

Agtira AB (publ)

Agtira + Picadeli = sant

Andreas Eriksson | 2022-04-25 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).

Det händer mycket på marknaden för vertikalodling och urban farming just nu, och trenden har vuxit sig allt starkare även i Sverige. Med en första avsiktsförklaring med Greenfood, ägare av Picadeli, ska Agtira bygga upp till tio större system i främst storstadsregioner, med en sannolik framtida utökning. Samtidigt kommer Agtira inviga sitt första InStore-system hos ICA Maxi Sundsvall nästa vecka. Vi behåller för närvarande vårt motiverade värde på 32-46 SEK per aktie, då Agtira ännu saknar partners för fastigheter och finansiering, vilket vi ser som centrala triggers för en omvärdering.

Storsatsning tillsammans med ägaren till Picadeli

Agtira har ingått en första avsiktsförklaring med livsmedelkoncernen Greenfood där bolagen tillsammans gör en större satsning på urban farming. Avsiktsförklaringen omfattar initialt upp till tio system av typen Greens, men vi ser stora möjligheter för ett betydligt större samarbete på sikt med tanke på Greenfoods starka närvaro både i Sverige och övriga Europa. Systemen ska uppföras och driftas av Agtira enligt en FaaS-modell, där Greenfood åtar sig köpa allt som produceras. Vi räknar med att varje Greenssystem kommer att inbringa årliga intäkter på ca 3 MSEK, och bolaget kommunicerar själva att de ser en potential i hundramiljonersklassen förutsatt att hela planen blir verklighet. Vi tror att vi kommer få se fler avtal och samarbeten av den här sorten framöver, där beställningar kommer i tiotal istället för enskilda system, framför allt när Agtira ser öppningen för en internationell uttrullning.

Historisk milstolpe för Agtira

Sedan någon vecka tillbaka är Agtiras första system, InStore som uppförts hos ICA Maxi Sundsvall, i drift, och än så länge har systemet driftats helt enligt plan. På torsdag den 29/4 sker den officiella invigningen och vi anser att milstolpen är av stor vikt, dels för att det blir bolagets första intäkter från FaaS, men framför allt för att Agtira nu har en första operationell installation ute i butik som de kan visa för potentiella kunder. Samtidigt har vertikalodling och urban farming fått allt större uppmärksamhet på hemmaplan. Tidigare i år tog foodtechbolaget Ljuskårda in 170 MSEK, vilket värderar bolaget till över miljarden samtidigt som [hydroponibolaget Farmy framgångsrikt hoppat på urban farming-tåget](#) med hemmaodlade örter som säljs till restauranger och butiker. Marknaden gynnas av starka underliggande hållbara drivkrafter, där betydelsen av närodlad utan bekämpningsmedel blir allt viktigare, samtidigt som det erbjuder butiker, restauranger och hotell en "wow-faktor" med egenproducerade livsmedel. Allt detta ser vi som indikation på att branschen utvecklas och växer, vilket öppnar dörrar till nya slutkunder för Agtiras system.

Viktig trigger ger stöd för omvärdering

Samarbetet med Greenfood innebär både en jämförelsevis stor volym av Greenssystem, men visar också att Agtira inte enbart är bundna till livsmedelsbutiker som kunder. I takt med att fler pusselbitar faller på plats ser vi en fastighets- och finansieringspartner för Agtiras FaaS-avtal som en allt mer central trigger. Med ett sådant upplägg på plats ser vi att uttrullningstakten kan öka avsevärt jämfört med vad vi tidigare räknat med. Till dess och vi sett detaljerna på sådana avtal behåller vi vårt motiverade värde på 32-46 SEK per aktie på 18-24 mån sikt, samtidigt som vi är fortsatt positiva till en upptrappad uttrullning i Sverige med stora möjligheter internationellt. Verksamheten är dock förknippad med betydande risker, såsom att hitta attraktiva platser för fastigheter i urbana miljöer och tröghet i beslutfattande hos kunder.

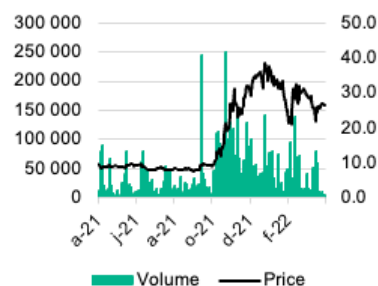
Läs vår initieringsanalys på Agtira

Närodlad foodtech för framtiden

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

Agtira

Fair Value, SEK (18-24 m)	32 - 46
Current Price, SEK	25.4
Shares (M)	14.2
Mkt Cap (MSEK)	362
Net Debt (MSEK)	-9
EV (MSEK)	353
Market	NGM Nordic SME



MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	13	24	32	59	88
EBITDA	-19	-14	-6	6	21
EBIT	-22	-18	-10	2	16
EPS Adjusted	-1.57	-1.35	-0.78	0.03	0.85
Sales Growth, %	51%	89%	35%	82%	50%
EBITDA Margin, %	-148%	-59%	-19%	10%	24%
EBIT Margin, %	-170%	-76%	-32%	3%	19%
EV/Sales	-	16.0	11.9	6.5	4.3
EV/EBITDA	-	-27.0	-62.7	66.8	18.4
EV/EBIT	-	-20.9	-37.5	234.2	23.4
P/E	-	-19.5	-33.7	922.6	30.8

Källa: Emergers

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 renade 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. Avgörande för en utrullning i snabbare takt är när Agtira lyckats knyta till sig partners för finansiering och fastigheterna för att den fulla potentialen för FaaS-modellen ska realiseras.

Två affärsmodeller för olika behov

Den initiala tanken när Agtira la om sin affärsidé att gå från grönsaksodlare till systemleverantör var att systemen skulle säljas upfront, och sedan skulle återkommande intäkter från PICS rulla in. När de första avtalen har signerats med ICA Maxi-butiker har en ny affärsmodell tagit form, där Agtira driftar systemen enligt en FaaS-modell och där butiken åtar sig köpa allt som produceras.

Värdering

Med avseende på stora återkommande intäkter, då avtalen enligt FaaS-modellen skrivs på 7-20 år, 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 46 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	37%
Long-term CAPEX as share of sales	5%
Terminal Value EBITDA-multiple	10x
Total NPV, MSEK	662
NPV per share, SEK	46.4

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 32 SEK per aktie. Sammantaget ser vi därför stöd för ett motiverat värde på aktien på 32-46 SEK på 18-24 månaders sikt.

Agtira

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	8.4	12.7	24.0	32.4	59.1	88.5
Operating Costs	-20.4	-31.5	-38.3	-38.5	-53.3	-67.6
EBITDA	-12.0	-18.8	-14.2	-6.1	5.8	20.9
Depreciation	-2.0	-2.8	-4.1	-4.1	-4.1	-4.4
Amortisation of Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	-14.1	-21.6	-18.4	-10.2	1.6	16.4
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	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
Pre-tax Result	-14.7	-22.4	-19.3	-11.1	0.7	15.5
Tax	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-3.4
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Result	-14.7	-22.4	-19.3	-11.1	0.4	12.1

Capital Expenditure

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	-	6.3	2.2	3.0	4.4
As a Pct of Sales	-	-	26.1	6.9	5.0	5.0
Depreciation Multiple	-	-	1.5	0.5	0.7	1.0

Key Ratios

Share Price: SEK 26.30

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	-	26.30	26.30	26.30	26.30
Number of Shares (Millions)	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25
Market Cap	-	-	374.8	374.8	374.8	374.8
Enterprise Value	-	-	384.0	367.2	397.3	429.9
EPS (Reported)	-1.03	-1.57	-1.35	-0.78	0.03	0.85
EPS (Adjusted)	-1.03	-1.57	-1.35	-0.78	0.03	0.85
CEPS	-1.03	-1.57	-1.35	-0.78	0.03	0.85
P/CEPS	-	-	n.a.	n.a.	922.6	30.8
Book Value/Share	2.9	4.1	4.8	6.7	6.8	7.6
P/BV	-	-	5.5	3.9	3.9	3.4
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	-	-	16.0	11.9	6.5	4.3
EV/EBITDA	-	-	-27.0	-62.7	66.8	18.4
EV/EBIT	-	-	-20.9	-37.5	234.2	23.4
P/E (Adjusted)	-	-	-19.5	-33.7	922.6	30.8
Sales Growth, Y/Y (%)	122.6	50.6	89.2	34.8	82.4	49.7
EBIT Growth, Y/Y (%)	97.0	53.6	-14.9	-44.3	-116.0	902.2
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	98.2	52.6	-14.2	-42.2	-103.7	2890.9
EBITDA Margin (%)	-142.3	-147.6	-59.3	-18.9	9.7	23.6
EBIT Margin (%)	-166.5	-169.8	-76.4	-31.6	2.8	18.6
Return on Equity (%)	-45.2	-30.4	0.0	-23.2	0.4	11.8
Tax Rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.2

Financial Position

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	10	18	9	-8	23	55
Net Debt/Equity	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.5
Equity Ratio	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8
Net Debt/EBITDA	-0.8	-1.0	-0.6	1.2	3.9	2.6

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.