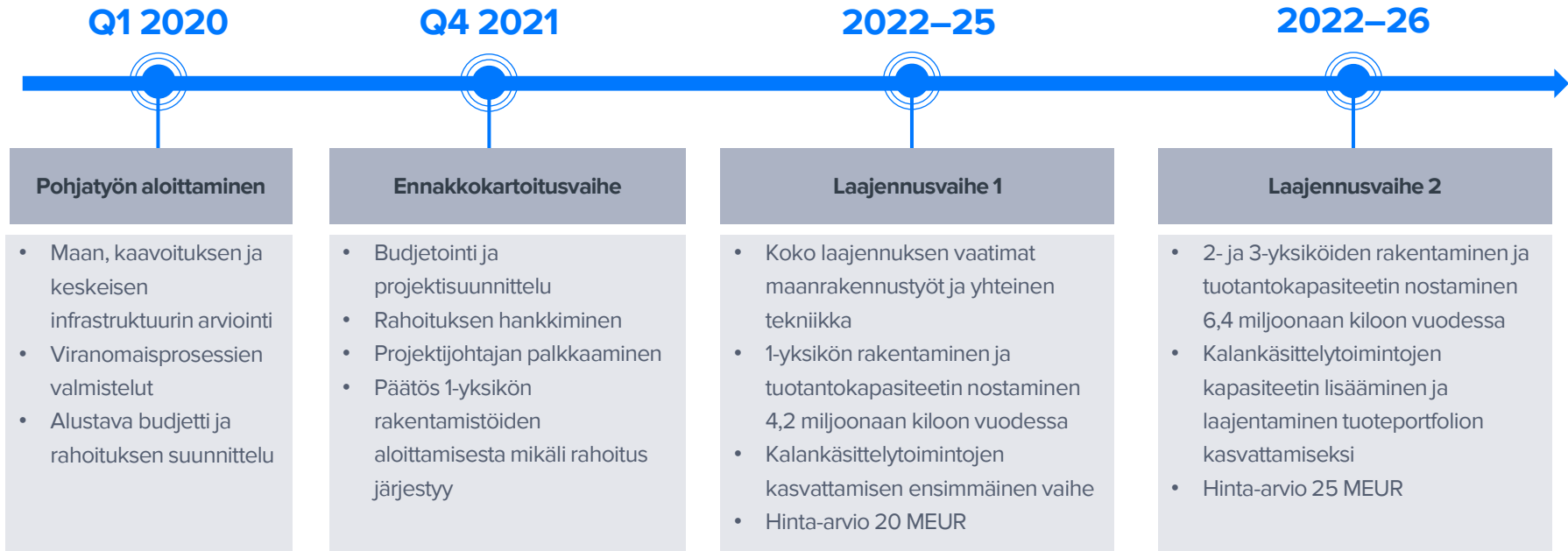
Lähtökohta

- Liikevaihto 2020: 1,2 MEUR
- EBITDA-% 2020: -6,1 %

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2026e: 42 MEUR, 2030e: 62 MEUR
- EBITDA-% 2026e: 24 %, 2030e: 27 %

Laajentumissuunnitelma ja aikataulu

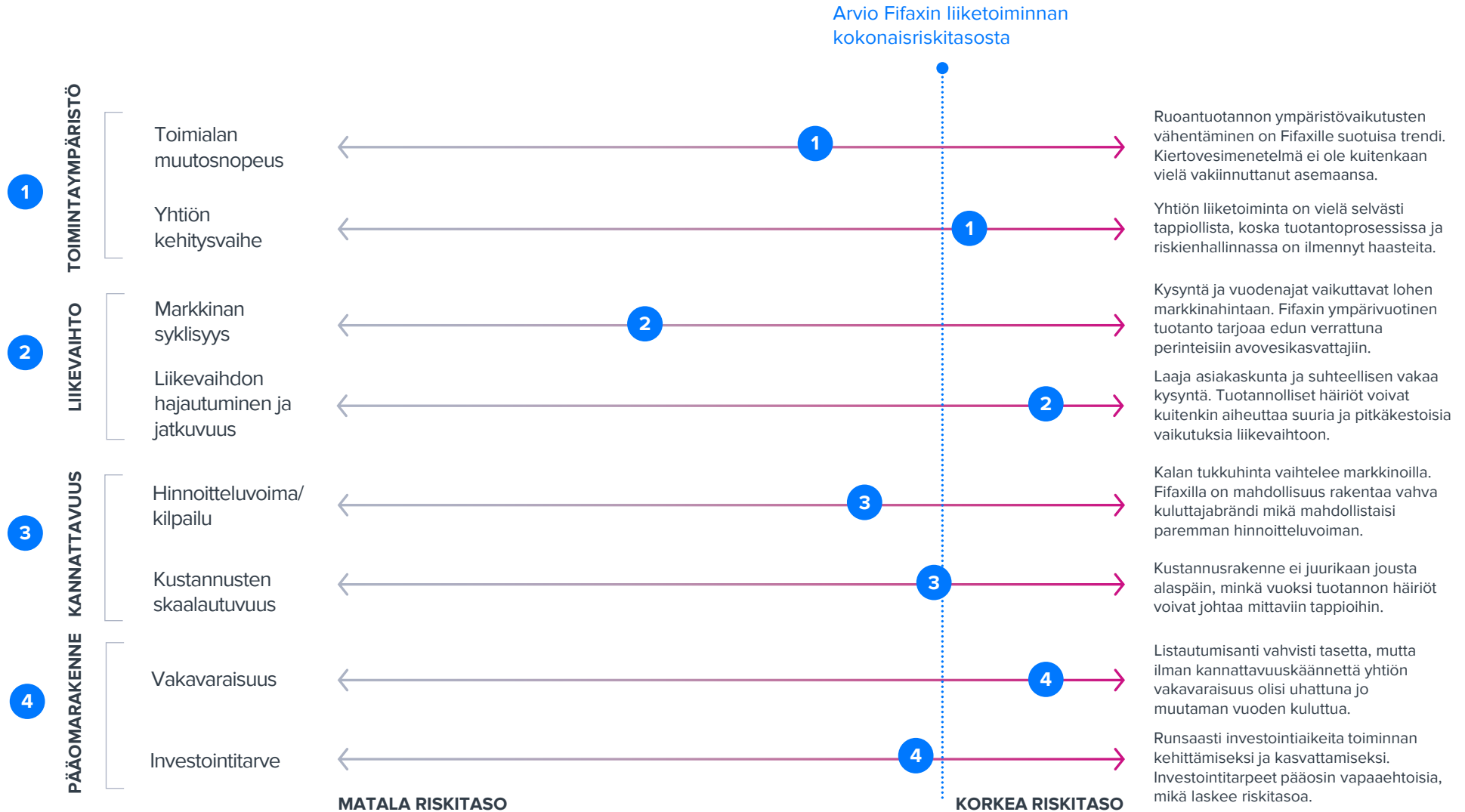


Lähde: Fifax

Inderesin kommentit Fifaxin laajentumissuunnitelmasta

- Nykyinen asetettu aikataulu riippuu pitkälti vieraan pääoman ehtoisen lisärahoituksen tai investointitukien saatavuudesta. Pidämme rahoituksen saatavuutta lyhyellä aikavälillä epävarmana tuotantoprosessin toimivuuteen ja kannattavuuteen liittyvien epävarmuuksien takia. Rahoituksen saantiedellytykset voivat kehittyä suotuisasti, jos yhtiö onnistuu tavoitteessaan tuotannon nostamisessa nykyistä kapasiteettia vastaavalle tasolle vuoden 2022 aikana.
- Arvioimme, että yhtiöllä on listautumisen jälkeen riittävät varat laajennusvaiheen 1 kalankäsittelytoimintojen kasvattamiseen, mikä mahdollistaisi tuotteiden fileoinnin ja pakkaamisen omissa tiloissa ja vauhdittaisi premium-brändin rakentamista. Siksi yhtiö voi käynnistää kalankäsittelytoimintojen kasvattamisen, vaikka se ei saisikaan lisärahoitusta koko laajennusvaihe 1:n toteuttamiseen vielä vuoden 2022 aikana.
- Laajennusvaiheita 1 ja 2 voidaan työstää osin samanaikaisesti, kunhan vaiheen 1 maanrakennustyöt ja yhteinen tekniikka ovat valmistuneet.
- Laajennusvaiheiden 1 ja 2 tuomaa kasvatuskapasiteettia voidaan ottaa asteittain käyttöön arvioimme mukaan aikaisintaan vuodesta 2024 alkaen.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Megatrendit suosivat ympäristöystävällistä ruoantuotantoa

2.

Tuotantoprosessin tehokkuus ja kannattavuus kysymysmerkki

3.

Vahva asema arvoketjussa, jos tuotantomenetelmä kääntyy kannattavaksi

4.

Mahdollisuus laajentua Suomen ulkopuolelle tulevaisuudessa

5.

Rahoituksen riittävyys riskinä, mikäli kannattavuus ei käänny

Potentiaali



- Tuotantokapasiteetti mahdollistaa liikevaihdon moninkertaistamisen
- Tuotantomenetelmän kannattavuuden todistaminen tukisi kasvurahoituksen saatavuutta
- Fifaxin kasvattamo on yksi suurimmista kiertovesikasvattamoista koko maailmassa
- Kiinnostus ympäristöystävällistä ruoantuotantoa kohtaan kasvaa
- Suuri markkinapotentiaali myös Suomen ulkopuolella

Riskit



- Tuotantomenetelmän kannattavuudesta ei historiallista näyttöä
- Häiriötekijät kasvatuksessa voivat haitata liikevaihtoa ja kannattavuutta pitkään
- Ilman positiivista operatiivista kehitystä rahoituksen riittävyys ja saatavuus voi tulla haasteeksi
- Lohen ja rehun markkinahintojen vaihtelu vaikuttaa kannattavuuteen

Toimintaympäristö (1/4)

Toimialan trendit

Ruoantuotannon haasteet

Riittävän ja terveellisen ruoantuotannon varmistaminen ympäristön huomioivalla tavalla on globaali haaste. YK odottaa maailman väkiluvun kasvavan noin 25 %:lla lähes 10 miljardiin vuoteen 2050 mennessä, minkä lisäksi globaaliin lihan- ja vaihtoehtoisten proteiinien kulutukseen kohdistuu nousupainetta elintason nousun myötä. Euroopassa ja kehittyneissä maissa huomio kohdistuu nimenomaan epäterveellisen ruoan korvaamiseen terveellisillä vaihtoehdoilla sekä ympäristöystävällisten vaihtoehtojen osuuden kasvattamiseen. Kalaa pidetään lähtökohtaisesti terveellisenä proteiinin lähteenä suotuisan ravintosisällön ja mm. terveellisten rasvahappojen ansiosta, minkä vuoksi odotamme kalan kysynnän jatkuvan vahvana sekä kehittyvillä että kehittyneillä markkinoilla.

Kalan tuotanto ei lisäännä ilman kasvatettua kalaa

Globaali kalantuotanto oli vuonna 2019 noin 136 miljoonaa tonnia, josta 42 % oli kasvatettua kalaa. Pyyntisaaliit eivät ole kasvaneet enää 1980-luvun jälkeen, minkä vuoksi kalan tuotantovolyymin kasvu perustuu nykyisin lähinnä kalankasvatukseen.

Fifaxin tärkeimmässä tämänhetkessä kohdemarkkinassa Suomessa kalansyönti on kasvanut 50 tuhannesta 68 tuhanteen tonniin vuosien 2000-2019 aikana, minkä on mahdollistanut sekä kotimainen kasvatettu kirjolohi, että norjasta tuotu kasvatettu merilohi. Samaan aikaan kalastetun kalan kulutus on ollut hienoisessa laskussa. Ruotsissa, joka on toinen merkittävä Fifaxin kohdemarkkina, kalamarkkinan tilanne on melko samankaltainen kuin Suomessa – kalan kulutuksen kasvu perustuu lähinnä

kasvatetun tuontikalan volyymin kasvuun.

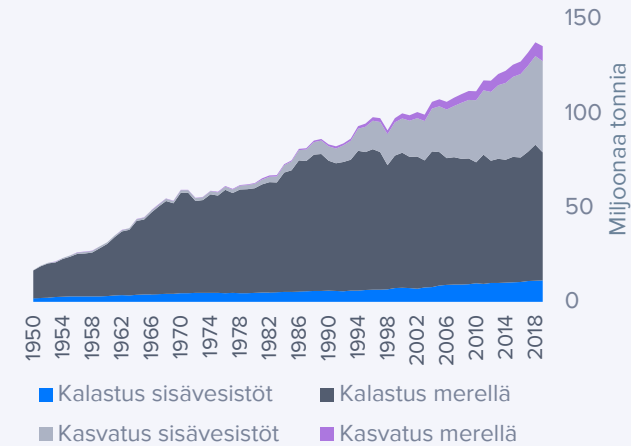
Kalankasvatuksen ympäristöhaitat rajoittavat tuotannon kasvua avovesistöissä

Perinteinen avovesistöissä tapahtuva kalankasvatus aiheuttaa paikallisia ekologisia ongelmia, mikä rajoittaa tuotannon kasvattamista ja koko kalamarkkinan kasvua. Syntyvien jätteiden ja päästöjen lisäksi muita perinteiseen kalankasvatukseen liittyviä negatiivisia ympäristövaikutuksia voi seurata esimerkiksi kemikaalien käytöstä, kalankasvatuksen vaikutuksista villiloheen ja esimerkiksi lohiloisten kasvavan määrän aiheuttamista sairauksista. Avovesikasvatuksen viranomaisvaatimukset ovat tiukat ja Itämeren kalankasvattajat ovat kokeneet kasvatuslupien saamisen haastavaksi. Lisäksi mahdolliset lietejätösten puhdistamiseen liittyvät vastuukysymykset voivat kasvattaa alan riskitasoa ja vähentää kasvattajien halukkuutta investoida uusiin kasvattamoihin.

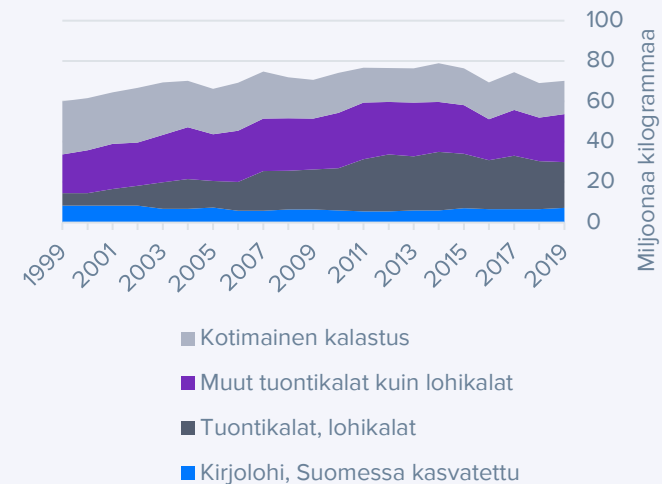
Kiertovesikasvatukseenkin kohdistuu sääntelyä

Myös kiertovesikasvatukseen liittyy ympäristökysymyksiä, vaikka ympäristöhaitat ovatkin tyypillisesti pienempiä verrattuna avovesikasvatukseen. Manner-Suomessa kaikki teollisen mittakaavan kiertovesimenetelmällä toimivat kalankasvattamot (kuten muutkin vesistöjä kuormittavat teolliset toimijat) tarvitsevat ympäristöluvan, jossa määritellään kuinka paljon päästöjä laitos saa päästää luontoon. Fifaxin tuotantolaitos sijaitsee Ahvenanmaalla, missä ympäristölupiin liittyvä lainsäädäntö poikkeaa Manner-Suomesta. Ahvenanmaan lainsäädäntö ei edellytä kiertovesikasvattamolta ympäristölupaa, mikäli kasvattamon päästöt eivät ylitä tiettyjä erittäin matalalle asetettuja raja-arvoja.

Globaali kalantuotanto



Kalan kulutus Suomessa



Toimialan ajurit ja trendit

Globaalit ruoantuotannon haasteet



Ravinnonsaannin turvaaminen

Globaalin ruokahuollon turvaaminen luontaisten kalakantojen ehtyessä ja ilmastonmuutoksen heikentäessä ruoantuotannon olosuhteita



Ympäristöhaittojen rajoittaminen

Ruoantuotannon aiheuttamien paikallisten ympäristöhaittojen vähentäminen



Ilmastonmuutoksen torjuminen

Ruoantuotannon kasvihuonekaasujen vähentäminen osana ilmastonmuutosta hidastavaa toimintaa



Ruokainnovaatiot

Sekä kuluttajat, että sijoittajat ovat kiinnostuneita uusista ruokainnovaatioista, jotka voisivat vastata ruoantuotantoon liittyviin haasteisiin

Ruoantuotannon trendit Fifaxin kohdemarkkinoilla Suomessa ja Ruotsissa

Lihansyönnin vähentyminen ilmastotietoisuuden ja poliittisen päätöksenteon vaikutuksesta jättää tilaa kanan, kalan ja kasviproteiinien kulutuksen kasvulle

Itämeren ja muiden vesistöjen saastumista torjutaan rajoittamalla perinteistä kotimaista kalankasvatusta

Vaihtoehtoisten proteiininlähteiden etsiminen ja tukeminen

Kuluttajakäyttäytymisen trendit kohdemarkkinoilla

Vastuullisuuden ja kotimaisuuden korostuminen kulutusvalinnoissa

Terveellisten ruokailutottumusten suosiminen

Kiinnostus uusia elintarvikkeita ja tuotantomuotoja kohtaan

Toimintaympäristö (2/4)

Lihansyöntiä voitaisiin korvata kalalla

Kalan suhteellinen rooli ruoantuotannossa voisi lisääntyä kiertovesimenetelmän yleistymisen myötä. Fifaxin ultraintensiivisellä kiertovesimenetelmällä tuotettu kala ei saastuta merkittävästi lähivesistöjä. Lisäksi sen ilmastoa lämmittävä vaikutus on huomattavasti matalampi verrattuna naudanlihaan ja samaa luokkaa siipikarjan kanssa. Euroopan komissio odottaa naudan- ja porsaanlihan kulutuksen laskevan 2 %:lla 67 kilogrammaan vuoteen 2030 mennessä, mikä korvautuu kasvavalla siipikarjatuotteiden kulutuksella. Greenpeacen arvion mukaan lihankulutuksen tulisi kuitenkin laskea Euroopassa jopa 71 % vuoteen 2030 mennessä, jotta maatalouden päästöjä saataisiin laskettua 1,5 asteen lämpenemistavoitteen saavuttamisen vaatimalle tasolle. Emme usko näin radikaaliin muutokseen, mutta pidämme mahdollisena

että erityisesti naudanlihan, mutta myös muiden eläinperäisten proteiinien kulutusta pyritään rajoittamaan regulaation avulla. Voimakas naudanlihan kulutuksen vähentäminen voisi lisätä kalan kysyntää elintarvikkeena. Toisaalta on mahdollista, että myös kalansyöntiä pyritään tulevaisuudessa korvaamaan kasviperäisillä vaihtoehdoilla osana ilmastonmuutoksen vastaisia toimia.

Kohdemarkkina

Suomi ja Ruotsi ensisijaiset kohdemarkkinat Fifaxille

Fifaxin ensisijainen kohdemarkkina rajautuu arviomme mukaan kirjolohen ja lohen myyntiin Suomen ja Ruotsin markkinoilla. Suomesta viedään kalaa myös muualle Eurooppaan ja on mahdollista, että Fifax laajentaa tuotantoaan tulevaisuudessa myös Suomen ja Ruotsin ulkopuolelle. Markkinan koon määrittely riippuu

tuotannon jalostusasteesta sekä myyntikanavasta. Suomessa ja Ruotsissa syötiin yhteensä noin 200 tonnia kalaa vuonna 2019, mistä lohen ja kirjolohen osuus oli noin 35 %. Mikäli koko lohen ja kirjolohen kulutus olisi myyty vähittäiskaupassa filee-muodossa, arvioisimme markkinan arvoksi jopa 1,5 miljardia euroa. Peratun kokonaisen (HOG) lohen ja kirjolohen arvo tukkukaupassa oli arviomme mukaan noin 500 MEUR. Globaalin lohimarkkinan koko oli noin 4 miljoonaa tonnia vuonna 2020 ja euromääräisesti 44 miljardia¹.

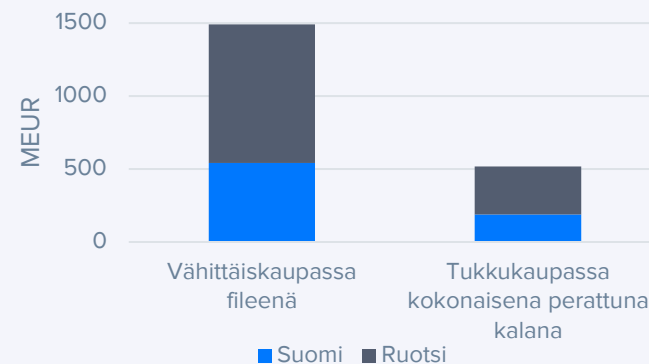
Lohen saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

Kalan kulutus Suomessa ja Ruotsissa on kasvanut 2000-luvulla pääasiassa Norjasta tuodun kasvatetun lohen ansiosta. Kasvatetun lohen ja kirjolohen kulutus kasvoi Suomessa noin prosentin vuosivauhtia 2010-19 välisenä aikana. Globaalin lohimarkkinan odotetaan kasvan vuosittain noin 4 % vuosien 2021-28 välillä¹.

Vertailua eri eläinproteiinin tuotantomuotojen välillä

	Fifaxin tavoite ²	Perinteinen kalankasvatus	Siipikarjan liha	Porsaanliha	Naudanliha
Hiilijalanjälki, kg CO2/kg syötävää lihaa	6,1	7,9	6,2	12,2	39,0
Vedenkulutus l/kg	50	2000	4300	6000	15400
Proteiiniretentio	28 %	28 %	37 %	21 %	13 %
Kaloriretentio	25 %	25 %	27 %	16 %	7 %
Syötävä liha kokonaispainosta	73 %	73 %	74 %	73 %	57 %
Syötävä liha/100 kg rehua	73,0	56,0	39,0	19,0	7,0
Rehunmuuntosuhde	1,0	1,3	1,9	3,9	8,0

Lohi- ja kirjolohimyyntien arvo kohdemarkkinoilla³



1) Globaalin kalamarkkinan koko ja kasvu perustuvat Allied Market Researchin ja Expert Market Researchin arvioihin. 2) Perustuu Fifaxin johdon arvioihin ja analyysiin. 3) Inderesin arvio

Toimintaympäristö (3/4)

Lohen ja kirjolohen myynnin kasvuun vaikuttavat sekä kysyntä- että saatavuustekijät. Kysyntää tukee mm. lihan syönnin vähentäminen, terveellisyys ja ravintoloissa syömisen yleistäminen. Samalla saatavuuden niukkuus ja korkea hinta toimivat markkinan kasvua rajoittavina tekijöinä. Mikäli paikallinen tuotanto kasvaa Suomessa ja Ruotsissa kiertovesimenetelmän ansiosta, pidämme todennäköisenä että tuotteille löytyy kysyntää ja markkina kasvaa.

Lohen hinta laskenut koronapandemian aikana

Kotimaisen kasvatetun kirjolohen markkinahinta vuosina 2016-20 oli keskimäärin 4,9 euroa per kilogramma perattua kalaa. Vuonna 2020 peratun kirjolohen hinta oli 4,35 euroa/kg, mikä merkitsee laskua vuosien 2017-2019 huipputasoilta. Pitkällä aikavälillä katsottuna kirjolohen hinta on edelleen melko korkealla tasolla. Vuosina 1990-2005 peratun kirjolohen hinta oli arviomme mukaan 3,1 euroa/kg eli lähes 30 % vuoden 2020 hintatasoa matalampi.

Kirjolohen hinta vaihtelee merkittävästi kausiluontoisesti vuoden sisällä.

Luonnonvarakeskuksen tilastojen pohjalta voidaan laskea, että kirjolohen hinta on korkeimmillaan toukokuussa, keskimäärin 24 % vuoden keskihinnan yläpuolella. Suurin osa kirjolohen kaupasta painottuu loppuvuoteen, jolloin kirjolohen hinta laskee pääteurastuskauden vuoksi. Kiertovesikasvattajat kuten Fifax voivat hyötyä kyvystään tuottaa kalaa tasaisesti vuoden ympäri. Vuosien 2016-20 keskimääräinen kirjolohen tuottajahinta nousisi 5,3 euroon/kg, jos tuotanto painottuisi tasaisesti vuoden ympäri.

Globaali kysyntä ajaa kirjolohen hintaa

Lyhyellä aikavälillä kirjolohen hintaa on painanut

erityisesti koronapandemian aiheuttama kysynnän lasku. Sulkutoimenpiteet ja erityisesti ravintolamyynnin lasku ovat vaikuttaneet merkittävästi norjalaisten lohituottajien myyntiin esimerkiksi Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa, mikä on kasvattanut lohen tarjontaa myös Suomessa.

Pitkällä aikavälillä lohen hinta on kuitenkin ollut nousussa terveystietoisten ja varakkaiden kuluttajien kasvun myötä. Norjalaiset lohituottajat ovat löytäneet yhä enemmän asiakkaita esimerkiksi vaurastuvasta Kiinasta. Samaan aikaan kotimainen kirjolohentuotanto ei ole pystynyt korvaamaan vähentyntä lohentuontia mm. tiukan ympäristölainsäädännön vuoksi.

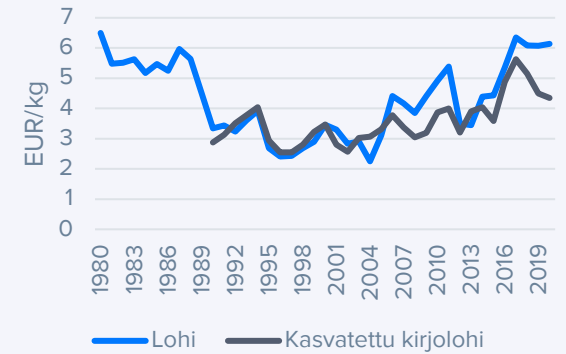
Kilpailuympäristö

Fifax kilpailee eurooppalaisten kasvattajien kanssa

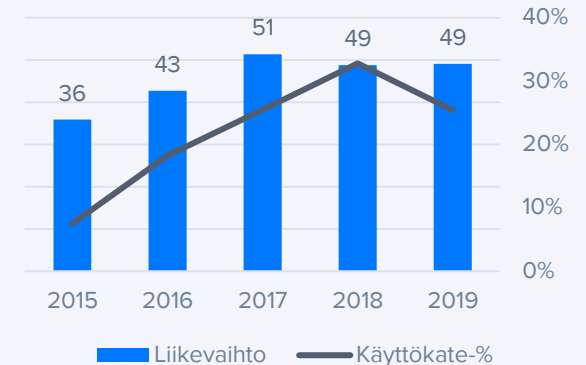
Luemme Fifaxin pääasialliseen kilpailukenttään Euroopassa kasvatetun merilohen sekä kirjolohen. Myös Chile on globaalisti merkittävä lohen tuottaja, mutta sen osuus Fifaxin päämarkkinoilla Suomessa ja Ruotsissa myytävästä lohesta on pieni. Euroopassa kasvatettiin vuonna 2019 noin 2 miljoonaa tonnia merilohta ja kirjolohta, josta jopa 71 % Norjassa.

Kalankasvatus on jossain määrin paikallista liiketoimintaa kuljetuskustannusten ja säilymiskysymysten vuoksi. Vaikka Suomi on kalatuotteiden nettouojo, on maasta merkittävää kalatuotteiden vientiä mm. Iso-Britanniaan ja Keski-Eurooppaan. Siksi uskomme, että pitkällä aikavälillä Fifax tulee kilpailemaan myös muilla Euroopan markkinoilla Suomen ja Ruotsin lisäksi. Emme kuitenkaan näe Pohjois-Amerikkaa tai Aasiaa järkevinä vientimarkkinoina Fifaxille keskipitkällä aikavälillä.

Lohen ja kirjolohen markkinahinta Suomessa



Suomalaisten avovesikasvattajien liikevaihto ja käyttökate (MEUR)



Toimintaympäristö (4/4)

Kotimaiset kirjolohenkasvattajat

Suomessa kasvatettiin vuonna 2020 reilut 14 miljoonaa kiloa kirjolohta, josta 79 % kasvatettiin meressä ja 21 % sisämaassa. Pidämme todennäköisenä että Fifaxin ja muiden kuivan maan kasvattamoiden tuotannon kasvaessa Itämeren avovesikasvattajien markkinaosuus laskee. Suomessa on Fifaxin lisäksi yksi merkittävä kiertovesimenetelmää hyödyntävä kalankasvattaja Finnforel, jonka tuotantolaitos sijaitsee Varkaudessa. Yhtiön tuotantokapasiteetti on 1 miljoonaa kiloa vuodessa (Fifax 3,2 Mkg). Finnforel ilmoitti vastikään laajentavansa tuotantoaan 3 miljoonaan kiloon. Finnforelin tuotteita myydään vähittäiskaupassa kuluttajille Saimaan Tuore –brändillä.

Ulkomaiset kiertovesikasvattajat

Maailmalla on tällä hetkellä noin 25 tuotantovaiheeseen edennyttä kiertovesimenetelmää hyödyntävää kalankasvattamoita (ei sisällä poikaskasvattamoita), joista suurin osa pyörii kuitenkin melko pienessä mittaluokassa. Yli miljoonan kilon vuotuisen kapasiteetin omaavia laitoksia on vain puolisen tusinaa. Siten Fifax on globaalissakin mittakaavassa yksi harvoista toimijoista kokoluokassaan.

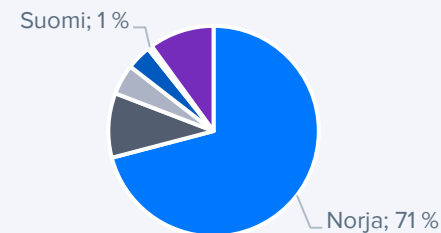
Myös kilpailevilla toimijoilla on ollut haasteita saada kasvatustilat toimimaan tasaisesti ja tuottavasti. Alan suurin toimija on Norjalainen Atlantic Sapphire, joka on rakentanut vuotuiselta kapasiteetiltaan 9,5 Mkg:n laitoksen Floridaan sekä 2,4 Mkg:n laitoksen Tanskaan. Tanskan laitoksessa sattunut tulipalo syyskuussa 2021 tuhosi sen hetkisen biomassan. Tanskan laitoksen tulevaisuus on epävarma, sillä yhtiö saattaa keskittyä jatkossa investoimaan Floridan

laitokseen. Myös Floridan laitoksessa on ollut tuotannollisia haasteita, minkä vuoksi biomassaa on menetetty. Yhtiö tavoittelee peräti 90 Mkg:n tuotantoa vuoteen 2026 mennessä ja sen menestys vaikuttaa koko kiertovesikasvatussektorin kiinnostavuuteen rahoitusmarkkinoilla.

Avovesikasvattajat

Kasvatus verkkoaltaissa on suurin lohentuotantomuoto Euroopassa ja keskittyy erityisesti norjalaisille toimijoille. Nämä kasvattajat ovat vakiinnuttaneet johtavan markkina-aseman myös Suomen ja Ruotsin lohimarkkinoilla. Avovesikasvattajien kustannustaso on muuttuvien kustannusten osalta samaa tasoa (3,5-4,0 euroa per kg), mitä Fifax tavoittelee. Norjalaisten kasvattamoiden vaatimat investoinnit ovat keskimäärin noin 8 euroa per kg, selvästi vähemmän kuin kiertovesijärjestelmän vaatima 20 euroa per kg uudelle laitokselle tai 14 euroa per kg laajennukselle. Laskelmiemme mukaan kiertovesimenetelmällä tuotetun lohien keskimääräisen myyntihinnan tulisi siis olla noin 6,5 euroa/kg eli 23 % korkeampi verrattuna Norjan verkkoaltaissa kasvatetun lohien myyntihintaan (olettaen Norjan lohien markkinahinnaksi 5,3 euroa/kg), jotta kiertovesimenetelmän vaatimat investoinnit (oletus EUR 14/kg) maksaisivat itsensä takaisin viiden vuoden kuluessa.

Lohen ja kirjolohen kasvatus Euroopassa



■ Norja ■ UK ■ Fäärsaaret ■ Venäjä ■ Suomi ■ Muut

Kiertovesimenetelmällä toimivia lohien ja kirjolohen kasvatuslaitoksia

Yhtiö	Sijainti	Kapasiteetti
Atlantic Sapphire	Florida, Yhdysvallat	9 500 tonnia
Fifax	Suomi	3 200 tonnia
Atlantic Sapphire	Tanska	2 400 tonnia ¹
Danish Salmon	Tanska	2 000 tonnia
Fredrikstad Seafood	Norja	1 500 tonnia
Samherji	Islanti	1 200 tonnia
Aquabounty	Indiana, Yhdysvallat	1 200 tonnia
Finnforel	Suomi	1 000 tonnia

1) Laitos vaurioitui tulipalon yhteydessä syyskuussa 2021

Kalantuotannon arvoketju Suomessa

Kalan- kasvattajat

- Perinteisten kalankasvattajien käyttökatemarginaali ja sijoitetun pääoman tuotto tyypillisesti vahvalla noin 20 % tasolla.



Vahvat katteet

Jalostus *

- Jalostajilla ohuet marginaalit ja matala sijoitetun pääoman tuotto.



Heikot katteet

Tukkurit *

- Tukkureilla matalat marginaalit, mutta isohkot voluunit. Liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa.



Päivittäis- tavarakauppa ja HoReCa *

- Etenkin päivittäistavarakaupalla on suhteellisen hyvät marginaalit ja hyvä sijoitetun pääoman tuotto.



Keskivahvat katteet

* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (1/2)

Liikevaihdon kehitys on heijastellut toteutuneita tuotantomääriä

Fifaxin liikevaihto kasvoi vuonna 2020 1,2 miljoonaa euroon, mikä oli 77 % enemmän kuin edellisvuonna. Liikevaihdon kasvu heijasteli pääasiassa kasvaneita tuotantomääriä myyntihinnan pysyessä melko muuttumattomana markkinahintojen laskusta huolimatta.

Peratun kalan tuotanto vuonna 2020 oli 314 tonnia kasvaen 82 % edellisvuodesta. Yhtiön Eckerön tuotantolaitoksen kapasiteetti kasvoi 3200 tonniin alkuvuodesta 2020, mutta tuotantoa ei ole vielä pystytty nostamaan nimellistä tuotantokapasiteettia vastaavalle tasolle. Vuoden 2020 myynti painottui vahvasti ensimmäiselle vuosipuoliskolle koronapandemian heikentäessä markkinahintoja vuoden loppupuolella. Vuoden 2021 ensimmäisellä puoliskolla tuotantomäärä laski 24 % edellisen vuoden vertailuajankohdasta mm. toukokuussa sattuneen happionnettomuuden takia.

Fifaxin liikevaihto vuosina 2019-20 vastasi noin 4 euron keskimääräistä liikevaihtoa per kg perattua kirjolohta, mikä on hieman alle keskimääräisen markkinahinnan (4,5 ja 4,35 euroa/kg vuosina 2019 ja 2020). Yhtiö ei ole onnistunut vielä myymään tuotantoaan preemiohinnalla, koska myynti on koostunut yhtiön toiminnan kypsyyssvaiheelle ominaisista koe-eristä ja kampanjoista.

Toiminta on ollut toistaiseksi selvästi tappiollista

Fifaxin toiminta on ollut toistaiseksi rankasti tappiollista, koska yhtiön suuren tuotantolaitoksen operointi ja kalakannan kasvattaminen aiheuttavat kustannuksia, mutta yhtiön toimitukset eivät ole olleet vielä lähelläkään tavoiteltua tasoa. Käyttökate oli vuonna 2020 -6,1 MEUR ja liiketappio -7,3 MEUR.

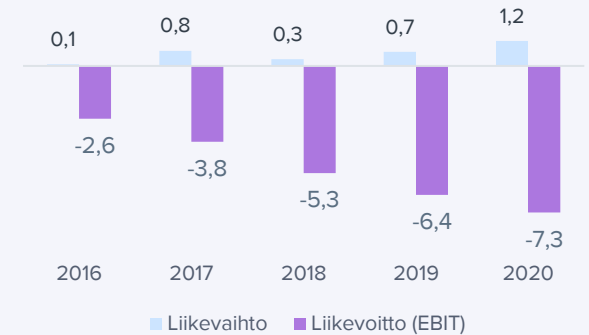
Materiaalit ja palvelut ovat muodostaneet suurimman kuluerän yhtiölle. Tähän erään kuuluu mm. poikaskalojen ostot, kalanrehu, sähkö, happi ja tarvittavat kemikaalit kuten pH-tasapainon säätelyyn käytettävä natriumhydroksidi. Erityisesti kalanrehu ja happi ovat tuotannon määrän kanssa korreloivia muuttuvia kustannuksia. Materiaalikustannusten taso suhteessa liikevaihtoon on ollut tavoiteltua korkeampi johtuen siitä, että osa kulueristä on osittain kiinteitä kustannuksia, eivätkä josta alaspäin liikevaihdon mukana. Toisaalta tuotannon toistaiseksi alhainen tehokkuus ja epäoptimaalisten kasvuolosuhteiden vuoksi menetetty biomassassa ovat paisuttaneet materiaalikustannuksia.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2020 1,4 miljoonaa euroa ja kasvoivat tuotannon laajenemisen myötä 36 %, kun mm. tuotantolaitoksen viimeisin osa otettiin käyttöön. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet noin 2,3 MEUR tasolla vuosina 2019-20 ja liittyvät kiinteistöihin, työkaluihin ja koneisiin, hallintokuluihin ja jätteenkäsittelyyn. Poistot ja arvonalentumiset olivat 1,2 MEUR vuonna 2020, mutta yhtiö arvioi poistojen nousevan 1,8-2,0 MEUR:oon kun tuotantolaitoksen vuonna 2020 valmistuneen osan laitteistojen poistot alkavat rullaamaan täysimääräisinä. Rahoituskulut vuonna 2020 olivat 1,1 MEUR. Yritysveroa ei ole juurikaan maksettu toistaiseksi toiminnan tappiollisuudesta johtuen.

Tappiollisuus ja investoinnit painaneet kassavirtaa

Kassavirta on pysynyt selvästi negatiivisena viimeisten neljän vuoden ajan. Vuoden 2020 vapaa kassavirta oli -7,5 MEUR (2019: -8,9 MEUR). Liiketoiminnan tappiollisuuden lisäksi kassavirtaa ovat rasittaneet yhtiön tekemät investoinnit, joiden määrä kuitenkin laski 0,6 MEUR:oon vuonna 2020 (2019: 2,8 MEUR).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kassavirran kehitys



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (2/2)

Tuotantolaitteistot merkittävin erä taseen varoissa

Taseen loppusumma kesäkuun 2021 lopussa oli 26 MEUR. Taseen vastaavaa puolella tärkein erä on aineelliset hyödykkeet (20 MEUR), mikä pitää sisällään yhtiön tuotantolaitteistot Eckerössä. Tuotantolaitoksen rakennus, jossa Fifax toimii, on vuokrattu F-Fast – yhtiöltä ja on siten Fifaxin oman taseen ulkopuolella. F-Fastin omistajiin kuuluu mm. Ahvenanmaan maakunta ja Fifaxilla on oikeus lunastaa tuotantolaitos omaksi noin 10 MEUR:on hintaan. Tontti, jolla tuotanto-laitos sijaitsee, on Fifaxin omistuksessa. Fifax on kuitenkin vuokrannut sen osan tontista, jolla rakennus sijaitsee, F-Fastille 50 vuodeksi. F-Fast on jo maksanut Fifaxille vuokran koko vuokrakaudelta.

Vaihto-omaisuuden arvo oli kesäkuun lopussa 1 MEUR, mikä koostui kasvatusaltaissa olevista kaloista ja tuotannontekijöistä. Loput 5 MEUR koostuivat pääasiassa rahoista ja pankkisaamisista.

Toimintaa rahoitettiin mm. vaihtovelkakirjalainalla ja käyttöpääomailloilla ennen listautumista

Yhtiöllä oli ennen listautumista kesäkuun 2021 lopussa omaa pääomaa reilut 1 MEUR ja korollista velkaa noin 21 MEUR. Nettovelka oli noin 16 MEUR, johon sisältyi 12 MEUR:on vaihtovelkakirjalaina. Yhtiö sopi lyhytaikaisia käyttöpääomailloja toukokuussa 2021 liiketoiminnan rahoittamiseksi, jotka maksettiin pois listautumisen yhteydessä.

Vaihtuvissa vastaavissa yhtiöllä oli kesäkuussa 2021 ostovelkoja 1,1 MEUR ja muita korottomia lyhytaikaisia velkoja 2,6 MEUR. Nettokäyttöpääoma oli siis negatiivinen -2 MEUR. Yhtiöllä on kuitenkin lyhytaikaisissa veloissaan mm. 0,6 MEUR:on riidanalainen ostovelka, sekä pääomaillojen jaksotettuja korkoja siirtovelloissa, mitkä painavat

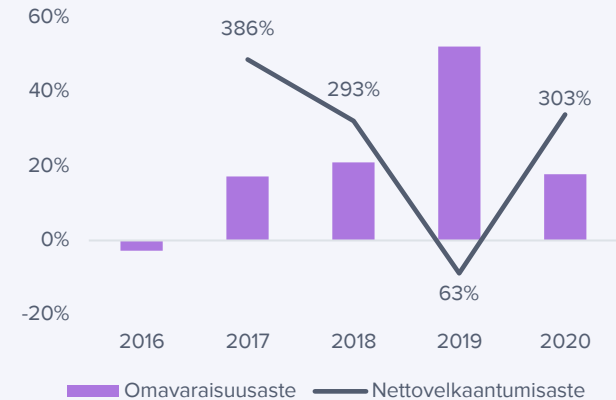
nettokäyttöpääomaa negatiiviseksi. Operatiivinen nettopääomankäyttö vaikuttaa arviomme mukaan melko neutraalilta.

Listautumisanti vahvisti tasetta

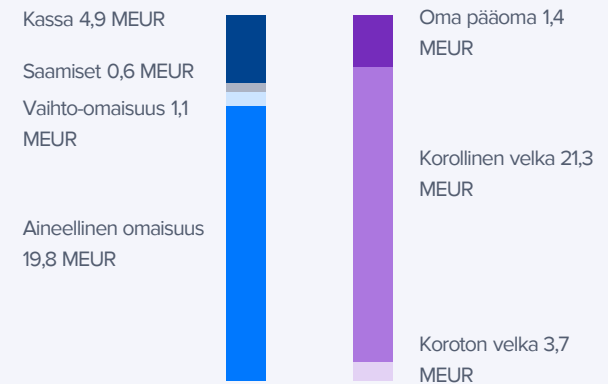
Fifax nosti lokakuun 2021 listautumisannissa noin 15 MEUR:on bruttovarat. Tämän lisäksi 12 MEUR:on vaihtovelkakirjalaina sekä vajaan 4 MEUR:on oman pääoman ehtoinen pääomailaina korkoineen konvertoitiin yhtiön osakkeiksi listautumishintaan. Arviomme mukaan yhtiön nettokassapositio kääntyi listautumisen myötä positiiviseksi noin 10 MEUR:oon ennen H2:n liiketoiminnan ja investointien kassavirtoja, mikä vastaisi -34 % nettovelkaantumistasetta. Oman pääoman määrä nousi laskujemme mukaan ennen H2'21 tulosvaikutusta 28,8 MEUR:oon ja omavaraisuusaste nousi siten 73 %:iin (H1'21: 5%). Huomautamme, että vuoden 2021 lopun tasetilanne näyttää todennäköisesti heikommalta H2:n oletetusta tappiollisuudesta johtuen (tästä lisää Ennusteet-osiossa).

Listautumisen myötä hankitut varat tulivat akuuttiin tarpeeseen, sillä yhtiö arvioi listautumisesitteessään, ettei sen listautumista edeltävä taloudellinen tilanne ollut riittävä kattamaan seuraavien 12 kuukauden käyttöpääomatarpeita. Yhtiö kertoi listautumisesitteessä, että se tarvitsee noin 14-18 MEUR kattamaan seuraavan 12 kuukauden käyttöpääoman vajauksen, perustuen varovaiseen liikevaihtoennusteeseen ja kuluarvioon.

Taseeseman kehitys



Taseasema kesäkuun 2021 lopussa ennen listautumista



Ennusteet (1/5)

Ennustemalli

Ennustamme Fifaxin liikevaihtoa ja kannattavuutta tuotantovolyymien, tuotemixin, myyntihinnan ja kustannusten kautta. Fifaxin liikevaihto on ollut toistaiseksi matala ja kannattavuus tappiollinen, koska sen tuotanto ei ole vielä yltänyt yhtiön tehtaan nimelliskapasiteettia vastaavalle tasolle. Fifaxin harjoittama kiertovesikasvatus on vielä globaalistikin tuore tuotantomuoto, minkä vuoksi tuotannon ylösajoon ja vakauttamiseen liittyy runsaasti epävarmuutta. Lisäksi yhtiöllä on investointisuunnitelmia sekä tuotantovolyymien kasvattamiseksi, että tuotannon jalostusarvon kohottamiseksi, mikä lisää ennustamisen kompleksisuutta ja epävarmuustekijöitä.

Liikevaihto kasvaa tuotannon mukana

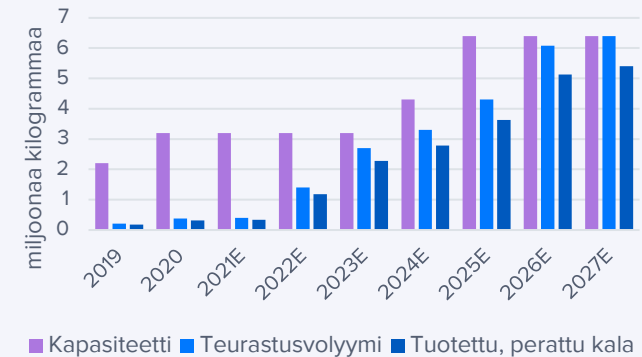
Liikevaihtoennusteemme heijastelevat lyhyellä aikavälillä pääasiassa tuotantovolyymien kasvua, mutta pidemmällä aikavälillä odotamme myös keskimääräisen myyntihinnan paranevan sekä jalostusarvon nousun, että tuotantovolyymien vakiintumisen myötä.

Odotamme liikevaihdon kasvavan 1,4 MEUR:oon kuluvana vuonna, mikä tarkoittaa vain 9 % kasvua suhteessa vuoteen 2020. Toukokuussa 2021 sattuneen hapensaantiin liittyneen onnettomuuden vuoksi loppukesän ja alkusyksyn tuotantomäärät jäivät arvioimme mukaan vähäisiksi. Arvioimme, että Fifaxin kalakanta yltää vuoden 2021 lopussa 440 tonniin. Yhtiö tavoittelee kalakannan nostamista nimelliskapasiteettia vastaavalle tasolle (900 tonnia) vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla. Epävarmuustekijät huomioiden arvioimme kalakannan kasvavan kesäkuun loppuun mennessä 790 tonniin ja

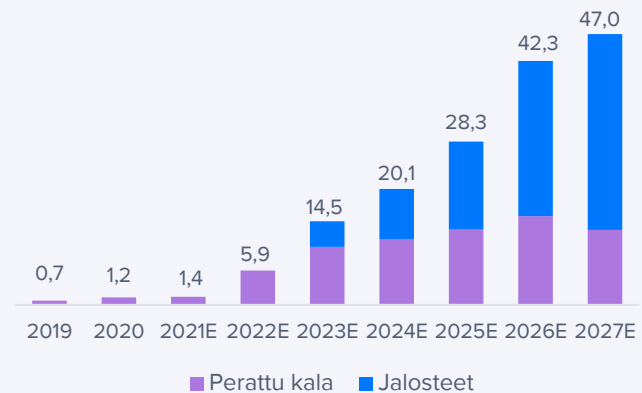
vuoden 2022 loppuun mennessä 833 tonniin, eli alle yhtiön tavoitetasoon. Odotamme vuoden 2022 liikevaihdon moninkertaistuvan edellisvuodesta ja yltävän 5,9 MEUR:oon, josta 66 % tuloutuu vasta H2:n aikana. Vuonna 2023 liikevaihto kohoaa ennusteissamme 14,5 MEUR:oon tuotannon vakiintuessa korkeahkole tasolle (84 %:iin kokonaiskapasiteetista) ja keskihinnan parantuessa hieman nykytasolta. Vuonna 2024 liikevaihto kasvaa edelleen 20,1 MEUR:oon olettaen, että tässä kohtaa nykyisen tehtaan kapasiteetin käyttöaste yltäisi 100 %:iin.

Olemme ennusteissamme olettaneet, että Fifax pystyy aloittamaan laajennussuunnitelmansa toteuttamisen vuoden 2022 aikana ja että laajennuksen ensimmäinen osa on ylösajovaiheessa vuoden 2024 aikana ja täydessä tuotannossa vuonna 2025. Laajennuksen toinen osa olisi puolestaan ylösajovaiheessa vuonna 2025 ja täydessä tuotantovauhdissa vuonna 2026. Laajennukset mahdollistavat kasvatusmäärien kaksinkertaistumisen, sekä jalostusarvon nostamisen. Laajennuksen valmistuttua liikevaihto yltää ennusteissamme 95 %:n käyttöasteella 42,3 MEUR:oon vuonna 2026 ja 100 %:n käyttöasteella 47,0 MEUR:oon vuonna 2027. Fifax on kertonut suunnittelevansa uusien kasvatuslaitosten rakentamista myös vuosien 2022-26 Eckerön kasvattamoon kaavailtujen laajennusten jälkeen. Me olemme mallintaneet 10 %:n kasvun kapasiteetissa vuosina 2028-29 ja 3 % vuodesta 2030 alkaen. Mikäli yhtiön liiketoimintamalli osoittautuu kannattavaksi yhtiön tavoitteiden mukaisesti, voitaisiin kapasiteettia kasvattaa huomattavasti nopeamminkin vuosien 2027-30 aikana kuin mitä me olemme ennustaneet. Emme ole myöskään ennustaneet lainkaan liikevaihtoa mahdollisesta konsultointiliiketoiminnasta.

Tuotantokapasiteetti ja toteutuneet volyymit



Liikevaihto jalostusarvon mukaan (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

1) Tuotettu, perattu kala sisältää myös jalosteiksi päätyvän kasvatetun kalan

Ennusteet (2/5)

Myös myyntihinnassa nousuvaraa

Fifax on toistaiseksi myynyt tuotantoaan laskujemme mukaan karkeasti 4 euron hintaan per kilo perattua kalaa, mikä on hieman alle Suomen keskimääräisen markkinahinnan vuosina 2019-20 (5 euroa/kg). Lohen ja kirjoloihen hinta on kärsinyt koronapandemiasta ravintolakäynnän heikentymisen vuoksi, mutta odotamme markkinahinnan normalisoituvan lähemmäs 5,5 euron hintaa keskipitkällä aikavälillä. Fifaxin myyntihinta on ollut markkinahintaa alhaisempi, koska myyntivolyymit eivät ole olleet stabiilit vaan ovat koostuneet koe-eristä ja kampanjoista. Markkinahinnan nousupotentiaalin lisäksi pidämme mahdollisena, että Fifax pystyy myymään tuotantoaan markkinahintaa korkeammalla hinnalla tulevaisuudessa.

Ennustamme peratun kalan myyntihinnan vakiintuvan 6 euroon kilolta pitkällä aikavälillä, mikä ylittää odottamamme kirjoloihen markkinahinnan noin 10 %:lla. Lisäksi oletamme yhtiön alkavan myydä kirjolohta pakattuina fileinä, joille ennustamme pitkällä aikavälillä 15 euron kilohintaa tukkukaupassa, mikä käsityksemme mukaan vastaa noin 10 %:n preemiota suhteessa tavanomaisiin menetelmin kasvatettuun kirjoloheen. Suurempikin hintapremio voisi olla mahdollinen. Kotimaisesti ja ympäristötietoisesti tuotetun kalan ympärille on mielestämme melko helppoa rakentaa vahva kuluttajabrändi, mikä mahdollistaa keskimääräistä korkeammat myyntihinnat. Lisäksi ympärivuotinen tuotanto helpottaa keskimääräistä markkinahintaa korkeamman hinnan saavuttamista verrattuna kausiluonteisuuteen sidottuihin verkkoallaskasvattajiin, jotka tyypillisesti tuottavat suuria määriä kalaa vuoden viimeisellä neljänneksellä.

Preemiohinnan saavuttamisen näkökulmasta ainoana

riskinä näemme mahdollisen makukysymyksen, sillä kiertovesikasvatuksen yhteydessä kaloihin kertyy ”mutaista” sivumakua bakteerien aineenvaihduntatuotteiden seurauksena. Sivumakua pyritään poistamaan raikastusprosessissa ja käsityksemme mukaan tilanne on Fifaxin osalta jo hyvällä tasolla.

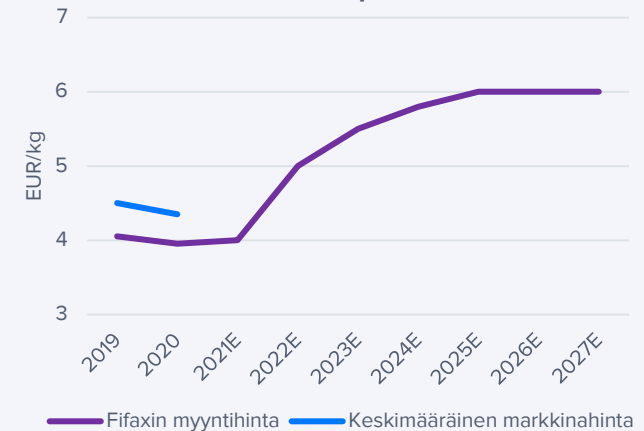
Ennusteemme ovat yhtiön kasvutavoitteita varovaisemmat

Liikevaihdon kehitys jää ennusteissamme yhtiön omista liikevaihtotavoitteista, jotka ovat 50 MEUR vuonna 2026 (odotamme 42 MEUR) ja 100 MEUR vuonna 2030 (odotamme 62 MEUR). Olemme ennusteissamme varovaisia verrattuna yhtiön tavoitteisiin mm. historiallisten haasteiden ja epävarmuustekijöiden vuoksi. Keskipitkän aikavälin tavoitteisiin yltämiseksi yhtiön tuotantoprosessi ja kalakanta pitäisi saada ajettua nopeasti maksimikapasiteettiin, jotta toiminnan kannattavuudesta saataisiin lisää näyttöä ja rahoitus tuotantokapasiteetin laajennukselle voitaisiin varmistaa. Toiseksi yhtiön pitäisi nostaa tuotantonsa jalostusastetta ja onnistua kuluttajabrändin luomisessa erinomaisesti saadakseen tuotannolleen korkeamman myyntihinnan markkinoilta. Pidämme tuotantoprosessin vakautteen liittyviä riskejä, tuotantokapasiteetin laajentamisen kireää aikataulua sekä rahoitushaasteita suurimpina uhkina taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen näkökulmasta.

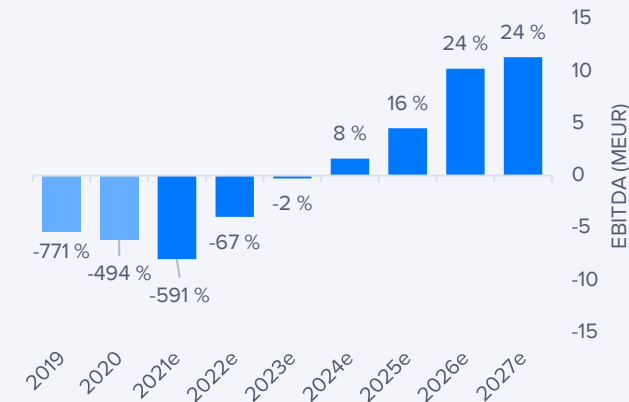
Tuotantoprosessin epävakaus painaa 2021 kannattavuuden rajusti pakkaselle

Fifaxin tuotantoprosessin tehokkuuden näkökulmasta tärkeitä tunnuslukuja kalakannan biomassan lisäksi ovat mm. kuolleisuus, kalojen kasvunopeus ja rehunmuuntosuhde. Kalakannan biomassan suhde

Peratun kalan myyntihinta tukkukaupassa



Käyttökate ja käyttökatemarginaali



Ennusteet (3/5)

nimelliskapasiteettiin kuvastaa tuotantolaitoksen käyttöastetta, jonka odotetusta kehityksestä kerroimme jo liikevaihtoennusteita käsittelevissä kohdissa. Kuolleisuus ja rehunmuuntosuhde kuvaavat saantoa – kuinka paljon rehua, kalanpoikasia ja muita tuotannon tekijöitä tarvitaan teurasvalmiin kalan kasvattamiseksi. Yhtiö tavoittelee 0,9 %:n kuukausittaista kappalemääräistä kuolleisuutta sekä 1,0x rehunmuuntosuhdetta, mikä tarkoittaisi että kilosta rehua saadaan kilo kalaa.

Prosessin tehokkuus on toistaiseksi ollut heikolla tolalla, sillä kalojen kuolleisuus ja rehunmuuntosuhde ovat olleet epäsuotuisilla tasoilla. Kalojen massalla mitattuna keskimääräinen kuukausittainen kuolleisuus oli vuonna 2020 5,1 % ja nousee kuluvana vuonna ennusteemme mukaan poikkeuksellisesti 7,7 %:iin toukokuussa sattuneen happionnettomuuden vuoksi. Korkea kuolleisuus on heikentänyt kannattavuutta voimakkaasti, koska kuolleisiin kaloihin sitoutunut käyttöpääoma jouduttiin alaskirjaamaan ja lisäksi yhtiö on joutunut käyttämään enemmän pääomaa kalakannan elvyttämiseksi. Rehunmuuntosuhde on myös merkittävä tekijä, sillä rehun kustannus on arviomme mukaan optimitalanteessa noin 60-70 % tuotannon materiaali- ja energiakustannuksista. Rehunmuuntosuhde oli 2,0x vuosina 2019-20, mutta alkuvuoden positiivisen kehityksen myötä arvioimme muuntosuhteen olevan 1,35x vuonna 2021. Odotamme kuluvan vuoden käyttökateen jäävän selvästi tappiolliseksi noin -8 MEUR:oon ja liikevoiton -10 MEUR:oon.

Kannattavuus ei yllä lähelle optimitasoa vielä tuotannon ylösajovaiheessa

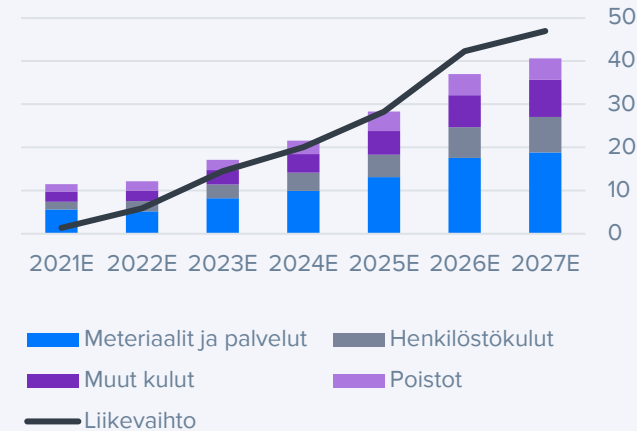
Odotamme Fifaxin kannattavuuden parantuvan selvästi tulevina vuosina. Ennustamme

käyttökatemarginaalin pysyvän yhä tappiollisena (-70 %) vuonna 2022, mutta kääntyvän neutraaliksi (-2 %) vuonna 2023 ja lopulta positiiviseksi (8 %) vuonna 2024. Fifax tähtää käyttökatemarginaalin osalta 25 %:iin vuonna 2026 (2026e: 24 %) ja yli 25 %:iin vuonna 2030 (2030e: 27 %). Kannattavuusennusteemme ovat varovaisia lyhyellä aikavälillä mm. matalista käyttöasteista sekä tuotantoprosessin ylösajoon liittyvistä epävarmuustekijöistä johtuen sekä jalostuskapasiteetin kehittämiseen tähtävien investointien takia. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön pystyvän optimoimaan kannattavuuttaan, minkä vuoksi vuosien 2026-30 marginaaliennusteemme ovat melko korkealla tasolla. Kannattavuusennusteisiimme sisältyy paljon epävarmuutta, koska yhtiöllä ei ole historiallisia näyttöjä toiminnan kannattavuudesta.

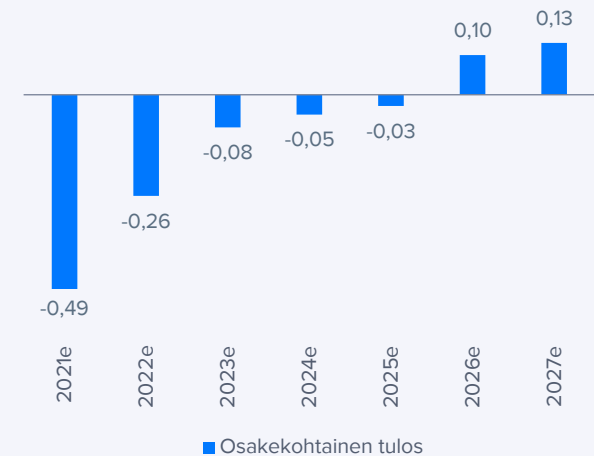
Optimitilanteessa kilo kalaa tuotettaisiin 3,7 eurolla

Fifax arvioi, että nykyisen kasvatuslaitoksen toimiessa maksimikapasiteetilla käyttökatevaikutteiset kustannukset painuvat vain 3,7 euroon kilolta perattua kalaa sisältäen materiaali- ja palvelukustannukset, henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut. Meidän ennusteissamme kyseinen luku on 5,6 euroa vuonna 2022, 5,4 euroa vuonna 2023 ja 4,4 euroa vuonna 2027. 3,7 euron optimaalisesta tuotantokustannuksesta arviomme mukaan noin 2,3 euroa koostuisi materiaaleista ja palveluista, 0,7 euroa henkilöstökuluista ja 0,7 euroa liiketoiminnan muista kuluista. Meidän ennusteemme ovat yhtiön arvioita pessimistisemmät, koska emme odota tuotannon yltävän aivan nimelliseen maksimikapasiteettiin lähivuosina. Olemme myös asettaneet kuolleisuus- ja rehunmuuntosuhde-ennusteemme yhtiön tavoitteita varovaisemmiksi. Jalostuskapasiteettiin, kaupallistamiseen ja kasvatuskapasiteettiin tehtävät

Kustannusrakenne



Osakekohtainen tulos



Ennusteet (4/5)

investoinnit tuovat myös etupainotteisesti kustannuksia keskipitkän aikavälin ennusteissamme.

Mikäli tuotantokustannus saataisiin painettua 3,7 euroon kilolta perattua kalaa ja tuotanto myytäisiin 5 eurolla kilo, ylittäisi Fifax karkeasti tavoittelemansa noin 25 % käyttökattavuuteensa. Pidämme todennäköisempänä skenaariona, että tuotanto ei aivan yllä tälle kustannustasolle, mutta ulosmyyntihinta voi hyvinkin ylittää markkinoiden keskihinnan, mikä mahdollistaisi kannattavuustavoitteessa onnistumisen.

Rahoituskustannukset ja verot

Arvioimme Fifaxin rahoituskustannusten laskevan 0,5 MEUR:oon vuonna 2022 vahvistuneen taseen ansiosta, mutta kasvavan jälleen myöhempinä vuosina, kun kasvuihantoiteja rahoitetaan osin velalla. Ennustamme 5 %:n vuotuista korkoa vieraalle pääomalle, mikä vastaa vuosina 2025-26 keskimäärin 1,2 MEUR rahoituskustannusta. Tämän jälkeen rahoituskustannukset kääntyvät laskuun nettovelan vähenemisen myötä. Kertyneistä tappioista johtuen ennustamme, että Fifaxin ei tarvitse maksaa yhtiöveroa vuoteen 2029 saakka.

Jalostuskapasiteettiin voidaan investoida jo ennen kasvatuskapasiteetin laajentamista

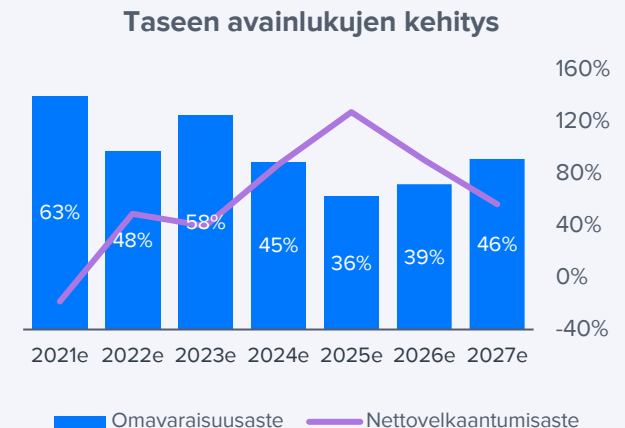
Olemme arvioineet, että yhtiö käynnistää strategian mukaisen kasvatuskapasiteetin laajentamisen nykyisestä 3200 tonnista asteittain 6400 tonniin vuoden 2022 aikana. Arvioimme laajennusinvestointien maksavan yhteensä 45 MEUR ja jakautuvan vuosien 2022-25 välille, josta 10 % voidaan rahoittaa investointitukien avulla. Yhtiö aikoo toteuttaa laajennussuunnitelman ensimmäisen osan vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen sekä tukirahoituksen turvin. Suunnitelman toisen osan

toteuttaminen vaatii yhtiön listautumisesitteen mukaan lisäksi hankittavaa oman ja/tai vieraan pääoman ehtoista lisärahoitusta, sekä mahdollisia investointitukia.

Laajennussuunnitelman ensimmäisen vaiheen toteuttamisen aikatauluun kohdistuu kuitenkin epävarmuutta, sillä yhtiön liiketoiminnan ollessa vahvasti tappiollista, voi velkarahoituksen hankkiminen olla haasteellista. Lisäksi sen listautumisannissa keräämät varat voivat huveta nykyisen tuotantolaitoksen operointiin, mikäli käyttökattavuutta ei saada käännettyä kannattavaksi lähivuosina. Arvioimme, että rahoituksen edellytykset voisivat parantua merkittävästi, kun nykyinen kapasiteetti on saatu kokonaisuudessaan käyttöön ja kannattavuudesta on enemmän näyttöä. Siksi näemme mahdollisena, että kasvatuskapasiteetin laajennukset viivästyvät, mutta yhtiö voisi aloittaa investoinnit jalostuskapasiteetin kehittämistä. Tämä vaatisi vähemmän pääomia ja mahdollistaisi vastuullisen kuluttajabrändin kehittämisen. Yhtiön tuottamaa kalaa ei ole toistaiseksi myyty kuluttajille Fifaxin omalla brändillä, vaan muiden jalostajien omien tuotemerkkien alla.

Tase kääntyy nettovelan puolelle vuonna 2022

Fifaxin tase on listautumisen jäljiltä nettokassapositiivinen, mutta lähivuosien tappiollinen tulos ja odotettavissa olevat investoinnit asettavat haasteita taseen riittävyydelle. Yhtiöllä on vuoden 2021 lopussa arvioimme mukaan 4 MEUR:on nettokassapositio. Nettokassapositio kääntyy vuoden 2022 loppuun mennessä 8 MEUR:on nettovelaksi johtuen 6 MEUR:on tappiollisesta tuloksesta (2022e) ja laajennussuunnitelman ensimmäisen vaiheen käynnistämisestä johtuen. Arvioimme yhtiön



Ennusteet (5/5)

vahvistavan tasettaan osakeannilla vuonna 2023, mikä mahdollistaisi laajennussuunnitelman toisen vaiheen käynnistämisen. Mikäli oman pääoman ehtoista rahoitusta ei olisi tarjolla suotuisin ehdoin, yhtiö voisi investointeja lykkäämällä rajoittaa nettovelanottoa ja samalla yhtiön liikevaihdon kasvuprofiili heikentyisi. Mikäli tulos jatkaisi voimakkaan negatiivisena myös vuosina 2023-24, ei yhtiön tase todennäköisesti enää riittäisi toiminnan jatkamiseen ilman uutta omaa pääomaa, vaikka investointeja lykättäisiinkin.

Laajennussuunnitelman toinen osa rahoitetaan osakeannilla

Ennustamme yhtiön keräävän lisää omaa pääomaa osakeannilla vuonna 2023, jotta laajennussuunnitelman toinen osa voidaan toteuttaa. Olemme arvioineet yhtiön tarvitsevan 15 MEUR:oa uutta omaa pääomaa. Osakeannin ehdot riippuvat olennaisesti Fifaxin liiketoiminnan kehityksestä vuosien 2022-23 aikana. Mikäli tuotanto saadaan toimimaan nimelliskapasiteettia vastaavalla tasolla ja kannattavuus näyttää kääntyvän positiiviseksi, voisi osakeannin ehdot kehittyä suotuisampaan suuntaan. Mikäli tuotannon haasteet jatkuvat ja kannattavuus ei näytä kääntymisen merkkejä, voi oman pääoman kerääminen osoittautua haastavaksi.

Olemme arvioineet, että omaa pääomaa kerättäisiin suunnatulla osakeannilla 1,06 euron hintaan per osake. Olemme päätyneet tähän olettamalla, että osakkeen arvo kasvaa nykyisestä tavoitehinnastamme (1,10 euroa) oman pääoman kustannuksen verran (13 %) 1,24 euroon vuoteen 2023 mennessä. Lisäksi arvioimme 15 %:n alennuksen osakeannissa sekä 0,8 MEUR:on kulut osakeannin toteuttamiseen liittyen.

Nettovelkakehitys kääntyy 2026

Vuosien 2024-25 aikana nettovelka kasvaa ennusteissamme edelleen jopa 32 MEUR:oon kasvatuskapasiteetin laajennuksen vaatimien investointien seurauksena vuoden 2023 osakeannista huolimatta. Tämä vastaisi vuoden 2025 lopussa 127 % nettovelkaantumisasastetta ja 36 % omavaraisuusastetta, mitä voidaan mielestämme sietää hetkellisesti, jos liiketoiminta edelleen näyttää kehittyvän riittävän suotuisasti ja kannattavuus paranee. Vapaa kassavirta kääntyy ennusteissamme positiiviseksi 2026 alkaen, kun laajennus saadaan täysimittaisesti käyttöön ja tuottamaan liikevaihtoa.

Käyttöpääoma kääntyy lievästi positiiviseksi

Olemme olettaneet ennusteissamme, että nettokäyttöpääoma kääntyy lievästi positiiviseksi tulevina vuosina. Vuonna 2020 nettokäyttöpääoma oli vielä 16 % negatiivinen suhteessa arvioimaamme kalakannan tasearvoon. Uskomme nettokäyttöpääoman kääntyvän 4 %:iin kalakannan tasearvosta, koska uskomme vaihto-omaisuuden sekä saatavien kasvavan osto- ja muita lyhytaikaisia velkoja nopeammin.

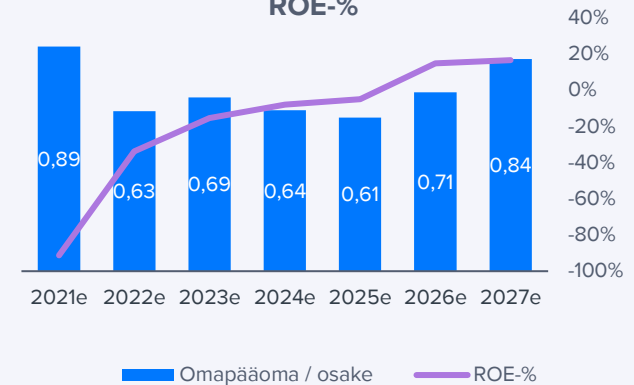
Omavaraisuus heikkenee lyhyellä aikavälillä

Ennustamme taseen oman pääoman laskevan 0,63 euroon osakkeelta vuonna 2022 ja kääntyvän pysyvämmiin selkeään nousuun vasta vuonna 2026. Tuotannon ylösajo nykyisen kasvattamon ja suunnitellun laajentumisinvestoinnin osalta hidastavat kannattavuuden kääntymistä positiiviseksi, mikä välittyy myös omavaraisuuteen.

Vuoden 2023 osakeantia koskevat oletukset

	Ennuste (EUR)
Nykyinen tavoitehinta	1,10
Osakkeen arvo 2023 alussa	1,24
Alennus osakeannissa (%)	-15 %
Hinta osakeannissa	1,06
Tarvittava pääoma (MEUR)	15,0
Annin kulut (MEUR)	0,75
Annin koko (MEUR)	15,8
Annin koko osaketta (m)	14,9

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Fifaxin verrokkiryhmään on tarjolla runsaasti perinteisiä Norjalaisia avovesikasvattajia, sekä muutamia uusiin suljettuihin kasvatusmenetelmiin liiketoimintansa perustavia kasvuyhtiöitä. Arvonmääritys verrokkiryhmän kautta on mielestämme haastavaa, koska Fifaxin kaltaiset uusiin kasvatusmenetelmiin nojaavat yhtiöt eivät ole vielä yltäneet kannattaviksi, minkä vuoksi lähivuosien tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat epäinformatiivisia. Tästä syystä annamme arvostuksessamme painoa myös tasepohjaiselle arvostukselle, sekä kassavirtapohjaiselle arvostukselle.

Verrokkiarvostus ei mielestämme tarjoa riittävästi tukea osakkeen arvostukselle. Sijoittajan täytyisi katsoa aina vuoden 2026 ennusteisiimme saakka, jotta osakkeen diskonttauskorolla korjattu hinnoittelu EV/käyttökate-kertoimella katsottuna olisi lähestulkoon linjassa vakiintuneiden lohenkasvattajien 2022e kertoimen (10,3x) kanssa. Sijoittajalta vaaditaan pitkämielisyyttä, koska yhtiön suunnittelemat laajennusinvestoinnit vaativat runsaasti pääomia ja painavat kannattavuutta keskipitkällä aikavälillä. Mikäli kapasiteettia ei laajennettaisi nykytasolta, voisi tulos yltää kohtuulliselle tasolle (3,8 MEUR käyttökate) jo vuodesta 2024 alkaen, mutta tällöinkin osake hinnoiteltaisiin EV/käyttökate 12x kertoimella, mikä ei tarjoa riittävästi tuottopotentiaalia suhteessa verrokkeihin. P/B-kertoimella mitattuna osake on hieman halvempi kuin kasvuverrokkit, mutta tappiollisesta tuloksesta johtuen odotamme P/B-kertoimen nousevan lähivuosina.

Kassavirtapohjainen analyysi antaa osakkeen

arvoksi 1,13 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 13,1 % oman pääoman kustannusta, 11,3 % keskimääräistä pääoman kustannusta ja 15,9 % pitkän aikavälin liikevoittomarginaalia. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille. Pidämme osakkeen riskitasoa korkeana.

Fifaxin arvoa määriteltäessä keskeinen haaste on määrittää yhtiön pitkän aikavälin tulostaso ja toisaalta todennäköisyys, että yhtiö pystyy kääntämään tuloksensa pysyvästi kannattavaksi. Jotta osakkeeseen saataisiin nousuvaraa, tulisi meidän saada suurempi luottamus tuotantomenetelmän toimivuudesta ja tuotantokustannuksien kilpailukykyisyydestä. Lisäksi vastuullisen kuluttajabrändin kautta saatu hintapremio voisi toimia positiivisena ajurina ennusteillemme.

Näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen nykytasolla heikkona ja annamme osakkeelle myy-suosituksen 1,10 euron tavoitehinnalla.

Fifaxin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Tuotantovolyymien kasvu
- Investointisuunnitelmien mahdollinen eteneminen
- Ympäristöystävällisen ruoan kysyntä

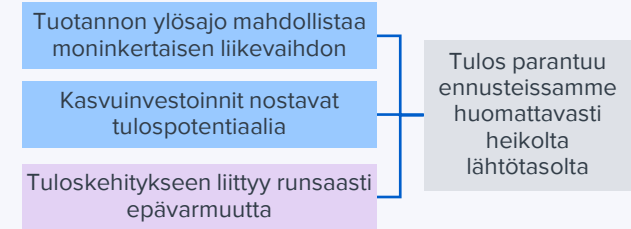
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Lyhyen aikavälin heikko kannattavuus
- Haastava arvostus
- Laajennusinvestointien rahoitushaasteet

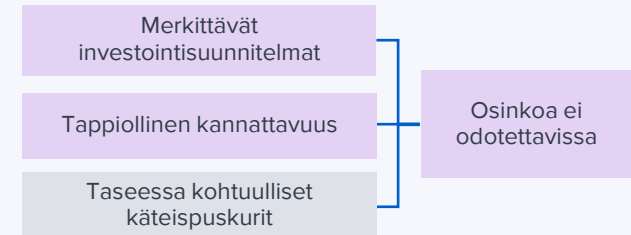
Osaketuoton ajurit 2021-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

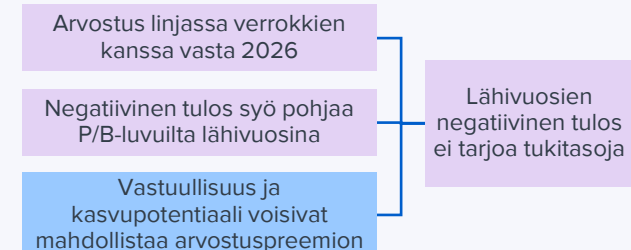
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen 12 kk:n kokonaistuotto-odotus (n. - 10-20 % p.a.)

Arvonmääritys 2/3

Verrokkiarvostus

Fifaxin verrokkiryhmä koostuu Norjalaisista kalankasvattajista, jotka voidaan jakaa kahteen eri ryhmään: 1) vakiintuneisiin avovesikasvattajiin ja 2) uusia teknologioita kaupallistaviin kasvuyhtiöihin, joista jälkimmäiseen kuuluu Atlantic Sapphire, Andfjord Salmon ja Salmon Evolution. Myös Fifax kuuluu mielestämme jälkimmäiseen ryhmään.

Tulosperusteisia arvostuskertoimia ei voida soveltaa lähivuosille, koska ennustamme Fifaxille negatiivista käyttökateetta vuosille 2021-23. Vakiintuneet toimijat hinnoitellaan keskimäärin kertoimilla 10,3x EV/EBITDA ja 13,1x EV/EBIT vuoden 2022 ennusteilla. Fifaxin ennusteiden osalta sijoittajan tulisi olla valmis katsomaan todella pitkälle, jotta arvostus alkaisi näyttää

houkuttelevalta. Soveltamalla 10,3x kerrointa vuoden 2030 käyttökate-ennusteeseemme, vähentämällä ennustetun nettovelan ja diskonttaamalla markkina-arvon vuoteen 2022 pääsisimme 1,48 euron arvoon osakkeelta. Pidämme tällaista lähestymistapaa kuitenkin liian riskialttiina, jotta sille voisi antaa painoarvoa arvonmäärityksessämme. Mikäli sama analyysi tehtäisiin vuoden 2026-27 ennusteillamme, tuottaisi analyysi osakkeen arvoksi 1,19-1,29 euroa, mikä vastaisi karkeasti nykyistä osakekurssia.

EV/liikevaihto-kertoimia katsottaessa Fifax on kallis (2022e: 7,0x) suhteessa vakiintuneisiin toimijoihin (2,7x), mutta samassa mittaluokassa suhteutettuna kasvuyhtiöiden kertoiimiin (5,4-23,9x). Vaihtelu kasvuyhtiöiden arvostuskertoimien välillä on suurta.

P/B-kerroin on yksinkertaisuudessaan melko kuvaava mittari heijastamaan markkinan odotuksia yhtiöiden kyvystä luoda arvoa hallitsemallaan omalla pääomalla. Verrokkiryhmän vakiintuneet toimijat hinnoitellaan korkeammalla 2021e P/B-kertoimella (2,6x) verrattuna kasvuyhtiöihin (1,3-2,0x) ja Fifaxiin (1,4x). Vuoden 2022 ennusteillamme Fifaxin kirja-arvo laskee, mikä nostaa P/B-kertoimen 2,0x:aan.

Arvopotentiaali jäisi matalaksi ilman laajennusta

Olemme ennusteissamme olettaneet, että yhtiö kaksinkertaistaa tuotantokapasiteettinsa mittavien investointien avulla vuoteen 2026 mennessä. Mikäli laajentumissuunnitelma jäisi toteutumatta esimerkiksi rahoitushaasteiden vuoksi, arvioimme vaihtoehtoisessa skenaariossa, että yhtiön

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B		Osinkotuotto-% 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Atlantic Sapphire ASA	41,50	374	344					15,2	5,4			1,3	1,4	
Andfjord Salmon AS	41,55	146	143											
Salmon Evolution ASA	7,98	249	200						23,9			2,0	1,6	
P/F Bakkafrøst	535,20	3500	3813		16,0	18,6	12,3	5,1	4,5	36,4		2,7	2,5	1,3
SalMar ASA	576,60	6906	7650	24,1	18,0	19,6	14,9	5,3	4,6	29,9	21,5	4,9	4,6	3,4
Grieg Seafood ASA	78,30	897	1330	30,7	12,2	16,4	8,9	2,8	2,2	33,4	11,0	1,8	1,6	
Leroy Seafood Group ASA	64,14	3881	4468	17,2	11,8	11,8	9,2	2,0	1,9	21,9	15,2	2,1	2,0	3,3
Mowi ASA	199,60	10481	12125	21,3	15,0	13,5	11,1	2,9	2,6	25,1	17,3	3,4	3,2	2,5
Norway Royal Salmon ASA	157,80	690	974	22,3	11,1	18,0	9,5	1,7	1,5	23,0	12,0	1,7	1,6	3,1
Austevoll Seafood ASA	98,50	2034	3702	10,9	8,9	7,7	6,5	1,4	1,3	14,0	9,8	1,4	1,3	4,0
Fifax Oyj (Inderes)	1,28	33	29	-3,0	-6,7	-3,6	-10,3	21,3	7,0	-2,6	-5,0	1,4	2,0	0,0
Keskiarvo				21,1	13,3	15,1	10,3	4,5	5,3	26,2	14,5	2,4	2,2	2,9
Mediaani				21,8	12,2	16,4	9,5	2,9	2,6	25,1	13,6	2,0	1,6	3,2
Erutus-% vrt. mediaani				-114 %	-155 %	-122 %	-209 %	640 %	163 %	-110 %	-137 %	-27 %	24 %	-100 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvonmääritys 3/3

liikevaihto jäisi 19,5 MEUR:oon ja käyttökatemarginaali 20 %:iin. Tähän 3,8 MEUR:on käyttökateeseen peilattuna osake hinnoittelee vuoden 2024e investointikorjatulla nettovelalla EV/EBITDA-kerrointa 12x (ilman diskonttausta), mikä kuulostaa jo melko järkevältä arvostusastolta verrattuna vakiintuneiden kalankasvattajien verrokkiryhmään (10,3x), mutta ei mielestämme tarjoa riittävästi nousuvaraa suhteessa yhtiön tuotannon ylösajoon liittyviin riskeihin.

Kassavirtamalli

DCF-laskelmassa lähdemme oletuksesta, että Fifaxin tuotantolaitoksen kalakanta kehittyi kohti tuotantolaitoksen nimelliskapasiteettia vuonna 2022 ja toiminta tehostuu asteittain vuosina 2023-24. Lisäksi oletamme, että yhtiö toteuttaa kapasiteetin tuplaamiseen johtavat laajennukset, jotka alkavat tuottaa kalaa vuosien 2024-26 aikana. Laajennusten valmistumisen jälkeen kannattavuustaso lähestyy pitkän aikavälin optimitasoa vuodesta 2026 alkaen ja säilyy korkealla tasolla (EBITDA 27 %, EBIT 16 %) terminaaliyksiköllä vuodesta 2030 alkaen.

Soveltamamme pääoman kustannus (CoE 13,1 % ja WACC-% 11,3 %) heijastelee yhtiön tuotantomenetelmään liittyvää erittäin korkeaa riskitasoa ja laajennussuunnitelman rahoituksen saantiin liittyviä riskejä. Mikäli yhtiö saisi ajettua ylös tuotantonsa ja vakautettua operatiivisen tehokkuuden, voisi pääoman kustannuksessa olla laskuvaraakin. Toisaalta olemme pitkän aikavälin ennusteissamme arvioineet kannattavuuden nousevan korkealle tasolle, mihin sisältyy voimakasta epävarmuutta nykyinen heikko lähtötilanne huomioiden.

Olemme huomioineet DCF:ssä myös Fifaxin kasvusuunnitelmiin liittyvät pääoman tarpeet. Arvioimme yhtiön tarvitsevan suunnitelmiansa toteuttamiseksi 15 MEUR omaa pääomaa ja olemme mallintaneet osakeannin vuodelle 2023. Tästä syystä olemme korottaneet DCF:n osakemäärän 40,8 miljoonaan, kun tällä hetkellä osakemäärä on 25,9 miljoonaa. Lisäksi malli huomioi osakeannin positiivisena kassavirtana vuodelle 2023.

DCF:n mukainen arvo Fifaxille on 1,13 euroa/osake, mikä on hieman alle nykykurssin. DCF-malli on luonnollisesti erittäin herkkä parametrien, kuten pääoman kustannuksen tai pitkän aikavälin kannattavuuden muutoksille. Prosenttiyksikön nosto oman pääoman kustannuksessa laskisi DCF-arvon 0,96 euroon osakkeelta ja prosenttiyksikön lasku vastaavasti nostaisi osakkeena arvon 1,33 euroon. Kahden prosenttiyksikön muutos liikevoittomarginaalissa terminaaliyksiköllä muuttaisi osakkeen käypää arvoa noin +/- 17 %:ia.

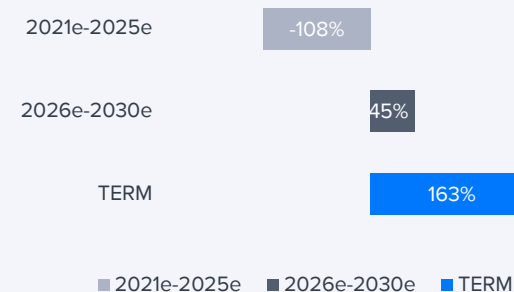
Vuosien 2021-25e rahavirrat ovat negatiiviset

Arvioimme yhtiön kassavirtojen olevan negatiiviset vuosina 2021-25e ja yhteensä -52 MEUR:oa. Negatiivinen kassavirta sisältää 45 MEUR investointeja sekä 7 MEUR:on negatiivisen operatiivisen kassavirran. Tämä toteutuisi olettaen, että yhtiö onnistuu saamaan rahoituksen tuotantolaitoksensa laajentamiseen. Ilman kasvatuskapasiteetin laajennusta investoinnit putoaisivat noin arviomme mukaan 5 MEUR:oon, mikä parantaisi lyhyen aikavälin kassavirtoja, mutta heikentäisi merkittävästi pitkän aikavälin liikevaihto- ja kannattavuuspotentiaalia.

Vaihtoehtoinen skenaario ilman kapasiteetin laajennusta

MEUR	2022	2023	2024
Tuotettu, perattu kala (t)	1181	2 278	2 700
Liikevaihto	5,9	14,5	19,5
Materiaalit ja palvelut	-5,0	-8,0	-9,3
Muut operatiiviset kustannukset	-4,8	-5,6	-6,4
EBITDA	-4,0	0,9	3,8
Poistot	-2,1	-2,1	-2,1
EBIT	-6,1	-1,2	1,7
Nettovelka	8,1	9,6	12,8
EV	41,1	42,6	45,8
EV/EBITDA	-10,3	46,3	12,0
EV/EBIT	-6,8	-36,1	26,6

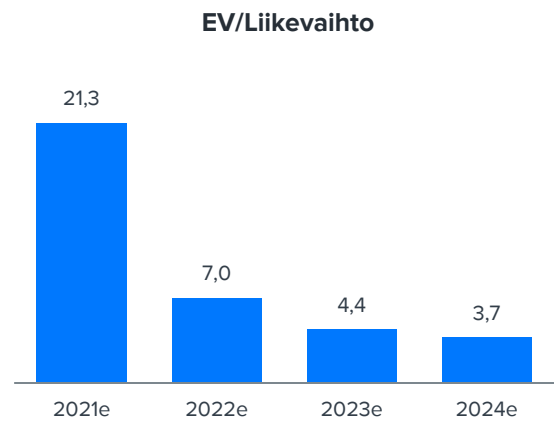
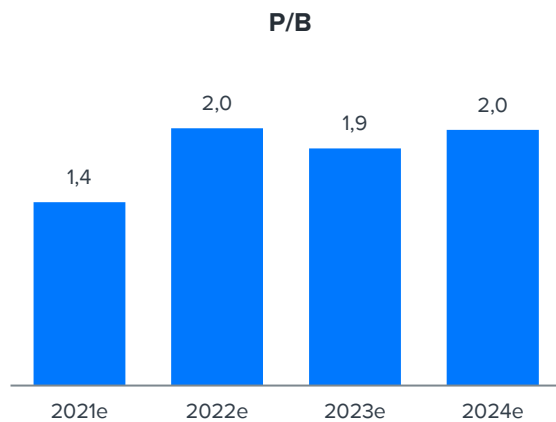
DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,28	1,28	1,28	1,28
Osakemäärä, milj. kpl	25,9	25,9	40,8	40,8
Markkina-arvo	33	33	52	52
Yritysarvo (EV)	29	41	63	75
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100	neg.
P/B	1,4	2,0	1,9	2,0
P/S	24,4	5,6	3,6	2,6
EV/Liikevaihto	21,3	7,0	4,4	3,7
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	46,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	0,7	1,0	0,3	1,2	0,6	0,7	1,4	1,9	4,1	5,9	14,5	20,1
Konserni	0,7	1,0	0,3	1,2	0,6	0,7	1,4	1,9	4,1	5,9	14,5	20,1
Käyttökate	-5,4	-2,9	-3,2	-6,1	-4,4	-3,6	-8,0	-2,4	-1,6	-4,0	-0,3	1,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,6	-0,6	-1,2	-0,8	-1,0	-1,7	-1,0	-1,1	-2,1	-2,4	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-6,4	-3,5	-3,8	-7,3	-5,2	-4,5	-9,7	-3,5	-2,7	-6,1	-2,7	-1,5
Liikevoitto	-6,4	-3,5	-3,8	-7,3	-5,2	-4,5	-9,7	-3,5	-2,7	-6,1	-2,7	-1,5
Konserni	-6,4	-3,5	-3,8	-7,3	-5,2	-4,5	-9,7	-3,5	-2,7	-6,1	-2,7	-1,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,3	-0,8	-1,1	-1,8	-1,2	-3,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6
Tulos ennen veroja	-7,2	-3,8	-4,6	-8,4	-7,0	-5,7	-12,7	-3,7	-2,9	-6,6	-3,4	-2,1
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-7,2	-3,8	-4,6	-8,4	-7,0	-5,7	-12,7	-3,7	-2,9	-6,6	-3,4	-2,1
EPS (oikaistu)					-0,27	-0,22	-0,49	-0,14	-0,11	-0,26	-0,08	-0,05
EPS (raportoitu)					-0,27	-0,22	-0,49	-0,14	-0,11	-0,26	-0,08	-0,05

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	20,8	20,2	19,2	24,3	39,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	20,8	20,2	19,2	24,3	39,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	2,7	7,0	17,4	9,9	9,4
Vaihto-omaisuus	1,6	1,3	2,0	3,0	3,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,6	0,5	0,5	1,1	1,2
Likvidit varat	0,5	5,2	14,9	5,9	4,3
Taseen loppusumma	23,5	27,2	36,6	34,2	48,6

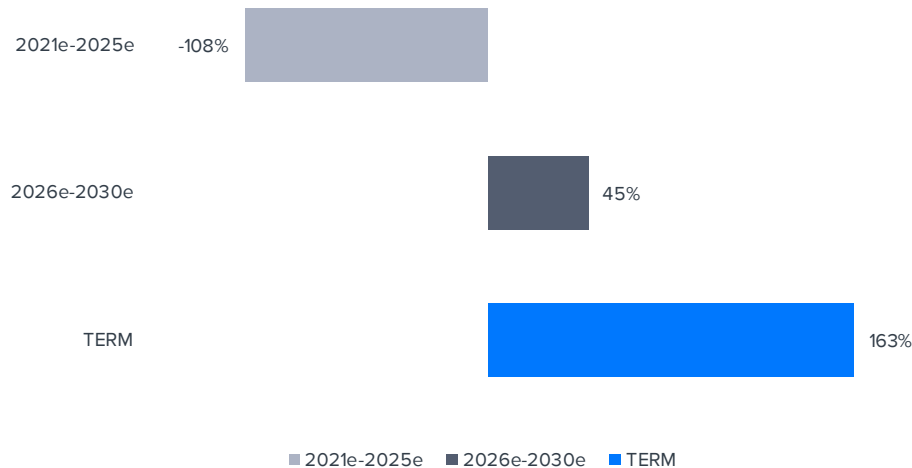
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	12,3	4,8	23,1	16,4	28,1
Osakepääoma	33,8	34,8	65,7	65,7	80,7
Kertyneet voittovarot	-21,5	-29,9	-42,6	-49,2	-52,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,8	12,4	1,1	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,8	0,2	1,1	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	12,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,4	10,0	12,5	17,8	20,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	7,5	9,5	13,9	15,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,0	2,5	3,0	3,8	5,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	23,5	27,2	36,6	34,2	48,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-7,3	-9,7	-6,1	-2,7	-1,5	0,0	5,3	6,4	8,3	9,5	9,8	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,7	2,1	2,4	3,1	4,6	4,9	4,9	5,4	6,0	6,8	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	-0,3	-0,6	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-6,3	-8,2	-4,6	-0,1	1,3	4,4	10,0	11,3	13,6	15,4	18,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,6	-0,7	-7,3	-17,3	-12,3	-12,3	-3,3	-3,5	-12,8	-14,1	-8,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,8	-8,9	-11,8	-17,4	-10,9	-7,9	6,8	7,8	0,8	1,3	9,7	
+/- Muut	0,0	0,0	2,0	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,8	-8,9	-9,8	0,1	-10,9	-7,9	6,8	7,8	0,8	1,3	9,7	121
Diskontattu vapaa kassavirta		-8,9	-8,8	0,1	-7,9	-5,1	4,0	4,1	0,4	0,6	3,7	46,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		28,2	37,2	45,9	45,8	53,7	58,8	54,9	50,8	50,4	49,8	46,1
Velaton arvo DCF		31,1										
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		19,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		46,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,13										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	13,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,3 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	0,3	0,7	1,2	1,4	5,9	EPS (raportoitu)				-0,49	-0,26
Käyttökate	-4,5	-5,4	-6,1	-8,0	-4,0	EPS (oikaistu)				-0,49	-0,26
Liikevoitto	-5,3	-6,4	-7,3	-9,7	-6,1	Operat. kassavirta / osake				-0,32	-0,18
Voitto ennen veroja	-6,1	-7,2	-8,4	-12,7	-6,6	Vapaa kassavirta / osake				-0,35	-0,38
Nettovoitto	-6,1	-7,2	-8,4	-12,7	-6,6	Omapääoma / osake				0,89	0,63
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake				0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	21,2	23,5	27,2	36,6	34,2	Liikevaihdon kasvu-%	-56 %	111 %	77 %	9 %	337 %
Oma pääoma	4,4	12,3	4,8	23,1	16,4	Käyttökateen kasvu-%	23 %	20 %	14 %	30 %	-50 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	41 %	20 %	14 %	33 %	-37 %
Nettovelat	13,1	7,7	14,7	-4,3	8,0	EPS oik. kasvu-%					-48 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%				-590,8 %	-67,3 %
Käyttökate	-4,5	-5,4	-6,1	-8,0	-4,0	Oik. Liikevoitto-%				-718,1 %	-103,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	-0,6	Liikevoitto-%				-718,1 %	-103,7 %
Operatiivinen kassavirta	-4,6	-6,1	-6,3	-8,2	-4,6	ROE-%				-91,1 %	-33,6 %
Investoinnit	-2,2	-2,8	-0,6	-0,7	-7,3	ROI-%				-33,3 %	-19,1 %
Vapaa kassavirta	-6,7	-8,9	-6,8	-8,9	-9,8	Omavaraisuusaste				63,0 %	48,0 %
						Nettovelkaantumisaste				-18,5 %	48,9 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto				21,3	7,0						
EV/EBITDA (oik.)				neg.	neg.						
EV/EBIT (oik.)				neg.	neg.						
P/E (oik.)				neg.	neg.						
P/B				1,4	2,0						
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyysi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/12/2021	Myy	1,10 €	1,28 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**