

# Agtira AB (publ)

## Oväntat kapitaltillskott möjliggör accelererad tillväxt

Andreas Eriksson | 2022-02-18 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 ett kapitaltillskott på 38,5 MSEK från försäljningen av Agtiras egen anläggning i Härnösand finns nu finansiella muskler att accelerera verksamheten. Efter totalt fyra ordrar under 2021 har de något diffusa avtalen mynnat ut i två olika affärsupplägg, som båda ger återkommande intäkter där vi antar kombinerade bruttomarginaler på 50-60%. Vi höjer vårt motiverade värde till 32-46 SEK per aktie (31-45 SEK) på 18-24 mån sikt, till följd av att utspädningseffekten från en tidigare förväntad nyemission försvinner.**

### Stadda i kassan utan utspädda aktieägare

Agtira meddelade i början på februari att bolagets egna anläggning i Härnösand på totalt 13 500 kvm sålts i en "sale and lease back"-transaktion. Försäljningen frigör 38,5 MSEK i likvida medel som ger ett välkommet tillskott till kassan utan att befintliga aktieägare späds ut. Vi har tidigare lyft fram vår förväntan om en nyemission, men tror nu att kapitaltillskottet från anläggningsförsäljningen kommer räcka för att ta bolaget till svarta siffror, förutsatt att man kan hitta en fastighetspartner till framtida systembyggen och därmed undvika att finansiera dem själv. "Sale and lease back"-uplägget bör även kunna appliceras på Agtiras FaaS-modell (Farming as a Service), där en fastighetspartner äger själva anläggningen och Agtira hyr in sig och står för drift och produktion av fisk och grönsaker som sedan köps av den intelligande stormarknaden.

### Flera godkända patent visar på teknikhöjd

Som en del av den transformationsresa Agtira startade för 1,5 år sedan, när beslutet fattades att systemen skulle säljas i modulformat, har bolaget genomgått en omprofilering från grönsaksodlare till ett foodtech-bolag. Ett kvitto på detta erhöles i slutet på 2021 när bolagets första patent avseende den akvaponiska lösningen i stor skala blev beviljat, alltså möjligheten att odla både fisk och grönt i ett slutet cirkulärt kretslopp. Även Agtiras flytande växtnäring, bestående av växtavfall och fiskslam som möjliggör att systemen kan drifas utan konstgödsel, har nyligen fått patentskydd. Innovationshöjden i Agtiras lösning möjliggör också odling av komplexa grönsaker som tomat och gurka.

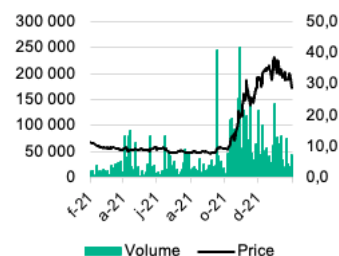
### Fortsatt fokus på den svenska marknaden

Med en utrullningstakt på totalt fem system under 2022, tio nya system 2023 och ett fortsatt antagande om en 50/50-fördelning mellan direktförsäljning och FaaS-avtal ser vi hur Agtira kan nå en omsättning på knappt 60 MSEK och svarta siffror på EBITDA-nivå 2023. FaaS-avtalen innebär större återkommande intäkter på avtal mellan 7-20 år, medan direktförsäljningen ger en större initial intäkt men en lägre återkommande sådan. Utan nämnvärda justeringar i vår modell resulterar den uteblivna utspädningseffekten från en förväntad nyemission i ett nytt motiverat värde på 32-46 SEK per aktie (31-45 SEK) baserat på en kombinerad DCF- och multipelvärdering. Viktiga triggers framöver kommer vara annonsering av partners gällande fastigheter och finansiering, samt en fortsatt utrullning av nya system på den svenska marknaden. Även om Agtira just nu fokuserar på den svenska marknaden, finns det en stor internationell efterfrågan på den här typen av lösningar, där vi tror att ordrar från länder i t ex Mellanöstern kommer uppgå till 10-tals system, istället för de enstaka som just nu säljs i Sverige.

Läs vår initieringsanalys på Agtira

Närodlat foodtech för framtiden

[https://www.emergers.se/agtira\\_a/](https://www.emergers.se/agtira_a/)



### Agtira

|                           |                |
|---------------------------|----------------|
| Fair Value, SEK (18-24 m) | 32 - 46        |
| Current Price, SEK        | 27,0           |
| Shares (M)                | 14,2           |
| Mkt Cap (MSEK)            | 385            |
| Net Debt (MSEK)           | -9             |
| EV (MSEK)                 | 376            |
| Market                    | NGM Nordic SME |

| MSEK             | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue          | 8     | 13    | 24    | 32    | 59    |
| EBITDA           | -12   | -19   | -14   | -8    | 7     |
| EBIT             | -14   | -22   | -18   | -12   | 4     |
| EPS Adjusted     | -1,03 | -1,57 | -1,35 | -0,89 | 0,15  |
| Sales Growth, %  | 123%  | 51%   | 89%   | 35%   | 82%   |
| EBITDA Margin, % | -142% | -148% | -59%  | -24%  | 11%   |
| EBIT Margin, %   | -167% | -170% | -76%  | -36%  | 6%    |
| EV/Sales         | -     | -     | 17,6  | 12,6  | 7,4   |
| EV/EBITDA        | -     | -     | -29,7 | -52,6 | 64,7  |
| EV/EBIT          | -     | -     | -23,0 | -34,7 | 115,1 |
| P/E              | -     | -     | -21,5 | -32,7 | 195,1 |

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:

- Bassänger där fiskar föds upp och växer, foder tillförs fisken.
- 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 32 SEK per aktie. Sammantaget ser vi därför stöd för ett motiverat värde på aktien på 32–46 SEK på 18-24 månaders sikt.

## Agira

### 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        | -52,3      | -67,1       |
| EBITDA                   | -12,0        | -18,8        | -14,2        | -6,1         | 6,8        | 21,4        |
| Depreciation             | -2,0         | -2,8         | -4,1         | -4,0         | -3,0       | -4,4        |
| Amortisation of Goodwill | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0        | 0,0         |
| EBIT                     | -14,1        | -21,6        | -18,4        | -10,1        | 3,8        | 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         | -0,9         | -0,9         | -0,9       | -0,9        |
| <b>Pre-tax Result</b>    | <b>-14,7</b> | <b>-22,4</b> | <b>-19,3</b> | <b>-11,0</b> | <b>2,9</b> | <b>16,0</b> |
| Tax                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | -0,8       | -3,5        |
| Minority Interest        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0        | 0,0         |
| <b>Net Result</b>        | <b>-14,7</b> | <b>-22,4</b> | <b>-19,3</b> | <b>-11,0</b> | <b>2,1</b> | <b>12,5</b> |

### 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  | 0,6   | 1,0   | 1,0   |

### Key Ratios

Share Price: SEK 27,00

|                               | 2019   | 2020   | 2021  | 2022E | 2023E  | 2024E |
|-------------------------------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
| Share Price at 31 Dec         | -      | -      | 27,00 | 27,00 | 27,00  | 27,00 |
| Number of Shares (Millions)   | 14,25  | 14,25  | 14,25 | 14,25 | 14,25  | 14,25 |
| Market Cap                    | -      | -      | 384,7 | 384,7 | 384,7  | 384,7 |
| Enterprise Value              | -      | -      | 394,0 | 377,2 | 406,8  | 438,9 |
| EPS (Reported)                | -1,03  | -1,57  | -1,35 | -0,77 | 0,15   | 0,88  |
| EPS (Adjusted)                | -1,03  | -1,57  | -1,35 | -0,77 | 0,15   | 0,88  |
| CEPS                          | -1,03  | -1,57  | -1,35 | -0,77 | 0,15   | 0,88  |
| P/CEPS                        | -      | -      | n.a.  | n.a.  | 181,6  | 30,7  |
| Book Value/Share              | 2,9    | 4,1    | 4,8   | 6,8   | 6,9    | 7,8   |
| P/BV                          | -      | -      | 5,6   | 4,0   | 3,9    | 3,5   |
| 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                      | -      | -      | 16,4  | 11,6  | 6,9    | 5,0   |
| EV/EBITDA                     | -      | -      | -27,7 | -61,6 | 60,3   | 20,6  |
| EV/EBIT                       | -      | -      | -21,5 | -37,3 | 107,2  | 25,9  |
| P/E (Adjusted)                | -      | -      | -20,0 | -34,9 | 181,6  | 30,7  |
| Sales Growth, YY (%)          | 122,6  | 50,6   | 89,2  | 34,8  | 82,4   | 49,7  |
| EBIT Growth, YY (%)           | 97,0   | 53,6   | -14,9 | -44,9 | -137,5 | 346,0 |
| EPS Growth (Adjusted), YY (%) | 98,2   | 52,6   | -14,2 | -42,8 | -119,2 | 492,3 |
| EBITDA Margin (%)             | -142,3 | -147,6 | -59,3 | -18,9 | 11,4   | 24,1  |
| EBIT Margin (%)               | -166,5 | -169,8 | -76,4 | -31,2 | 6,4    | 19,1  |
| Return on Equity (%)          | -47,5  | -45,2  | -30,4 | -13,4 | 2,2    | 12,0  |
| Tax Rate (%)                  | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | -0,3   | -0,2  |

### Financial Position

|                           | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Interest-Bearing Net Debt | 10   | 18   | 9    | -8    | 22    | 54    |
| 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   | 3,3   | 2,5   |

Source: Emergers, Company reports

---

**DISCLAIMER**

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats [emergers.se](http://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](http://emergers.se).

---

Emergers  
Incirrata AB  
Enbacken 16  
187 44 Täby

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