

Agtira AB (publ)

Agtira siktar på att upprepa bake off-brödens omstöpning av dagligvaruhandeln

Analys: Andreas Eriksson | Datum: 2021-08-11 | 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 den första installationen av InStore klar efter årsskiftet och stort intresse från andra aktörer, både i Sverige och internationellt, räknar vi med att utrullningen av system kan påbörjas under 2022, med ett 20-tal installationer på plats inom några år. Med starka underliggande drivkrafter, en stabil bas av grönsaksförsäljning och återkommande intäkter från systemen ser vi stöd för ett motiverat värde på 13-18 SEK på 18-24 mån sikt.

Bygger momentum inför 2022

Under andra kvartalet har Agtiras omställning från grönsaksodlare till foodtechbolag resulterat i en något lägre produktivitet än väntat. Under H2 2021 räknar vi med ett fullt kapacitetsutnyttjande i växthusen då man nu genomfört de omplanteringar som varit nödvändiga för avtalet med Grönsakshuset, samtidigt som bytet till odling av atlantlax också är färdigt. Första leveransen av nya InStore-systemet beräknas leverans till ICA Maxi i Sundsvall i januari 2022. Diskussioner förs nu med ett flertal andra aktörer. Agtira räknar med att teckna ett flertal nya leveransavtal för InStore under hösten. Efterfrågan bedöms vara hög även på Complete- och Greensystemen. Bolaget ser även stort intresse från Tysland och Saudiarabien.

Återkommande intäkter skapar stabila kassaflöden

Aktien har pressats av ett oskäligt stort fokus på den kortsiktiga försäljningsutvecklingen, men vi ser goda skäl för att fokus ska kunna flyttas till den långsiktiga potentialen i bolaget, som stöds av exempelvis Market Research Futures rapport som förutser ett värde på akvaponimarknaden på 1,34 miljarder USD 2024. Med vår förväntan om 15 system i drift vid slutet av 2024 så ger affärsmodellen med återkommande intäkter, höga marginaler och långa avtalstider, stöd för stabila kassaflöden flera år framöver.

Underliggande drivkrafter ger stöd för hög potential

De underliggande drivkrafterna i form av ökad betoning på självförsörjning och hållbar livsmedelsframställning gör att vi ser goda förutsättningar att akvaponi ska kunna upprepa bake off-brödets intåg i livsmedelsbutikerna, där in-store bagerier idag är mer regel än undantag, och därmed utgöra en pusselbit i lösningen av framtidens livsmedelsproduktion på global skala. Efter att kursen dalat något över sommaren ger vår multipel- och DCF-baserade värdering stöd för ett motiverat värde på 13-18 SEK (14-18) på 18-24 månaders sikt, då vi räknar med en nu något högre utspädning vid en framtida nyemission på 40 MSEK för att kunna skala upp försäljningen.

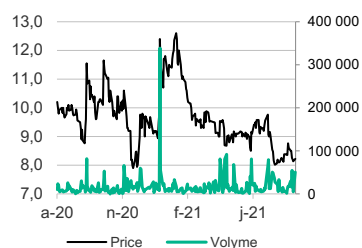
MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	8	13	14	49	79
EBITDA	-12	-19	-12	-8	-5
EBIT	-14	-22	-15	-11	-8
EPS Adjusted	-2,50	-3,18	-1,18	-0,71	-0,47
Sales Growth, %	123%	51%	8%	255%	62%
EBITDA Margin, %	-142%	-148%	-86%	-17%	-6%
EBIT Margin, %	-167%	-170%	-107%	-24%	-10%
EV/Sales	-	-	9,5	2,8	1,9
EV/EBITDA	-	-	-11,0	-16,2	-33,5
EV/EBIT	-	-	-8,8	-12,0	-19,9
P/E	-	-	-6,9	-11,6	-17,5

Källa: Emergers



Agtira

Fair Value, SEK (18-24 m)	13 - 18
Current Price, SEK	8,2
Shares (M)	12,5
Mkt Cap (MSEK)	103
Net Debt (MSEK)	20
EV (MSEK)	122
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 ett unikt akvaponiskt system och är idag världsledande inom området. Anläggningen som 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. Agtira är idag verksam inom foodtechsektorn som ett forskning- och utvecklingsföretag.

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 anläggningar som bär namnet Agtira Complete, Greens och InStore.

Agtiras Fiskodling



Källa: Agtira

Agtiras akvaponi: ingen miljöpåverkan

Agtiras vision är att deras akvaponiska lösning ska hjälpa livsmedelsindustrin att ställa om. I deras akvaponiska system, som kan upprättas i urbana miljöer, kan man producera fisk och grönsaker 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 kommunicerat att man idag har kapacitet för tre Complete- eller Greenssystem om året, däremot möjliggör InStoresystemens storlek en utrullning i högre takt. 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 uppskalning i försäljningen av anläggningar och system, då det första systemet ännu inte är på plats 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

Med en relativt låg marginal på försäljningen av anläggningar hänger mycket 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-2023E. Hur snabbt bolaget lyckas växa de återkommande intäkterna påverkar också bolagets finansieringsbehov. I vårt basscenario kommer Agtira behöva ta in ytterligare pengar inom de närmsta två åren för att finansiera den fortsatta utrullningen och vi räknar med positivt kassaflöde från 2024E.

Värdering och känslighetsanalys

Med avseende på att Agtiras vinster ligger ett antal år bort i tiden lämpar sig en DCF-värdering. Med vinster på EBITDA-nivå från 2024 och framåt, låga investeringsbehov och en diskonteringsränta på 12% ger det oss ett sammantaget motiverat värde på 18 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	14%
Long-term CAPEX as share of sales	0%
Terminal Value EBITDA-multiple	10x
Total NPV, MSEK	288
NPV per share, SEK	17,8

Källa: Emergers

Med beaktning tagen till den goda marginalen på de återkommande intäkterna, och att ett avtal på Complete- och Greenssystemen skrivs på minst tio år ser vi grund för höga värderingsmultiplar. Med en EV/Sales-multipel 2023 på 3x och EV/EBITDA på 20x ger stöd för ett motiverat värde på 13 SEK per aktie. Sammantaget ser vi därför stöd för ett motiverat värde på aktien på 13-18 SEK på 18-24 månaders sikt.

Agtira

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	8,4	12,7	13,7	48,7	79,1	112,8
Operating Costs	-20,4	-31,5	-25,6	-57,2	-83,6	-110,5
EBITDA	-12,0	-18,8	-11,9	-8,5	-4,5	2,3
Depreciation	-2,0	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-14,1	-21,6	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	-14,7	-22,4	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-14,7	-22,4	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	-	6,0	1,1	1,1	1,1
As a Pct of Sales	-	-	43,7	2,2	1,4	1,0
Depreciation Multiple	-	-	2,1	0,4	0,3	0,3

Key Ratios

Share Price: SEK 8,18

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	-	8,18	8,18	8,18	8,18
Number of Shares (Millions)	5,89	7,06	12,53	16,20	16,20	16,20
Market Cap	-	-	102,5	132,5	132,5	132,5
Enterprise Value	-	-	130,0	137,1	150,9	156,9
EPS (Reported)	-2,50	-3,18	-1,18	-0,71	-0,47	-0,05
EPS (Adjusted)	-2,50	-3,18	-1,18	-0,71	-0,47	-0,05
CEPS	-2,50	-3,18	-1,18	-0,71	-0,47	-0,05
P/CEPS	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	7,0	8,2	4,3	5,1	4,6	4,6
P/BV	-	-	1,9	1,6	1,8	1,8
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	-	-	9,5	2,8	1,9	1,4
EV/EBITDA	-	-	-11,0	-16,2	-33,5	67,4
EV/EBIT	-	-	-8,8	-12,0	-19,9	-185,7
P/E (Adjusted)	-	-	-6,9	-11,6	-17,5	-156,8
Sales Growth, Y/Y (%)	122,6	50,6	8,1	254,6	62,5	42,6
EBIT Growth, Y/Y (%)	97,0	53,6	-31,6	-22,4	-33,7	-88,9
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	39,8	27,2	-63,0	-40,0	-33,7	-88,9
EBITDA Margin (%)	-142,3	-147,6	-86,3	-17,4	-5,7	2,1
EBIT Margin (%)	-166,5	-169,8	-107,4	-23,5	-9,6	-0,7
Return on Equity (%)	-47,5	-45,2	-26,4	-16,8	-9,6	-1,1
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	10	18	27	5	18	24
Net Debt/Equity	0,2	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3
Equity Ratio	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
Net Debt/EBITDA	-0,8	-1,0	-2,3	-0,5	-4,1	10,5

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. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. 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.

Emergers
Incirrata AB
Enbacken 16
187 44 Täby

Tel: 0739 – 19 66 41
Email: johan@emergers.se
Org nr: 556815-7837,
företaget innehar F-skattsedel