

Agtira AB (publ)

Händelserik höst banar väg för utväxling 2022

Andreas Eriksson | 2021-12-22 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se [emergers.se](https://www.emergers.se).

Med två nya kontrakt och ett LOI under hösten pågår nu arbetet med tre system med planerad driftsättning 2022. De nya kontrakten har också öppnat för en ny modell med betydligt lägre trösklar för slutkunden, där Agtira genom tredjepartsfinansiering istället levererar en tjänst och butiken åtar sig köpa allt som produceras. Med en förväntad likafördelning mellan sålda och tjänstesystem ger vår kombinerade DCF- och multipelvärdering stöd för ett motiverat värde på 31 – 44 SEK per aktie på 18-24 mån sikt, justerat för utspädningen från en nyemission 2022.

Stort intresse i både Sverige och internationellt

Med ett nyligen signerat LOI för ett Agtira Greens till ICA Maxi Haninge och ett utökat avtal med ICA Maxi Skellefteå kan Agtira sammanfatta en minst sagt händelserik höst med fyra system i pipeline. Avsiktsförklaringen är av stor betydelse då den visar på att efterfrågan finns på alla versioner av bolagets system, samtidigt som det är viktigt att komma ihåg att första LOI med Östersund tog nästan ett år att omsätta till order. Vi tror dock att den tiden minskat betydligt. Medan Sverige rymmer möjlighet för Agtira att växa till ett bolag i miljardklassen finns den stora potentialen i en uttrullning internationellt, där man redan för diskussioner, och vi ser goda chanser för beställningar i tiotal snarare än de enstaka system som beställts hittills.

Sänkta trösklar och bättre lönsamhet

De senaste avtalen speglar också en ny affärsmodell där Agtira initialt kommer att stå för uppförande och drift av systemen, som sedan överläts till butiksägaren om förutbestämda produktionskvoter nås. Det är fortfarande inte helt klart hur framtida avtal kommer se ut, därför gör vi ett antagande om att 50% av systemen kommer att säljas upfront med återkommande royalty- och licensintäkter, och att resterande 50% behålls och driftas av Agtira enligt en FaaS-modell (Farming as a service) där butiken åtar sig att köpa allt som produceras. FaaS-modellen bör avsevärt sänka trösklarna för butiksägarna, samtidigt som modellen också kräver både en partner för finansieringen och sannolikt även en extern part som äger fastigheten, vilket introducerat nya osäkerhetsfaktorer tills dessa partners kommit på plats.

Ny affärsmodell ger stöd för 31–44 SEK per aktie

Med årliga intäkter om 3–4 MSEK per stort system och 0,8 MSEK per InStore-system räknar vi med starka långsiktiga kassaflöden för FaaS-systemen. Vi räknar med en takt på totalt fem nya system 2022 som ökar till 20 nya system 2025. En kombinerad värdering genom en DCF, jämförelsebolag och multiplar, inklusive en osäkerhetsrabatt på 25% till bolaget hittat rätt finansiering- och fastighetspartner ger sammantaget stöd för ett motiverat värde på 31–44 SEK per aktie (14–18) på 18–24 mån sikt, med hänsyn tagen till en förväntad nyemission på 20 MSEK under 2022. De viktigaste katalysatorerna för en fortsatt omvärdering är att bolaget lyckas knyta till sig partners för finansiering och fastigheter, samt nya systemavtal med butiker, samtidigt som vi noterar en ännu högre potential på sikt vid en internationell uttrullning.

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	8	13	14	17	52
EBITDA	-12	-19	-15	-21	5
EBIT	-14	-22	-16	-22	2
EPS Adjusted	-1,03	-1,57	-1,12	-1,48	0,10
Sales Growth, %	123%	51%	8%	25%	203%
EBITDA Margin, %	-142%	-148%	-110%	-120%	9%
EBIT Margin, %	-167%	-170%	-115%	-125%	4%
EV/Sales	-	-	31,1	25,8	9,0
EV/EBITDA	-	-	-28,3	-21,5	99,3
EV/EBIT	-	-	-27,0	-20,6	222,4
P/E	-	-	-26,7	-20,3	301,3

Källa: Emergers

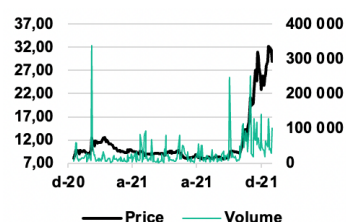
Läs vår initieringsanalys på Agtira

Närodlat foodtech för framtiden

https://www.emergers.se/agtira_a/

Agtira

Fair Value, SEK (18-24 m)	31 - 44
Current Price, SEK	29,0
Shares (M)	14,2
Mkt Cap (MSEK)	413
Net Debt (MSEK)	3
EV (MSEK)	416
Market	NGM Nordic SME



Agtira i korthet

För 25 år sedan insåg Pecka Nygård vilka miljöproblem hans fiskodling i havet förde med sig. Agtira, tidigare Peckas Naturodlingar, har sedan dess utvecklat både ett unikt system för både akvaponi och vertikalodling och är idag världsledande på båda områdena. Den akvaponiska anläggningen består av en bassäng för uppfödning av sötvattensfisk är sammankopplad med biobäddar för grönsaksodling. På så vis har man skapat en sluten kretsloppsodling av både protein och grönsaker fritt från antibiotika, hormoner och pesticider.

Bolaget har fram till nyligen i första hand varit producent av fisk och grönsaker producerade i sin egenägda anläggning i Härnösand till lokala aktörer i framför allt Västernorrlands län, men produkterna går även att hitta i LIDL-butiker över hela Sverige. Hösten 2020 beslöt bolaget att skifta fokus till att istället sälja systemlösningar i form av sina modulbaserade akvaponiska och vertikalodlingsanläggningar som bär namnet Agtira Complete, Greens och InStore.

Agtira Complete



Källa: Agtira

Agtiras akvaponi: ingen miljöpåverkan

Agtiras vision är att deras akvaponiska och vertikalodlingssystem ska hjälpa livsmedelsindustrin att ställa om. I deras anläggningarna som kan upprättas i urbana miljöer, kan fisk och grönsaker produceras i industriell skala, utan några som helst bekämpningsmedel, utsläpp och med minimal vattentillförsel. Systemet fungerar förenklat enligt följande princip:

- a) Bassänger där fiskar föds upp och växer, foder tillförs fisken.
- b) Det smutsiga, men näringsrika vattnet med gödsel från fiskarna förs bort från bassängerna ner i grusbäddar där grönsaker odlas. Bakterier i gruset filtrerar och renar vattnet samtidigt som näringen från gödslet tas upp av grönsaksplantorna.
- c) Det reade vattnet återförs till fisktanken.

Eftersom det är ett slutet kretslopp kan man göra besparingar på upp till 95 % av vattenförbrukningen jämfört med traditionell odling. Den bakterieflora som existerar i de patenterade biobäddarna fungerar som ett immunförsvar mot skadliga mikroorganismer och risken för externa infektioner blir därmed obefintlig.

Prognos

Då bolaget ger sig ut på obruten mark är alla prognoser om leveranser förknippade med hög osäkerhet. Bolaget självt har tidigare kommunicerat att man idag har kapacitet för tre Complete- eller Greenssystem om året, däremot möjliggör InStore-systemens storlek en utrullning i högre takt. Den senaste anställningstakten skvallrar också om att Agtira nu står redo att skala upp utrullningen på allvar. Vi ser även vissa frågetecken med avseende på långa ledtider och tröghet i investeringsbeslut hos kunder.

I vår DCF har vi därför prognostiserat en något försiktig utrullning av anläggningar och system, då det första systemet ännu inte är i drift och tiden det har tagit att genomföra förstudier och förhandlingar har dragit ut på tiden. Dessa förseningar bör inte vara återkommande för senare installationer.

Lönsamhet i de återkommande intäkterna

Mycket hänger på att Agtira får flera system i drift så att de återkommande intäkterna kan inkasseras. Det är nämligen där tillräckligt goda marginaler finns för att bolaget ska bli lönsamt. Eftersom det första systemet inte är på plats än, och den enda existerande återkommande intäkten är den som kommer från samarbetet med Grönsakshuset är det viktigt att betona hur kraftigt antal sålda system påverkar det motiverade värdet i vår modell.

Vi räknar med ett negativt kassaflöde 2021E-2022E. Hur snabbt bolaget lyckas växa de återkommande intäkterna påverkar också bolagets finansieringsbehov. I vårt basscenario kommer Agtira behöva ta in ytterligare pengar inom det närmsta året för att finansiera den fortsatta utrullningen och vi räknar med positivt kassaflöde från 2024E.

Värdering

Med avseende på att Agtiras vinster ligger ett antal år bort i tiden lämpar sig en DCF-värdering. Med svarta siffror på EBITDA-nivå från 2023 och framåt, låga investeringsbehov och en diskonteringsränta på 12% ger det oss ett sammantaget motiverat värde på 44 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	38%
Long-term CAPEX as share of sales	5%
Terminal Value EBITDA-multiple	10x
Total NPV, MSEK	650
NPV per share, SEK	44,1

Källa: Emergers

Med beaktning tagen till den goda marginalen på de återkommande intäkterna, att ett avtal på Complete- och Greenssystemen skrivs på minst tio år, och sett till jämförbara noterade bolag ser vi grund för höga värderingsmultiplar. Norska sektorkollegan Kalera värderas till exempel till över 2 miljarder NOK med en omsättning på 16 MNOK. En kombinerad målmultipel på 7x omsättningen och 32x EBITDA 2024E (och en osäkerhetsrabatt på 25%) ger stöd för ett motiverat värde på 31 SEK per aktie. Sammantaget ser vi därför stöd för ett motiverat värde på aktien på 31–44 SEK på 18-24 månaders sikt.

Agtira

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	8,4	12,7	8,4	15,7	54,9	88,5
Operating Costs	-20,4	-31,5	-23,8	-38,7	-52,1	-67,1
EBITDA	-12,0	-18,8	-15,5	-23,0	2,8	21,3
Depreciation	-2,0	-2,8	-0,4	-0,8	-2,7	-4,4
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-14,1	-21,6	-15,9	-23,8	0,1	16,9
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,6	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Pre-tax Result	-14,7	-22,4	-16,1	-24,0	-0,1	16,7
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-14,7	-22,4	-16,1	-24,0	-0,1	13,2

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	-	6,0	0,8	2,7	4,4
As a Pct of Sales	-	-	71,8	5,0	5,0	5,0
Depreciation Multiple	-	-	14,4	1,0	1,0	1,0

Key Ratios

Share Price: SEK 30,00

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	-	30,00	30,00	30,00	30,00
Number of Shares (Millions)	14,25	14,25	14,25	14,75	14,75	14,75
Market Cap	-	-	427,5	442,5	442,5	442,5
Enterprise Value	-	-	427,6	448,6	476,2	503,3
EPS (Reported)	-1,03	-1,57	-1,13	-1,63	-0,01	0,90
EPS (Adjusted)	-1,03	-1,57	-1,13	-1,63	-0,01	0,90
CEPS	-1,03	-1,57	-1,13	-1,63	-0,01	0,90
P/CEPS	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	33,5
Book Value/Share	2,9	4,1	5,1	4,7	4,6	5,5
P/BV	-	-	5,9	6,4	6,5	5,4
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	-	-	51,1	28,6	8,7	5,7
EV/EBITDA	-	-	-27,6	-19,5	167,9	23,6
EV/EBIT	-	-	-26,9	-18,9	5261,7	29,8
P/E (Adjusted)	-	-	-26,6	-18,4	-3364,8	33,5
Sales Growth, Y/Y (%)	122,6	50,6	-34,2	87,8	249,7	61,1
EBIT Growth, Y/Y (%)	97,0	53,6	-26,3	49,6	-100,4	18574,4
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	98,2	52,6	-28,2	43,9	-99,5	-10150,0
EBITDA Margin (%)	-142,3	-147,6	-185,1	-146,5	5,2	24,1
EBIT Margin (%)	-166,5	-169,8	-190,1	-151,5	0,2	19,1
Return on Equity (%)	-47,5	-45,2	-24,7	-33,9	-0,2	17,6
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	10	18	0	6	34	61
Net Debt/Equity	0,2	0,3	0,0	0,1	0,5	0,7
Equity Ratio	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Net Debt/EBITDA	-0,8	-1,0	0,0	-0,3	11,9	2,9

Source: Emergers, Company reports

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.