

## Transformativt förvärv bidrar till förbättrad lönsamhet

Med det första halvåret 2023 avklarat står det klart att Lyckegård Group AB ("Lyckegård" eller "Bolaget") levererade svarta siffror för koncernen, främst drivet av en stark lönsamhetsutveckling inom affärsområdet *Water*, där förvärvet av KSAB tillträdde under mitten av Q2-23 och var en del till att EBITDA-marginalen uppgick till 23 % i kvartalet. I takt med att förvärvet fortsätter integreras i koncernen och kostnadsnynergier materialiseras, i kombination med kostnadsbesparingar inom *Soil & Seed*, väntas lönsamheten fortsatt stärkas för Bolaget för att leverera en justerad EBITDA-marginal om ca 6 % år 2023. Baserat på en sum-of-the-parts-värdering motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 5,5 (5,0) kr i ett Base scenario för Lyckegård.

### Affärsområdet *Water*s EBITDA-marginal uppgick till 23 %

Inom affärsområdet *Water* uppgick omsättningen under Q2-23 till 47,2 MSEK med ett EBITDA-resultat om 10,8 MSEK, motsvarande en marginal om 23 %. Under kvartalet tillträdde förvärvet av KSAB, per den 19:e maj 2023. Den starka lönsamheten inom affärsområdet bidrog till att koncernen uppvisade ett positivt EBITDA-resultat under det första halvåret år 2023. Framgent väntas Lyckegård genom affärsområdet *Water* fortsatt kunna kapitalisera på den ökade efterfrågan för bevattningssystem som bl.a. drivs på av klimatförändringar. *Water* estimeras öka EBITDA-resultatet från ca 13 MSEK år 2022 (proforma) till 49 MSEK år 2027, med en marginal som väntas förbättras från 8,5 % till 19,7 %.

### Kostnadsbesparingar väntas stärka lönsamheten inom *Soil & Seed*

Omsättningen i *Soil & Seed* uppgick under Q2-23 till 17,8 MSEK, vilket var en minskning om 12 % jämfört med Q2-22 då omsättningen uppgick till 20,2 MSEK, något som antas vara hänförligt till det ökade fokuset på lönsamhet samt ett fortsatt utmanande makroekonomiskt klimat. Sett till lönsamheten så har Lyckegård minskat kostnaderna exklusive R&D med ca 3,5 MSEK, vilket estimeras ge en positiv effekt på lönsamheten under resterande del av år 2023 samt kommande år.

### Uppdaterat värderingsintervall

Lyckegård levererade en stark Q2-rapport där utvecklingen inom affärsområdet *Water*, vilket nu står för ca 75 % av koncernens utveckling, var starkare än våra förväntningar med en EBITDA-marginal om 23 %. Givet den starka utvecklingen inom *Water*, samt nämnda kostnadsbesparingar inom *Soil & Seed*, vilka väntas bidra till lönsamhetsförbättringar under H2-23, har vi valt att uppdatera våra finansiella prognoser avseende de båda affärsområdena. Givet att de två affärsområdena är relativt olika varandra samt huserar på olika marknader, har vi i denna analysuppdatering valt att värdera varje affärsområde för sig för att sedan summera genom en sum-of-the-parts-värdering, vilket, i kombination med de uppdaterade prognoserna, medför ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
2,0 kr

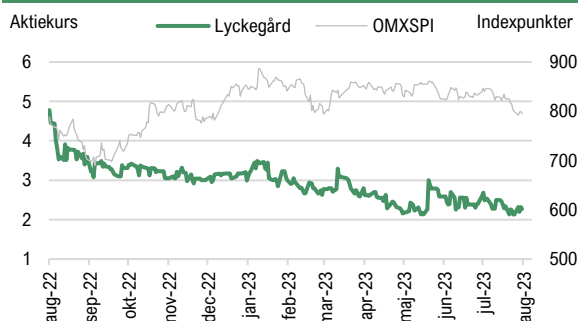
**Base**  
5,5 kr

**Bull**  
6,6 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-08-25)	2,20
Antal Aktier (st.)	43 656 827
Market Cap (MSEK)	96,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	14,7
Enterprise Value (MSEK)	110,7
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-20

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Säljare av KSAB	27,3 %
Hans Bergengren	10,4 %
Entreprenörinvest Sverige AB	9,8 %
Nordea Liv & Pension	9,7 %
First Venture	9,1 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	54,3	178,1	253,3	283,0
Bruttokostnader	-40,6	-104,1	-126,9	-142,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>25,4</b>	<b>80,5</b>	<b>115,9</b>	<b>129,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	25,2%	41,5%	43,6%	44,0%
Rörelsekostnader	-38,3	-63,8	-83,6	-89,7
<b>EBITDA</b>	<b>-12,9</b>	<b>16,6</b>	<b>32,3</b>	<b>39,2</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-45,2%	5,7%	10,6%	12,3%
P/S	1,8	0,5	0,4	0,3
EV/S	2,0	0,6	0,4	0,4
EV/EBITDA	neg.	6,7	3,4	2,8
EV/EBIT	neg.	214,2	8,0	5,5

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5-6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-11
Värdering	12-13
Bull & Bear	14
Ledning & styrelse	15
Appendix	16-22

### OM BOLAGET

Lyckegård är en koncern indelad i två affärssegment; *Soil & Seed* och *Water*. Inom *Soil & Seed* erbjuder Lyckegård en bred portfölj av redskap för ett hållbart och ekologiskt jordbruk, vilket täcker jordbrukarens behov under hela odlingsåret. Produkterna kan användas av både ekologiska och konventionella lantbrukare som vill minska användningen av bekämpningsmedel. Inom *Water* erbjuder Lyckegård främst olika typer av bevattningssystem, vilket bl.a. innefattar pumpstationer, sprinklers och bevattningsmaskiner från kända varumärken såsom danska FASTERHOLT. Lyckegård är noterade på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2022.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Christian Bjärntoft

Styrelseordförande Anders Holm

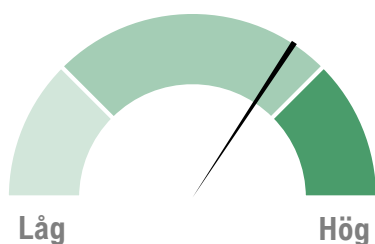
### ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706 554 551

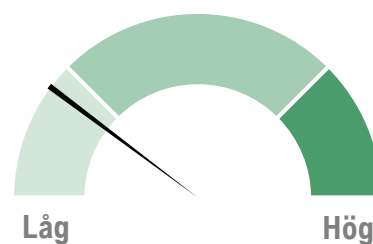
E-mail axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



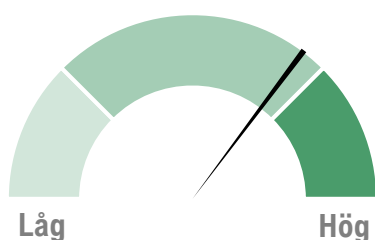
Lyckegård kapitaliserar på starka marknadstrender inom de båda affärssegmenten, vilka främst drivs på av miljöaspekter, regulationer och klimatförändringar, vilket anses utgöra långsiktiga värde drivare. Vidare väntas produktutveckling vara en viktig värde drivare för Lyckegård framgent, där exempelvis nya modeller av Bolagets viktigaste maskin Cameleon väntas presenteras i slutet av år 2023.

### Lönsamhet



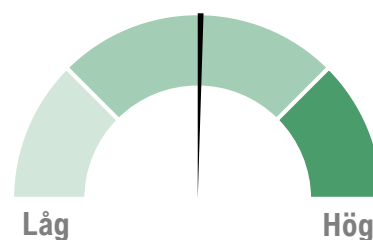
Lyckegård har historiskt visat svag lönsamhet till följd av produktutveckling och den resa som Bolaget har gjort från att vara ett en-produktsbolag till att erbjuda en helhetstäckande portfölj avseende redskap för ett hållbart lantbruk. Däremot markerade Q2-23 ett trendbrott avseende lönsamheten då Bolaget levererade ett positivt nettoresultat, främst drivet av lönsamma förvärv inom *Water*, en trend som väntas fortsätta. Betyget utgår dock från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

### Ledning & Styrelse



Lyckegårds ledning och styrelse innehar en bred erfarenhet från investeringar, affärsutveckling och lantbruksmarknaden. VD Christian Bjärntoft har före han tillträdde sin post år 2019 innehaft olika roller inom försäljning och affärsutveckling. Insiderägandet uppgår till ca 35 %, vilket ingjuter förtroende att skapa aktieägarvärde.

### Risk



Lyckegårds kassa stärktes under Q2-23, vilken uppgick till 15,1 MSEK vid utgången av kvartalet, att jämföra med 1,2 MSEK vid utgången av Q1-23, drivet av ett starkt kassaflöde från den löpande verksamheten. Givet detta, samt att Bolaget innehar en outnyttjad checkräkningskredit om 7 MSEK anser Analyst Group att den finansiella risken är relativt låg. Det allmänna konjunkturläget anses dock utgöra en försäljningsrisk, vilket kan hämma tillväxten för Lyckegård vid ett mer utmanande klimat.

## Kraftig omsättningstillväxt genom förvärv inom Water

Omsättningen under Q2-23 uppgick för koncernen till 65 MSEK (20,2), motsvarande en tillväxt om 222 %, hänförligt till de tre förvärvade dotterbolagen inom Water som genomförts under det senaste året. Sett till omsättningstillväxten Q-Q uppgick den till 241 %, vilket främst antas vara hänförligt till att förvärvet av KSAB och Sydsvensk bevattnings tillträdde i mitten av Q2-23 samt att det andra kvartalet är det säsongsmässigt starkaste kvartalet för Lyckegård.

## Minskade kostnader väntas driva lönsamheten inom Soil & Seed framgent

Inom affärsområdet Soil & Seed uppgick omsättningen till 17,8 MSEK (20,2), vilket motsvarar en negativ utveckling om 12 %. Utvecklingen antas vara hänförlig till Bolagets fokus på att förbättra lönsamheten samt ett fortsatt utmanande makroklimat. Under Q2-23 fick vi se ett resultat av de investeringar som Lyckegård gjort i produktutveckling av Bolagets viktigaste produkt inom Soil & Seed, Cameleon, då ISOBUS lanserades på maskinen, vilket är ett sätt att kommunicera med en maskin och förbinder redskap och traktorer genom att redskapets funktioner kan styras direkt i traktorns terminal. Vidare förväntas en helt ny modell presenteras i slutet av år 2023 för att möta efterfrågan på den centraleuropeiska marknaden. En geografisk expansion till Europa ser Analyst Group som en stark tillväxt drivare inom Soil & Seed framgent, givet att EU har en målsättning om att 25 % av regionens totala odlade areal ska vara ekologisk år 2030 och Europa ligger efter Sverige i det avseendet, då siffran uppgick till 10 % år 2021, jämfört med 20 % i Sverige. Under Q2-23 uppgick EBITDA-resultatet till 0,2 MSEK, motsvarande en marginal om 1 %, vilket kan jämföras med en marginal om 10 % under Q2-22. Det ska dock tilläggas att resultatet under Q2-22 påverkades positivt av en lageromvärdering om 1,7 MSEK, vilket anses vara en engångspost, justerat för detta uppgick EBITDA-marginalen till ca 2 %. Sett till lönsamheten så har Lyckegård minskat kostnaderna exklusive R&D med ca 3,5 MSEK, där bl.a. antalet anställda har minskat från 21 till 17 jämfört med samma period föregående år, något som väntas ge effekter avseende lönsamheten under resterande del av år 2023.

## Stark lönsamhet inom Water bidrog till svarta siffror för koncernen

Omsättningen inom Water uppgick till 47,2 MSEK med ett EBITDA-resultat om 10,8 MSEK, motsvarande en marginal om 23 %. Det andra kvartalet anses för Water vara det starkaste på året men för H1-23, alltså med det svagare första kvartalet medräknat, levererade Water ett EBITDA-resultat om 11,2 MSEK, motsvarande en marginal om 20 %, vilket kan jämföras med vårt estimat om en EBITDA-marginal om 11 % för helåret 2023 avseende Water, varför vi anser att lönsamhetsutvecklingen inom Water är stark. Det ska dock tilläggas att de två förvärvade dotterbolagen KSAB och Sydsvensk bevattnings endast inkluderats sedan den 19:e maj år 2023, vilka historiskt har uppvisat en något lägre lönsamhet (7,2 % EBITDA-marginal år 2022) än det tredje dotterbolaget Östorps bevattnings (10,9 % EBITDA-marginal år 2022), vilka har ingått i koncernen under hela år 2023, samt att det andra kvartalet, likt tidigare nämnt, är det starkaste under året. Likväl bidrog utvecklingen inom Water till att koncernen som helhet uppvisade ett positivt EBITDA-resultat om 6,7 MSEK under det första halvåret år 2023.

## Stärkt kassa bidrar till stabilare finansiell ställning

Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick till 14,6 MSEK (-9,5), vilket är hänförligt dels till det förbättrade resultatet för koncernen, dels en positiv utveckling avseende rörelsekapitalet. Förvärvet av KSAB som genomfördes under kvartalet finansierades genom en riktad nyemission om ca 21,5 MSEK samt upptagande av lån, vilket medförde att kassan uppgick till 15,1 MSEK vid utgången av Q2-23, vilket kan jämföras med 1,2 MSEK vid utgången av föregående kvartal, något som därmed stärker den finansiella ställningen i Bolaget. Givet kassans utveckling samt de lån som upptogs under perioden, minskade nettoskulden till 14,7 MSEK vid utgången av Q2-23 jämfört med 21,0 MSEK vid utgången av Q1-23, vilket vi ser positivt på. Framgent ser vi det som fortsatt viktigt att nämnda förväntade lönsamhetsförbättringar inom Soil & Seed inträffar samt att Water fortsatt levererar en god lönsamhet för att bidra med ett positivt kassaflöde.

**Sammantaget** levererade Lyckegård en rapport i nära linje med våra förväntningar, med en något sämre lönsamhet än förväntat inom Soil & Seed men där nämnda kostnadsbesparingar förväntas bidra positivt under H2-23, samt en bättre lönsamhet än väntat inom affärsområdet Water, vilket nu står för ca 75 % av Bolagets omsättning. Lyckegård levererade dessutom svarta siffror för H1-23, vilket är ett första steg mot att leverera en EBITDA-marginal, justerad för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter, om 12,3 %, vilket estimeras år 2025.

Nya modeller av Cameleon under år 2023

23 %  
EBITDA-marginal inom Water

15,1 MSEK i kassa vid utgången av Q2-23

13,8 %  
CAGR mellan åren  
2023-2030

### Klimatförändringar leder till nya utsikter på bevattningsmarknaden

Den globala marknaden för mikrobevattningssystem, vilken Lyckegård adresserar genom Bolagets affärsområde Water, väntas växa med en CAGR om 13,8 % mellan åren 2023-2030 för att vid slutet av prognosperioden värderas till 34,3 mdUSD. Den största drivaren av tillväxten väntas vara klimatförändringar, vilka väntas leda till att växtlighet som tidigare inte behövt någon bevattning utan kunnat leva på regnvatten som faller, nu istället behöver bevattningssystem. Klimatförändringarna har bl.a. medfört kraftigare nederbörd, däremot under färre tillfällen under en säsong, vilket således lett till ett ökat beroende av bevattningssystem för att upprätthålla en jämnare bevattning. Vidare väntas även en växande popularitet av s.k. droppbevattningssystem, vilket innebär att vatten droppar långsamt till växternas rötter och att stora mängder vatten därmed kan sparas, utgöra en stark tillväxt drivare på marknaden. Detta är något vi räknar med att Lyckegård ska kunna kapitalisera på.

### EU:s målsättningar väntas driva på den ekologiska lantbruksmarknaden

De senaste årens ökade fokus på klimatförändringar har drivit på omställningen mot ett mer ekologiskt och hållbart jordbruk. EU driver på konverteringen genom målsättningen att 25 % av den odlade arealen i området ska vara ekologisk år 2030. Andelen uppgick till 10 % år 2021, varför fortsatt stora investeringar väntas under kommande år för att nå målet. Tillväxten drivs bl.a. av att EU skapar incitament för jordbrukare att investera i redskap för ett hållbart jordbruk, exempelvis genom subventioner på redskap likt de Lyckegård säljer. Givet att andelen ekologiskt odlad areal är lägre i Europa än i Sverige, 10 % i EU jämfört med 20 % i Sverige, väntas en starkare tillväxt under kommande år på den europeiska marknaden. Således ser Analyst Group det som en viktig värde drivare att Lyckegård fortsätter Bolagets expansion till den europeiska marknaden för att fortsätta leverera en organisk tillväxt. Expansionen väntas drivas av att Lyckegård erbjuder en komplett produktportfölj för den ekologiska och hållbara lantbrukaren, med redskap som innehar flera fördelar jämfört med konkurrerande produkter. Exempelvis så besitter Bolagets viktigaste redskap inom Soil & Seed, Cameleon, fördelar i termer av flexibilitet, där maskinen möjliggör att radhackning, sådd och gödningsmyllning kan ske med hjälp av ett (1) redskap snarare än tre olika, vilket således skapar incitament för jordbrukare att investera i en Cameleon.

### Positivt kassaflöde runt hörnet

Lyckegård har en historia av svag lönsamhet men har under det senaste året gjort två förvärv, Östorps Bevattning samt KSAB, vilka kommer ligga till grund för affärsområdet Water och bidra till ökad lönsamhet. Water levererade år 2022 (proforma) en omsättning om ca 154 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 13 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om ca 8,5 %. Water väntas fortsätta växa stabilt kommande åren och successivt förbättra marginalen, för att år 2027 leverera ett EBITDA-resultat om ca 49 MSEK med en EBITDA-marginal om ca 20 %. Lyckegård genomför även kostnadsbesparingar inom Soil & Seed vilket således förväntas resultera i ytterligare marginalförstärkningar framgent. År 2023 estimeras Lyckegård sammantaget uppvisa ett rapporterat EBITDA-resultat om ca 17 MSEK, motsvarande ca 22 MSEK proforma, likvärd som ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten, vilket enligt Analyst Group väntas medföra en uppvärdering av aktien.

22 MSEK  
EBITDA år 2023E  
proforma

### Prognos och värdering

Lyckegård väntas växa omsättningen från 199 MSEK år 2022 (proforma) till 339 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 11 %, samt uppvisa en EBITDA marginal om ca 16 % år 2027. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där de båda affärsområdena värderas genom en applicerad EV/S multipel på respektive affärsområdes estimerade omsättning år 2024, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 5,5 kr.

### Starkt kassa bidrar till stabilare finansiell ställning

Lyckegårds kassa uppgick vid utgången av Q2-23 till 15,1 MSEK, att jämföra med 1,2 MSEK vid utgången av Q1-23, drivet av ett starkt kassaflöde under kvartalet, vilket anses vara det säsongsmässigt starkaste för Bolaget. Däremot, givet den stärkta kassa, innehavet av en outnyttjad checkräkningskredit om 7 MSEK samt att fortsatta lönsamhetsförbättringar estimeras under resterande del av år 2023, anser Analyst Group att den finansiella risken är låg. Vidare medförde kassans utveckling samt de lån som upptogs under perioden att nettoskulden minskade till 14,7 MSEK vid utgången av Q2-23 jämfört med 21,0 MSEK vid utgången av Q1-23. Det allmänna konjunkturläget anses dock utgöra en försäljningsrisk, vilket kan hämma tillväxten för Lyckegård vid ett mer utmanande klimat.

Starkt kassaflöde  
under andra  
kvartalet



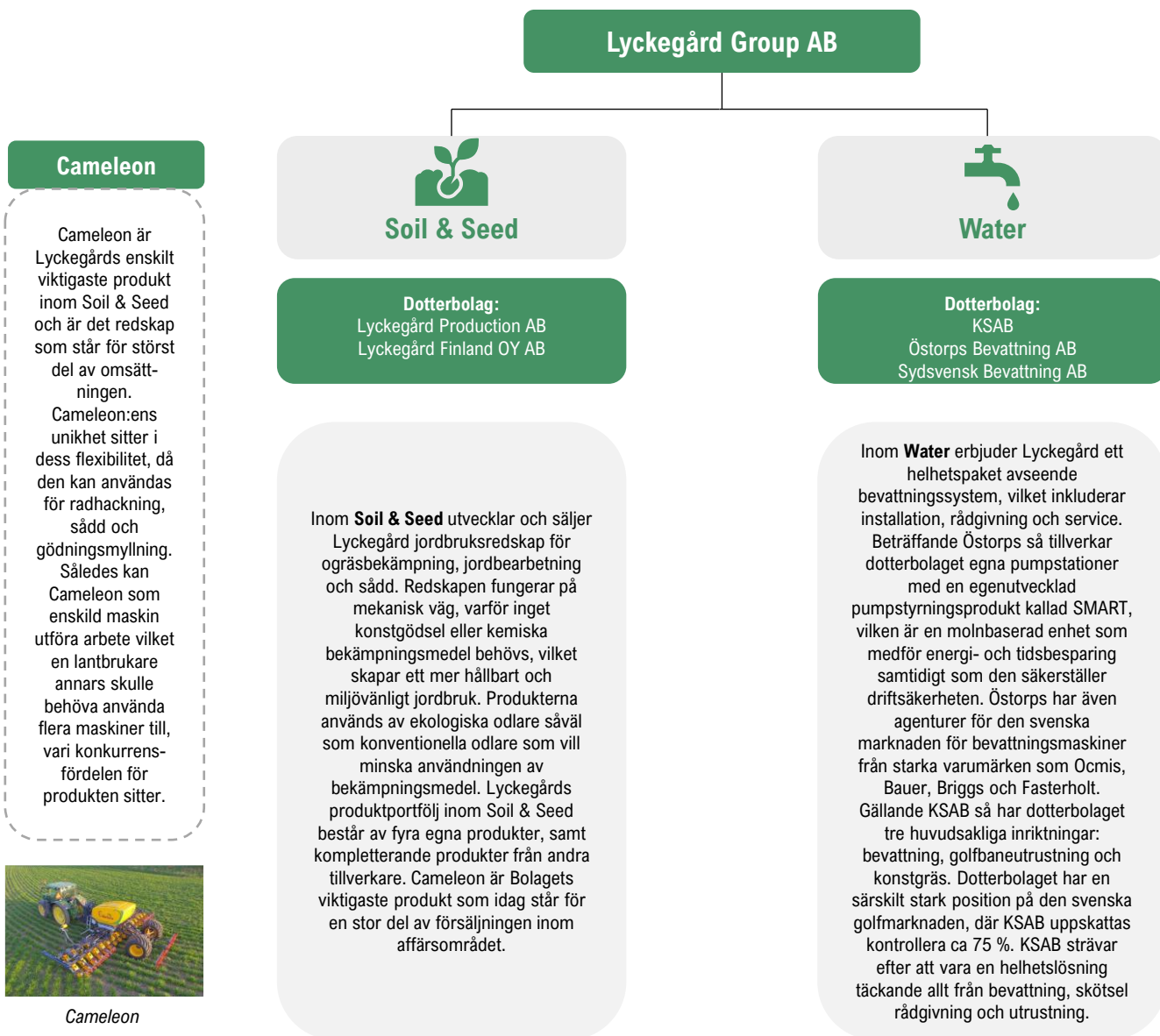
Combcut

Lyckegård bildades år 2008, då under namnet Just Common Sense AB, och sålde till en början en produkt, Combcut, en maskin för mekanisk ogräsbekämpning. År 2019 genomförde Lyckegård en strategisk förändring vilken innebar att Bolaget gick från att erbjuda en produkt till en bredare produktportfölj för den hållbara odlaren, varpå namnet ändrades till Lyckegård. Genom ett antal förvärv och strategiska partnerskap har Lyckegård skapat en produktportfölj som erbjuder ett stort urval av maskiner för att ge lantbrukare bättre möjligheter att bedriva hållbart lantbruk. Portföljen består primärt av fyra egna produkter; *Cameleon*, *Combcut*, *Kvickfynn* och *Crimperroller*, samt kompletterande produkter från andra tillverkare, vilket bl.a. innefattar *Treffler* och *Köckerling*. Produkterna är olika maskiner och redskap för jordbearbetning, sådd och mekanisk ogräsbekämpning, vilka inte kräver någon användning av kemiska preparat och konstgödsel.



En av Östorps vattenspridare, Hunter I25

Under H2-22 genomförde Lyckegård ett förvärv av Östorps bevattning, vilket medförde att Bolaget delade upp verksamheten i två olika affärsområden, Soil & Seed samt Water, där Soil & Seed består av försäljning av tidigare nämnda maskiner och redskap till lantbrukare. Inom Water erbjuder Lyckegård en helhetslösning av lösningar inom bevattning av bl.a. grönytor, jordbruk och sportanläggningar genom installation, rådgivning och service av bevattningssystem. Under Q2-23 förvärvade Lyckegård även KSAB, vilka är verksamma inom bevattning, men har även ett större utbud inom golf och konstgräs.



Cameleon

### Intäktmodell

**Intäktmodell Soil & Seed:** Inom Soil & Seed säljer och utvecklar Lyckegård redskap till jordbrukare som bedriver ekologiskt jordbruk eller vill bedriva ett mer hållbart konventionellt jordbruk. Bolaget har som nämnt fyra egna produkter, vilka Lyckegård själva tillverkar vid en produktionsite i Tegneby, Östergötland. Dessa produkter marknadsförs och säljs direkt mot kunder i Norden och genom distributörer, återförsäljare och agenter på andra marknader i Europa. Efter att en produkt har sålts uppstår även eftermarknadsintäkter i form av service och reservdelar, i takt med att fler redskap levereras ökar därmed även intäkter från eftermarknaden. Vidare agerar Lyckegård återförsäljare av redskap från andra tillverkare, exempelvis Treffler och Köckerling, till kunder i Norden, vilket kompletterar Bolagets produktportfölj och medför att Lyckegård kan erbjuda jordbrukare produkter som täcker hela växtföljden.



### SMART

Appen SMART är en styrenhet, från vilken användaren kan styra vattenpumparna från telefonen efter eget behov, något som medför lägre kostnader samt energiförbrukning. Dessutom kan användaren genom SMART samla data, vilken främst behövs för att rapportera hur mycket vatten som har pumpats upp från åar och sjöar, vilket är ett krav. Sett till Östorps intäktmodell medför SMART en licensintäkt, vilken användaren betalar till dotterbolaget, vilket således medför återkommande intäkter för Östorps.

**Intäktmodell Water:** Inom affärsområdet Water ser intäktmodellen något olika ut för de olika dotterbolagen. Beträffande Östorps så utvecklar och producerar dotterbolaget pumpstationer, vilka ämnar driva vatten till de vattenspridare som finns utspridda exempelvis på golfbanan, i jordbruket eller fotbollsplanen. För att kunna styra pumpstationerna behövs en styrenhet, där Östorps erbjuder en egen app vid namn SMART, varifrån användaren kan styra pumparna från telefonen efter eget behov. Östorps agerar även återförsäljare av väletablerade varumärken såsom Bauer, Ocmis, Briggs och Hunter. Försäljningen sker ofta i större projekt som pågår under en längre tid och till stora ordervärden, där en successiv vinstavräkning används för att rapportera intäkterna i takt med att de uppstår. Sett till KSAB:s intäktmodell innebär den att sälja ett brett produktsortiment, främst inom dotterbolagets tre huvudsakliga inriktningar: bevattning, golfbane-utrustning och konstgräs. KSAB har ett agenturavtal med Rain Bird inom bevattning mot grönytor och golfbanor, vilket medför ensamrätt för distribution i Sverige, där Rain Bird anses vara ett världsledande varumärke inom bevattning. KSAB uppskattas kontrollera ca 75 % av den svenska golfmarknaden, varpå detta är dotterbolagets största inriktning. De huvudsakliga intäkterna är hänförliga till bevattningssystem, men där även merförsäljning av andra golfrelaterade produkter kan ske, i form av exempelvis nät, bollar och annan banutrustning. I övrigt erbjuder KSAB bevattning av grönytor och sportanläggningar, samt konstgräs till exempelvis parker och fotbollsplaner. Generellt sett köper dotterbolaget in stora kvantiteter av produkterna för vidare försäljning till kunderna.

### Lyckegård har flera intäktsströmmar inom de olika affärsområdena.

#### Soil & Seed

- Försäljning av egna redskap till jordbrukare
- Eftermarknadsintäkter i form av service och reservdelar
- Återförsäljning av redskap från andra tillverkare

#### Water

- Försäljning av egna pumpstationer
- Appen SMART, vilken är molnbaserad och genererar återkommande intäkter
- Återförsäljning av andra väletablerade varumärken, som Bauer, Hunter och Rain Bird.

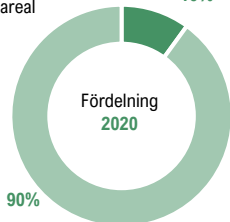
### Strategisk utsikt

Lyckegård innehar en bred produktportfölj inom de båda affärsområdena Soil & Seed samt Water, varför det nu blir viktigt att skala upp försäljningen och växa på nya geografiska marknader. Beträffande Soil & Seed så har Lyckegård en stark position på den nordiska marknaden för ekologiskt samt hållbart lantbruk. En viktig faktor framgent blir att genomföra en geografisk expansion, där främst norra Europa ses som ett naturligt första steg. EU har som nämnt en målsättning om att 25 % av odlad areal ska vara ekologisk år 2030, en siffra som idag uppgår till 10 % i Europa. Samma siffra i Sverige uppgår till 20 %, varför den europeiska marknaden väntas växa i en snabbare takt, och att Lyckegård därmed kan kapitalisera på detta genom Bolagets redskap till jordbrukare som bedriver ekologiskt jordbruk eller vill bedriva ett mer hållbart konventionellt jordbruk. Viktiga faktorer inom Water under kommande år blir att skala upp försäljningen, tillika produktionen, där främst Östorps produkter kan växa genom expansion på den svenska och nordiska marknaden. Dotterbolaget har en stark position i södra Sverige med epicentrum i Halland, varför en viktig faktor blir att expandera i övriga Sverige, något som kan möjliggöras genom exempelvis korsförsäljning till KSAB:s kunder inom golf.

Ekologiskt odlad areal

Konventionellt odlad areal

10%



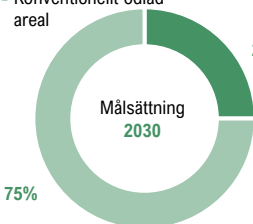
Omställningen väntas bl.a. drivas av:

- Subventioner.
- Resistens mot bekämpningsmedel.
- Allmän ökad vilja att odla mer hållbart.

Ekologiskt odlad areal

Konventionellt odlad areal

25%



### Mikrobevattning

Mikrobevattning är en bevattningsmetod vilken innebär att bevattningen sker genom ett lägre vattentryck, vilket medför kostnadsbesparingar och ökad effektivitet

## Högt ställda mål inom EU

Lyckegård adresserar genom Soil & Seed den ekologiska lantbruksmarknaden, vilken år 2021 omfattade ca 15,9 miljoner hektar mark inom EU, att jämföra med ca 9,5 miljoner hektar år 2012, vilket motsvarar en tillväxt om 5,9 % per år (CAGR).<sup>1</sup> EU:s målsättning om att 25 % av den odlade arealen i området ska vara ekologisk år 2030 förväntas fortsätta driva tillväxten och givet att den svenska marknaden idag anses ligga i framkant väntas övriga Europa stå för en stor del av tillväxten kommande år, där en än snabbare tillväxt än den historiska krävs för att EU ska nå sin målsättning, motsvarande en CAGR om 11,1 % mellan åren 2022-2030. Lyckegård förväntas kunna kapitalisera på skiftet till en större andel ekologiskt odlad mark genom Bolagets helhetstäckande produktportfölj för hållbar jordbruksproduktion. Detta väntas ske främst genom fortsatt geografisk expansion till norra i Europa där behovet att ställa om till ekologisk odling är stort, men även på den nordiska marknaden väntas en fortsatt omställning till ett mer hållbart odlande.

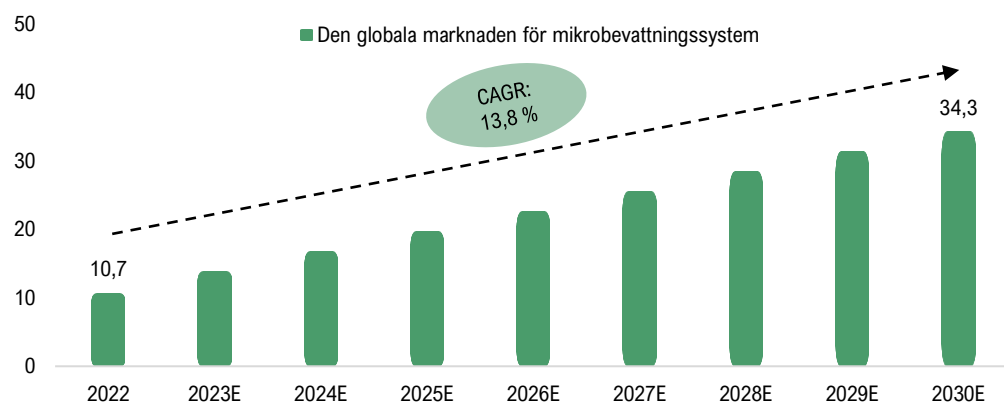
Ytterligare en faktor som väntas driva omställningen till en större andel ekologiskt odlad mark är faktumet att ogräs visat sig vara resistent mot många av de kemiska bekämpningsmedel som används för ogräsbekämpning. Inom konventionellt jordbruk är besprutning mot skadedjur och ogräs, samt olika former av konstgödsling, helt dominerande, men den resistens som nu byggs upp i ogräs mot kemiska bekämpningsmedel väntas medföra att en allt större del av ogräsbekämpningen kommer ske mekaniskt framgent. Därtill innebär kemiska bekämpningsmedel stora kostnader och en ökad hälsorisk för lantbrukaren.

## Klimatförändringar väntas driva den globala bevattningsmarknaden

Den globala marknaden för mikrobevattningssystem värderades år 2022 av Data Bridge Market Research till 10,7 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 13,8 % mellan prognosåren 2023-2030, för att i slutet av perioden värderas till 34,3 mdUSD. Den främsta tillväxt drivaren på marknaden är klimatförändringar, vilket bl.a. medför en större nederbörd, däremot under färre tillfällen under en säsong. Detta innebär att det regnvatten som faller behöver tas tillvara på, exempelvis genom byggandet av bevattningsdammar som kan lagra regnvatten och sedan användas för bevattning under torrare perioder. Det förändrade klimatet har medfört att växtlighet som tidigare inte behövde bevattning nu behöver det till följd av den förändrade nederbörden, något som förväntas fortsätta under kommande år och därmed vara en bidragande faktor till marknadens tillväxt. Lyckegård väntas kunna kapitalisera på marknaden genom de båda dotterbolagen Östorps och KSAB:s bevattningsprodukter.

### Den globala marknaden för mikrobevattningssystem väntas växa med en CAGR om 13,8 %.

Den globala marknaden för mikrobevattningssystem mdUSD



Källa: Data Bridge Market Research

Vidare väntas den globala marknaden för smart bevattning växa med en CAGR om 13,9 % mellan år 2021-2030, varpå marknaden estimeras vara värd 5,6 mdUSD vid slutet av prognosperioden. Med smarta bevattningssystem avses avancerad teknik vilken används dels för att styra bevattningen från exempelvis en app, dels för att automatiskt justera bevattningsschemat med hänsyn till exempelvis väderförhållanden. Lyckegård väntas kunna kapitalisera på denna marknad genom Östorps styrenhet SMART, vilket är en app från vilken användaren kan styra dess bevattningssystem.

<sup>1</sup>Källa: Eurostat

## Omsättningsprognos Soil & Seed 2023-2027

Affärsområdet Soil & Seed ökade omsättningen från 8,7 MSEK år 2018 till 44,7 MSEK år 2022, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om 50 %, där tillväxten har skett både organiskt såväl som via förvärv. År 2018 bestod produktportföljen av en (1) produkt, men som sedan dess har breddats till att erbjuda lantbrukaren ett stort urval av maskiner för att skapa bättre möjligheter att bedriva hållbart lantbruk. Genom breddningen anser Analyst Group att Bolaget är väl positionerade för fortsatt organisk tillväxt genom att kapitalisera på befintliga trender inom den ekologiska lantbruksmarknaden, såväl som det konventionella lantbruket.

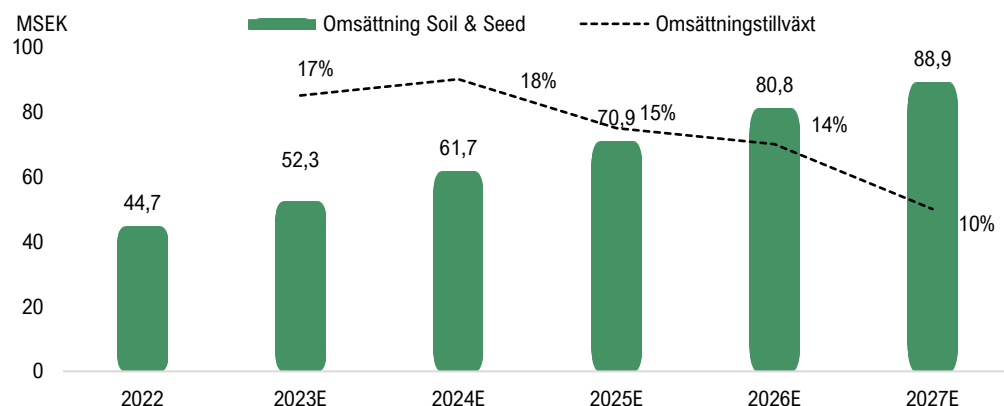
EU har som nämnt en målsättning om att 25 % av regionens totala odlade areal ska vara ekologisk år 2030, varför en större tillväxtpotential finns på den europeiska marknaden jämfört med den svenska, givet att Sverige har kommit längre än övriga Europa avseende ekologiskt odlad areal. Således ser Analyst Group det som en viktig faktor att Lyckegård fortsätter Bolagets expansion i Europa för att fortsätta driva den organiska tillväxten. Analyst Group bedömer att Lyckegård redan har ett starkt momentum gällande den europeiska marknaden, där Bolaget bl.a. erhållit två orders i Tyskland avseende produkterna Cameleon och Kvikcinn till ett ordervärde om totalt ca 6 MSEK under första respektive andra kvartalet år 2023. Ett steg för EU att uppnå målsättningen om 25 % blir att skapa incitament för jordbrukare att investera i mer hållbara produkter, exempelvis Lyckegårds produkter för mekanisk ogräsbekämpning, vilket exempelvis sker i form av subventioner. Dessa subventioner uppgår till upp emot 50 % på Lyckegårds produkter, vilket antas ge ett ökat incitament för jordbrukare.

Vidare är ett växande problem inom det konventionella jordbruket en resistens som successivt byggts upp mot de kemiska bekämpningsmedel som används för ogräsbekämpning. Problemen har under en längre tid varit närvarande i Nordamerika men har nu även spridit sig i Europa, främst i Spanien och Frankrike och totalt sett har bekämpningsmedels-resistent ogräs hittats i 71 länder globalt. Utvecklingen väntas driva på skiftet till en mer hållbar, mekanisk ogräsbehandling, vilket Lyckegård väntas kunna kapitalisera på genom Bolagets redskap för mekanisk ogräsbekämpning. Sammantaget ser Analyst Group det som viktigt att Lyckegård fortsatt expanderar till den europeiska marknaden, där viktiga faktorer blir att fortsätta leverera produkter enligt jordbrukarnas behov. Exempelvis väntas Lyckegård utveckla nya modeller av Bolagets viktigaste maskin Cameleon, vilken väntas presenteras under Q4-23, något som Analyst Group ser som ett tecken på att Bolagets produkter anpassas efter nya marknader.

En fortsatt expansion i Europa, i kombination med en fortsatt stark position på den nordiska marknaden till följd av starka kundrelationer som bidrar med återkommande inköp, väntas generera bra organisk tillväxt inom Soil & Seed. Analyst Group estimerar en tillväxt om 17 % år 2023, motsvarande en helårsomsättning om 52,3 MSEK. År 2024 estimeras omsättningstillväxten ta fart ytterligare då Lyckegård väntas penetrera den europeiska marknaden i allt högre grad, till följd av en starkt personalstyrka inom sälj samt att nämnda skiften på marknaden driver på tillväxten för mer hållbara redskap. År 2024 estimeras en tillväxt om 18 %, vilken sedan väntas avta något under resterande del av prognosperioden. Sammantaget estimeras omsättningen inom Soil & Seed att öka från 52,3 MSEK år 2023 till 88,9 MSEK år 2027.

**Soil & Seed väntas växa omsättningen i en stabil takt under prognosperioden.**

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt, Soil & Seed



Källa: Analyst Groups prognoser

Fortsatt expansion till Europa är en viktig faktor

89 MSEK omsättning Soil & Seed 2027E



## Omsättningsprognos Water 2023-2027

Affärsområdet Water bildades efter förvärvet av Östorps bevattning i Q4-22 och kompletteras genom förvärvet av KSAB under Q2-23. De båda dotterbolagen har vuxit omsättningen med en CAGR om 15 respektive 13 % mellan åren 2016-2022. Marknaden för bevattningssystem väntas växa med en tillväxt om 13,8 % årligen under kommande år, främst drivet av klimatförändringar, något som bl.a. väntas kunna driva Lyckegårds tillväxt inom Water. Beträffande Östorps så tillverkar dotterbolaget egna pumpstationer, samt agerar återförsäljare för Ocmis, Bauer och FASTERHOLT avseende bevattningsmaskiner, samt Hunter gällande sprinklers, vilka alla är världsledande varumärken inom sina produktområden. Genom att erbjuda dessa ledande varumärken väntas Östorps kunna öka försäljningen i takt med den snabbt växande marknaden framgent. Östorps har, rent geografiskt, historiskt varit centrerade runt dotterbolagets hemort Laholm, vilket medfört att produkterna främst har sålts i södra Sverige. Genom att bli en del av en större koncern likt Lyckegård, antas Östorps nu ha nya möjligheter att växa geografiskt, vilket väntas driva tillväxten under kommande år. Dotterbolaget erbjuder även appen SMART, vilken genererar återkommande intäkter genom att användare prenumererar på tjänsten, vilken möjliggör att pumpstationer kan styras direkt från telefonen. SMART antas stå för en låg andel av omsättningen idag, men estimeras utgöra en allt större andel under kommande år, vilket således medför stabilare intäktsströmmar för Lyckegård.

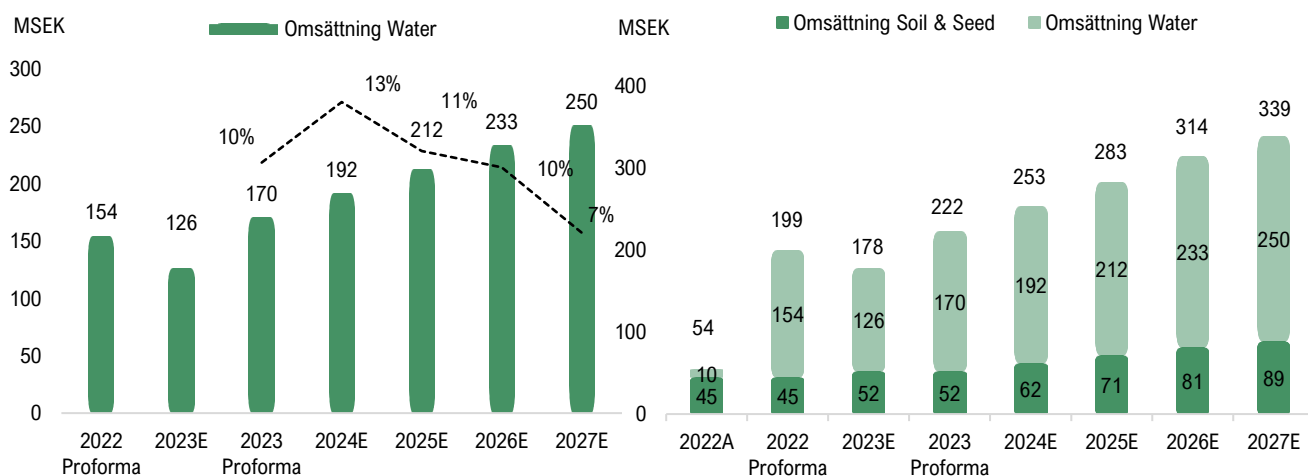
KSAB väntas likt Östorps kunna kapitalisera på den växande bevattningsmarknaden där dotterbolaget har agentur på varumärket Rain Birds produkter i Sverige, vilket innebär ensamrätt för distribution i landet. Rain Bird anses vara världsledande inom bevattning mot grönytor tillsammans med Hunter, vilka Östorps är återförsäljare för. Genom förvärvet av KSAB antas Lyckegård därmed ha en dominerande roll i Sverige inom just detta segment. Vidare väntas även förvärvet bidra med intäkts synergier genom att KSAB har ca 75 % av den svenska golfmarknaden som kunder, vilket väntas medföra att Lyckegård kan korsförsälja Östorps pumpstationer till KSAB:s kunder och därmed bidra med intäkter till Water. Exempelvis har Lyckegård efter utgången av Q2-23 vunnit en order avseende bevattningssystem på en ny golfbana, där KSAB levererar bevattningsspridare och styrsystem från RainBird samtidigt som Östorps kommer leverera pumpstationer för att driva vattnet i bevattningssystemen. Affärsområdet Water:s omsättning under år 2022 uppgick till ca 154 MSEK proforma, där en omsättningstillväxt om 10,2 % estimeras år 2023, då omsättningen väntas uppgå till 170 MSEK på proforma-basis. KSAB ingår i koncernen sedan den 19:e maj år 2023, varför nämnda intäkts synergier inte väntas materialiseras fullt ut under året. Däremot, från år 2024, väntas omsättningstillväxten ta fart ytterligare genom geografisk expansion för de båda dotterbolagen samt att nämnda intäkts synergier kan blomma ut. År 2024 väntas en omsättningstillväxt om 13 % för att då uppgå till 192 MSEK, därefter väntas omsättningen i Water växa i en stabil takt för att uppgå till 250 MSEK år 2027.

Återförsäljare av världsledande varumärken

250 MSEK omsättning Water 2027E

Water väntas växa försäljningen i en stabil takt under prognosperioden, vilket väntas bidra till koncernens ökade omsättning.

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt Water samt sammanfattning av omsättningsprognoser för koncernen



Källa: Analyst Groups prognoser

### Bruttokostnader 2023-2027

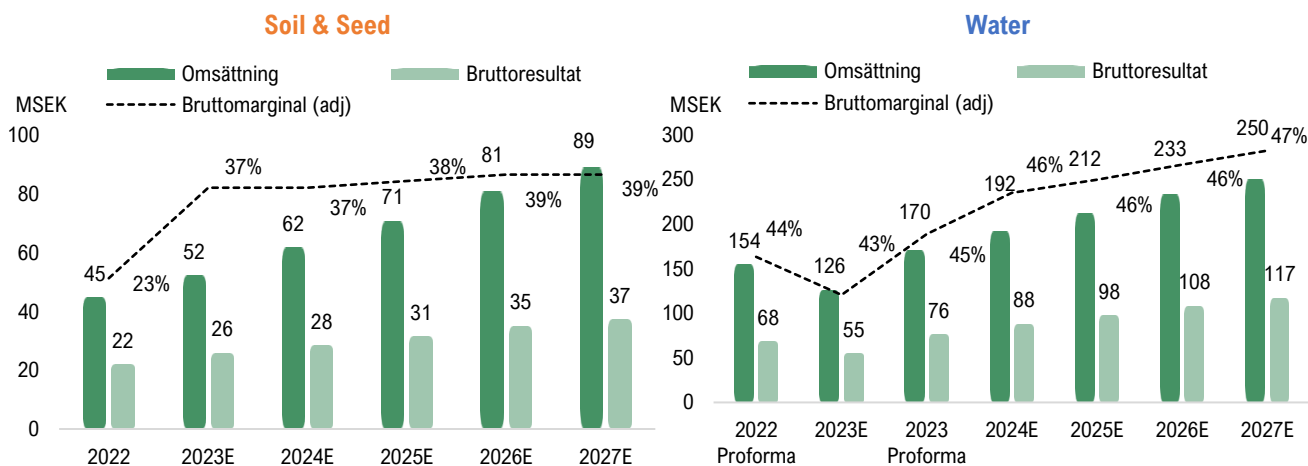
Lyckegård redovisar bruttokostnader både som råvaror och förnödenheter samt handelsvaror, där handelsvaror består av kostnader för sådana produkter vilka Bolaget agerar återförsäljare av, exempelvis maskinerna Treffler och Köckerling inom Soil & Seed, medan råvaror och förnödenheter består av kostnader för produkter som Lyckegård själva tillverkar. Soil & Seed väntas uppvisa en stabil bruttomarginal, om än något stigande i takt med att eftermarknadsintäkterna ökar, vilka antas generera en högre bruttomarginal. Bruttomarginalen estimeras därmed stiga från 35 % år 2023 till 39 % år 2027 inom Soil & Seed.

**SMART väntas medföra stigande bruttomarginal**

Beträffande Water så estimeras för affärsområdet en stabil, tillika svagt stigande, bruttomarginal. Förbättringen över prognosperioden väntas främst vara hänförlig till att appen SMART, vilken är molnbaserad och inbringar återkommande intäkter, successivt väntas stå för en allt större del av omsättningen, varför det får en positiv påverkan på bruttomarginalen. Bruttomarginalen för Water estimeras uppgå till 44 % år 2023 för att sedan stiga till 46 % år 2027.

**Bruttomarginalen i koncernen väntas vara stabil under prognosperioden, om än något stigande.**

Estimerad omsättning bruttokostnader och bruttomarginal för respektive affärsområde



Källa: Analyst Groups prognoser

### Rörelsekostnader 2023-2027

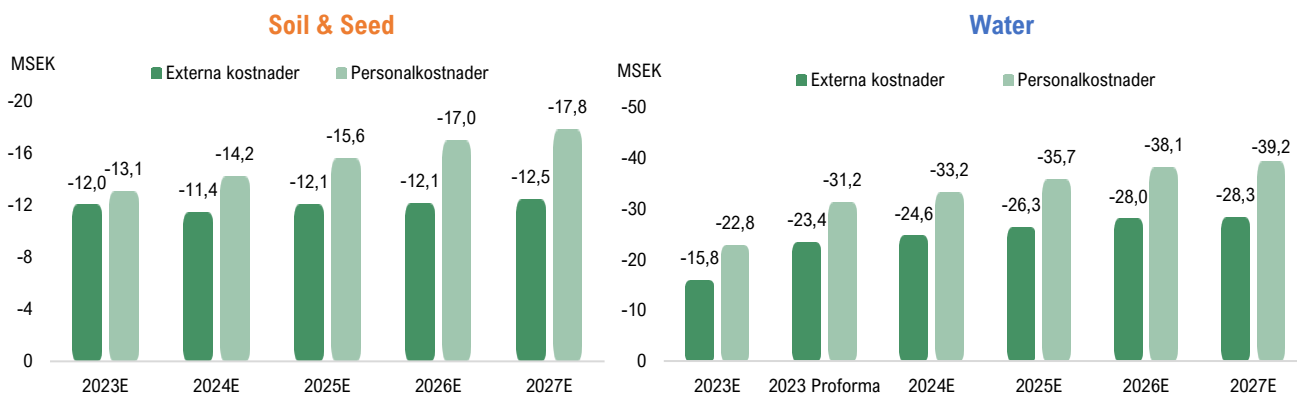
**Minskade kostnader i förhållande till omsättning**

De övriga externa kostnaderna består primärt av frakt, sälj- och marknadsaktiviteter, men även de utvecklingskostnader som finns för att utveckla befintliga, och eventuellt tillkommande, produkter, vilka aktiveras som en intäkt i resultaträkningen, något som främst avser Soil & Seed. Analyst Group bedömer dock att Lyckegård kan skala upp verksamheten utan att det medför någon större ökning i externa kostnader. Vi estimerar att Bolaget fortsatt kommer investera i produktutveckling främst under år 2023 och 2024, om än i avtagande takt, vilket medför minskade kostnader i förhållande till omsättning. Däremot, i termer av absoluta tal, estimeras de externa kostnaderna öka inom de båda affärsområdena, vilket väntas vara hänförligt till fraktkostnader och till viss del ökade sälj- och marknadsaktiviteter. De externa kostnaderna estimeras minska som andel av omsättningen från 16 % år 2023 till 12 % år 2027, vilket således ger utrymme för en stigande rörelsemarginal.

Gällande personalkostnader antas dessa till större del vara kopplade till att hantera tillväxten och efterfrågan framgent, då en sådan väntas kräva investeringar i ytterligare säljpersonal samt personal inom produktion. Behovet av sådan personal väntas främst härröra Soil & Seed, givet en fortsatt expansion på de europeiska marknaderna samt produktutveckling, något som kräver personalresurser. Inom Water väntas däremot omsättningen kunna växa stabilt utan större behov av personal, främst drivet av nämnda intäktssynergier mellan Östorp och KSAB. I termer av absoluta tal estimeras dock ökade kostnader även inom Water, vilket främst antas vara hänförligt till anställda inom produktion.

Både externa kostnader och personalkostnader väntas minska i förhållande till omsättning under prognosperioden.

Estimerade externa kostnader samt personalkostnader för respektive affärsområde



Källa: Analyst Groups prognoser

### Avskrivningar och nettoinvesteringar 2023-2027

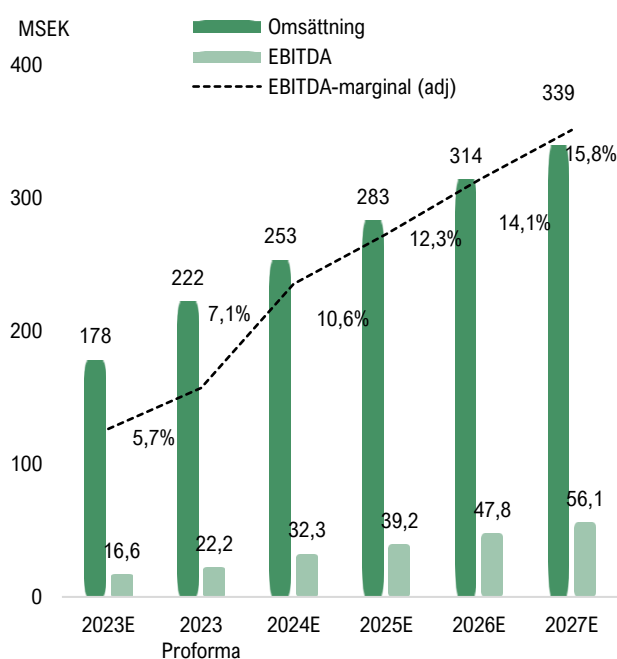
Lyckegårds avskrivningar väntas främst vara hänförliga till goodwill under prognosperioden, vilket bl.a. uppstått vid förvärven av Gothia Redskap (numera Lyckegård Production AB) under år 2021, Östorps under år 2022 samt KSAB under Q2-23. Givet detta, samt att Lyckegård skriver av goodwill över fem år, väntas avskrivningarna på goodwill uppgå till 13,0 MSEK år 2023, för att sedan sjunka till 7,0 MSEK år 2027. Vidare gör Lyckegård avskrivningar av de utvecklingskostnader som aktiverats på balansräkningen, vilket också görs på fem år. Totalt sett estimeras avskrivningarna sjunka från 16,1 MSEK år 2023 till 11,0 MSEK år 2027. Beträffande nettoinvesteringar består dessa idag främst av nämnda utvecklingskostnader för att utveckla befintliga produkter. Dessa investeringar estimeras minska under kommande år, däremot väntas investeringar avseende produktionsanläggningar behöva göras istället, varför nettoinvesteringarna estimeras ligga på en stabil nivå under prognosperioden, men sjunka som andel av omsättningen.

En summering av våra finansiella prognoser för Lyckegård avseende de båda affärsområdena kombinerat.

Finansiella prognoser, 2023E-2027E

Base scenario (MSEK)	2023E	2023E Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	178,1	222,4	253,3	283,0	314,1	339,3
Aktiverat arbete för egen räkning	6,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>184,6</b>	<b>228,9</b>	<b>258,8</b>	<b>287,5</b>	<b>317,6</b>	<b>341,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-33,8	-34,9	-40,1	-44,6	-49,9	-54,1
Handelsvaror	-70,4	-92,0	-102,8	-113,9	-124,6	-133,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>80,5</b>	<b>102,0</b>	<b>115,9</b>	<b>129,0</b>	<b>143,1</b>	<b>154,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	41,5%	42,9%	43,6%	44,0%	44,4%	44,6%
Övriga externa kostnader	-27,9	-35,4	-36,1	-38,3	-40,1	-40,8
Personalkostnader	-35,9	-44,3	-47,4	-51,3	-55,1	-57,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>16,6</b>	<b>22,2</b>	<b>32,3</b>	<b>39,2</b>	<b>47,8</b>	<b>56,1</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	5,7%	7,1%	10,6%	12,3%	14,1%	15,8%
Avskrivningar	-16,1	-16,1	-18,4	-18,9	-15,1	-11,0
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>6,1</b>	<b>13,9</b>	<b>20,3</b>	<b>32,8</b>	<b>45,1</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-3,4%	-0,2%	3,3%	5,6%	9,3%	12,6%

Källa: Analyst Groups prognoser










<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värderingen av Lyckegård görs på koncernnivå där en *sum-of-the-parts*-värdering appliceras. Detta innebär att de två affärsområdena Soil & Seed och Water värderas var för sig för att sedan summeras till en total värdering för koncernen som helhet.

### Värdering: Soil & Seed

Värderingen av affärsområdet Soil & Seed görs genom en peer-värdering där en jämförelse med en peer-grupp inom branschen görs. Givet svårigheten att finna bolag med en liknande produktportfölj samt med verksamhet inom liknande områden som Soil & Seed har ett bredare urval av jämförelsebolag inkluderats. Samtliga bolag verkar inom samma segment som Lyckegård gör genom Soil & Seed, även om vissa verkar inom andra segment också. Likväl ser vi likheter mellan Lyckegård och jämförelsebolagen avseende intäktmodell, kassaflöden, lönsamhetspotential och risk. För att ge perspektiv på hur Lyckegård står sig mot peer-gruppen, redogörs samtliga bolagens multiplar, storlek, lönsamhet, tillväxt och kapitalstruktur i tabellen nedan.

	Nyckeltal (LTM)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	Börsvärde	Omsättning	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	Omsättnings-tillväxt Y-Y	Omsättningstillväxt (3Y CAGR)	Soliditet	Skuldsättningsgrad
 CORTEVA	Corteva	2,0	2,2	14,4	360 456	191 614	41%	15%	5%	7%	59%	0,7
 ICL	ICL Group Ltd	0,9	1,2	3,7	79 299	93 364	44%	32%	-8%	19%	49%	1
 valmont	Valmont Industries Inc	1,2	1,4	11,5	54 520	47 414	28%	13%	10%	14%	45%	1,2
 adecoagro	Adecoagro SA	0,9	1,5	4,2	12 251	15 379	35%	35%	13%	20%	37%	1,7
 AMERICAN VANGUARD	American Vanguard	0,8	1,0	13,2	4 392	6 225	39%	8%	-6%	8%	48%	1,1
 First Farms	FirstFarms	1,6	2,8	8,5	1 137	731	51%	33%	27%	14%	49%	1,0
	<b>Genomsnitt peers</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>9,3</b>	<b>85 343</b>	<b>59 121</b>	<b>40%</b>	<b>23%</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>	<b>48%</b>	<b>1,1</b>
	<b>Median peers</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>10,0</b>	<b>33 386</b>	<b>31 396</b>	<b>40%</b>	<b>24%</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>49%</b>	<b>1,1</b>
 lyckegård	Lyckegård	0,9 <sup>1</sup>	1,0 <sup>1</sup>	-24,6 <sup>1</sup>	100 <sup>1</sup>	45 <sup>2</sup>	23% <sup>2</sup>	-31% <sup>2</sup>	16% <sup>2</sup>	101% <sup>2</sup>	45% <sup>1</sup>	1,2 <sup>1</sup>

Värderingen av Soil & Seed utgår från en EV/S-multipel då affärsområdet inte varit lönsamt historiskt, vilken appliceras på 2024 års estimerade omsättning. Sett till värderingen LTM så värderas peer-gruppen (median) till EV/S 1,5x, men det finns skillnader mellan Soil & Seed och jämförelsebolagen vilka bör tas i beaktning. Lyckegård är ett mindre bolag än peer-gruppen både sett till börsvärde och omsättning, något som innebär ett högre avkastningskrav och därmed en lägre multipel. Sett till lönsamhet så uppgår medianen av EBITDA-marginalen för peer-gruppen till 24 %, vilket är högre än Soil & Seeds av Analyst Group beräknade EBITDA-marginal år 2022 (-31 %) såväl som på år 2024 års estimerade EBITDA-marginal om 4 % vilket motiverar en värderingsrabatt, även om Soil & Seed väntas stärka lönsamheten successivt under åren därpå. Avseende tillväxten så har Lyckegård, vilka fram till hösten år 2022 endast bestod av affärsområdet Soil & Seed, uppvisat en starkare omsättningstillväxt än jämförelsebolagen under det senaste året såväl som de senaste tre åren. Dock är denna siffra till viss del upplyft av förvärv men sett till organisk tillväxt uppgick denna till 16 % år 2022 inom Soil & Seed, vilket är bättre än peer-gruppen och något som motiverar en värderingspremie. Slutligen har Lyckegård som koncern en liknande kapitalstruktur som peer-gruppen i termer av soliditet och skuldsättningsgrad. Mot bakgrund av ovan resonemang appliceras en målmultipel om EV/S 1,0x på Soil & Seeds estimerade omsättning år 2024 om ca 62 MSEK<sup>3</sup>, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 62 MSEK.

### Flera transaktioner påvisar intresset på marknaden för mekanisk ogräsbekämpning

Under år 2023 har flertalet transaktioner gällande onoterade bolag inom mekanisk ogräsbekämpning genomförts. Exempelvis köpte Väderstad AB, ett bolag inom jordbearbetning, sådd och precisionssådd, delar av det danska företaget Thyregod A/S för att bredda sortimentet inom radhacker, där en viktig faktor till köpet enligt Väderstad är ett skifte mot alltmer mekaniska lösningar för ogräsbekämpning. Vidare förvärvade även Kverneland AS, ett dotterbolag inom Kubota-koncernen, franska B.C. Technique som innehar redskap för mekanisk ogräsbekämpning. Transaktionerna påvisar enligt Analyst Group intresset för redskap inom mekanisk ogräsbekämpning och den omställning som väntas ske på jordbruksmarknaden framgent. Således anses Lyckegård inneha en attraktiv produktportfölj inom Soil & Seed som är väl positionerad för att kapitalisera på det marknadsskifte som väntas under kommande år, alternativt attrahera intresse från en större aktör för förvärv.







<sup>1</sup>Avser Lyckegård som koncern

<sup>2</sup>Avser affärsområdet Soil & Seed år 2022

<sup>3</sup>Fullständiga finansiella prognoser för Soil & Seed återfinns i appendix s. 17

## Värdering: Water

Värderingen av affärsområdet Water görs även den genom en peer-värdering där en jämförelse med en peer-grupp inom branschen görs. Likt för Soil & Seed har ett bredare urval av jämförelsebolag inkluderats där samtliga bolag verkar inom samma segment som Lyckegård gör genom Water, även om vissa verkar inom andra segment också. För att ge perspektiv på hur Lyckegård står sig mot peer-gruppen, redogörs samtliga bolagens multiplar, storlek, lönsamhet, tillväxt och kapitalstruktur i tabellen nedan.

	Nyckeltal (LTM)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	Börsvärde	Omsättning	Brutto-marginal	EBITDA-marginal	Omsättnings-tillväxt Y-Y	Omsättningstillväxt (3Y CAGR)	Soliditet	Skuldsättnings-grad
 <b>The Toro Company</b>	The Toro Co	2,1	2,3	13,9	104 460	52 694	35%	17%	17%	13%	42%	1,4
 <b>Husqvarna</b>	Husqvarna	0,9	1,2	10,1	53 300	56 703	28%	12%	14%	11%	40%	1,5
 <b>Scotts Miracle-Gro</b>	The Scotts Miracle Gro Co	0,8	1,6	55,4	28 640	40 124	18%	3%	-12%	-4%	-	-
 <b>LINDSAY</b> <small>Customer First. Innovation. Real-world solutions.</small>	Lindsay Corp	1,9	1,9	10,9	13 692	7 618	31%	18%	-5%	14%	60%	0,7
 <b>GULLBERG &amp; JANSSON</b>	Gullberg & Jansson	0,6	0,6	5,2	204	330	30%	11%	-18%	20%	45%	1,2
<b>Genomsnitt peers</b>		<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>19,1</b>	<b>40 059</b>	<b>31 494</b>	<b>28%</b>	<b>12%</b>	<b>-1%</b>	<b>11%</b>	<b>47%</b>	<b>1,2</b>
<b>Median peers</b>		<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>10,9</b>	<b>28 640</b>	<b>40 124</b>	<b>30%</b>	<b>12%</b>	<b>-5%</b>	<b>13%</b>	<b>44%</b>	<b>1,3</b>
 <b>Lyckegård</b>	Lyckegård	0,9 <sup>1</sup>	1,0 <sup>1</sup>	-24,6 <sup>1</sup>	100 <sup>1</sup>	154 <sup>2</sup>	44% <sup>2</sup>	9% <sup>2</sup>	24% <sup>2</sup>	9% <sup>2</sup>	45% <sup>1</sup>	1,2 <sup>1</sup>

Värderingen av Water utgår från en EV/S-multipel, vilken appliceras på 2024 års estimerade omsättning. Sett till värderingen LTM så värderas peer-gruppen (median) till EV/S 1,6x, men det finns skillnader mellan Water och jämförelsebolagen vilka bör tas i beaktning. Givet att Lyckegård som concern och Water som affärsområde är mindre både sett till börsvärde och omsättning, motiveras en värderingsrabatt gentemot peer-gruppen. Beträffande lönsamheten så uppvisar Water en högre bruttomarginal, vilket innebär att den omsättning som ska täcka rörelsekostnaderna blir mer värd, och således indikerar en högre lönsamhet vid högre försäljningsvolym. Sett till EBITDA-marginalen uppvisade affärsområdet Water en något lägre EBITDA-marginal än peer-gruppen år 2022, däremot har lönsamheten utvecklats starkt under H1-23, då EBITDA-marginalen uppgick till 20 % och under helåret 2023 estimeras den till ca 13 %, således anser Analyst Group sammantaget att en värderingspremie motiveras avseende lönsamheten.

Gällande tillväxt uppvisar Water en något lägre tillväxt under de tre senaste åren, däremot en högre tillväxt Y-Y, vilket anses medföra en värderingspremie. Slutligen har Lyckegård som concern en liknande kapitalstruktur som peer-gruppen i termer av soliditet och skuldsättningsgrad. Mot bakgrund av ovan resonemang appliceras en målmultipel om EV/S 1,3x på Waters estimerade omsättning år 2024 om ca 192 MSEK<sup>3</sup>, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 241 MSEK.

## Värdering: en sammanfattning

**5,5 kr**  
i ett Base  
scenario

Givet ett bolagsvärde om 62 MSEK för Soil & Seed samt 241 MSEK för Water, härleds ett totalt bolagsvärde (Enterprise Value) för Lyckegård om 303 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,4 % ger det, efter tillägg av nettoskuld, ett potentiellt nuvärde per aktie om 5,5 kr i ett Base scenario.

För att ge ytterligare bäring till värderingen, och som stöd till relativvärderingen, har Lyckegård även värderats genom en DCF-värdering. DCF-modellen indikerar ett potentiellt nuvärde per aktie om 6,1 kr, vilket därmed är i nära linje med relativvärderingen. Även om DCF-värderingen inte indikerar exakt samma värde som relativvärderingen, ser vi den ändå som ett relevant stöd<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>Avser Lyckegård som concern

<sup>2</sup>Avser affärsområdet Water år 2022 proforma

<sup>3</sup>Fullständiga finansiella prognoser för Water återfinns i appendix s. 17

<sup>4</sup>Full DCF-modell återfinns i appendix på s. 18

### Bull scenario

I ett Bull scenario väntas Soil & Seed uppvisa en snabbare expansion på den europeiska marknaden till följd av en högre investeringsvilja hos lantbrukare avseende redskap för ett hållbart och ekologiskt jordbruk. Den ökade investeringsviljan väntas drivas dels av en ökad vilja hos lantbrukare att bedriva ett hållbart jordbruk, dels subventioner från EU avseende exempelvis maskiner för att bedriva ett hållbart jordbruk, likt Lyckegårds redskap. Vidare väntas även produktutveckling i termer av nya modeller av befintliga produkter kunna accelerera tillväxten vid ett starkt mottagande från marknaden, exempelvis den nya modellen av Cameleon som väntas presenteras i slutet av år 2023. I ett Bull scenario väntas omsättningen inom Soil & Seed växa från 45 MSEK år 2022 till 102 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 18 %.

Beträffande affärsområdet Water väntas i ett Bull scenario en snabbare tillväxt än i ett Base scenario, bl.a. till följd av att de intäktssynergier och korsförsäljningsmöjligheter som väntas uppkomma mellan de båda dotterbolagen Östorps och KSAB kan utnyttjas på ett än bättre sätt. Dessa intäktssynergier avser främst korsförsäljning, där Östorps väntas kunna sälja pumpstationer till KSAB:s kunder på golfmarknaden, KSAB innehar ca 75 % av den svenska golfmarknaden. I ett Bull scenario väntas omsättningen inom Water växa från 154 MSEK år 2022 (proforma) till 305 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 15 %.

Gällande kostnaderna så väntas bruttokostnaderna i ett Bull scenario till stor del följa omsättningen inom de båda affärsområdena, varför Analyst Group estimerar en bruttomarginal i nära linje med ett Base scenario, vilken estimeras uppgå till 42 % år 2023 och växa till 46 % år 2027. Däremot väntas Lyckegård kunna skala upp försäljningen utan att behöva öka de externa kostnaderna i lika stor utsträckning genom att kostnader såsom utvecklingskostnader kan hållas konstanta vid en uppskalning. Däremot, i termer av absoluta tal, väntas de externa kostnaderna vara högre än i ett Base scenario, vilket är hänförligt till att exempelvis fraktkostnader väntas öka.

I ett Bull scenario appliceras en målmultipel om EV/S 1,1x på Soil & Seeds estimerade omsättning år 2024 om ca 68 MSEK, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 74 MSEK. Vidare appliceras en målmultipel om EV/S 1,4x på Waters estimerade omsättning år 2024 om ca 204 MSEK, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 286 MSEK. Givet ett bolagsvärde om 74 MSEK för Soil & Seed samt 286 MSEK för Water, härleds ett totalt bolagsvärde (Enterprise Value) för Lyckegård om 360 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,4 % ger det, efter tillägg av nettoskuld, ett potentiellt nuvärde per aktie om 6,6 kr i ett Bull scenario.

**6,6 kr**  
i ett Bull  
scenario

### Bear scenario

I ett Bear scenario väntas ett fortsatt tufft makroklimat hämma lantbrukares investeringsvilja, likt det gjorde under år 2022, vilket således bidrar till en svagare försäljning avseende Lyckegårds redskap för ett hållbart och ekologiskt jordbruk. I ett Bear scenario väntas omsättningen inom Soil & Seed växa från 45 MSEK år 2022 till 59 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 6 %.

Vidare väntas även en svagare försäljningsutveckling beträffande affärsområdet Water, då nämnda intäktssynergier inte realiserar på samma vis som i ett Base scenario. I ett Bear scenario väntas omsättningen inom Water växa från 154 MSEK år 2022 (proforma) till 185 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 4 %.

Avseende kostnader så väntas i ett Bear scenario en något lägre bruttomarginal än i ett Base scenario, vilket antas vara hänförligt till att en lägre omsättning inom Soil & Seed medför lägre eftermarknadsintäkter, vilket därmed bidrar till en lägre bruttomarginal. Gällande rörelsekostnaderna så estimeras de till stor del vara konstanta i förhållande till omsättning. I ett Bear scenario väntas positivt kassaflöde uppvisas först under år 2024, varför ytterligare kapitalanskaffningar inte kan uteslutas.

I ett Bear scenario appliceras en målmultipel om EV/S 0,5x på Soil & Seeds estimerade omsättning år 2024 om ca 51 MSEK, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 26 MSEK. Vidare appliceras en målmultipel om EV/S 0,6x på Waters estimerade omsättning år 2024 om ca 162 MSEK, vilket resulterar i ett fundamentalt bolagsvärde om ca 94 MSEK. Givet ett bolagsvärde om 26 MSEK för Soil & Seed samt 94 MSEK för Water, härleds ett totalt bolagsvärde (Enterprise Value) för Lyckegård om 120 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,4 % ger det, efter tillägg av nettoskuld, ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,0 kr i ett Bear scenario.

**2,0 kr**  
i ett Bear  
scenario

## Christian Bjärntoft, VD

Christian är VD för Lyckegård sedan år 2019 och innehar en ekonomie masterexamen från Lunds universitet. Tidigare erfarenheter inkluderar olika roller inom försäljning, marknad och affärsutveckling på bolag som Nilfisk och AkzoNobel. *Christian innehar 341 628 aktier (0,8 %) och totalt ca 699 155 teckningsoptioner.*

## Daniel Nilsson, CFO

Daniel är CFO sedan år 2020 och innehar en ekonomie magisterexamen från Lunds universitet. Tidigare erfarenheter innefattar ekonomiansvarig på ett av Sandvik AB:s dotterbolag samt konsult via sitt helägda bolag LDN Företagskonsult AB. *Daniel innehar 378 726 aktier (0,9 %) och totalt ca 111 889 teckningsoptioner.*

## Anders Holm, Styrelseordförande

Anders är styrelseordförande sedan år 2020 och är verksam som investerare och entreprenör, där han idag är VD för Aqilles Invest. Han är aktiv som styrelsemedlem i ett antal små och medelstora bolag, bland annat som styrelseordförande i Tyringe Konsult AB, Kullander i Sverige AB, Securifid AB och Qeep Sverige AB. *Anders äger 48 % av kapitalet och rösterna i Aqilles Invest, vilka äger 1 480 302 aktier (3,4 %) i Lyckegård. Vidare äger Anders 513 000 aktier (1,2 %) privat.*

## Hans Bergengren, Styrelseledamot

Hans är styrelseledamot sedan år 2013 och är en lantmästare samt tidigare lantbrukare på Hjularöds Gods. Vidare äger Hans ett antal fastigheter och industribolag. Hans innehar även flera parallella styrelseuppdrag, bl.a. sitter han som ordförande i Aktiebolaget Hörby Bruk samt Aktiebolaget Futuritas. *Hans innehar 4 531 485 aktier (10,4 %).*

## Anita Sindberg, Styrelseledamot

Anita är styrelseledamot sedan år 2020 och har ca 20 års erfarenhet från olika ledande befattningar inom management, affärsutveckling och hållbarhet, bl.a. inom food tech, agritech och kemisk industri. *Anita innehar 38 357 aktier (0,1 %).*

## Ulf Annvik, Styrelseledamot

Ulf är styrelseledamot sedan år 2019 och är VD för Entreprenörinvest Sverige AB, ett investmentbolag vilka är delägare i 18 bolag i Sverige, däribland Lyckegård. Ulf har varit VD för flera olika bolag under de senaste 23 åren och har således stor erfarenhet av affärsutveckling. Ulf sitter även i flertalet styrelser, bl.a. Work System Sweden AB och Skolon AB. *Ulf är VD för Entreprenörinvest, vilka äger 4 290 331 aktier (9,8 %).*

## Fredrik Lundén, Styrelseledamot

Fredrik har varit styrelseledamot sedan år 2021 och är egen företagare med inriktning på styrelsearbete och rekryteringar inom den gröna sektorn. Fredrik har verkat över 20 år i internationella sälj och marknadsdirektörs roller inom Väderstad och Monsanto, vilka är stora varumärken i Lyckegårds bransch. Han äger och driver dessutom ett eget lantbruk. *Fredrik innehar 98 367 aktier (0,2 %).*

## Lars Askling, Styrelseledamot

Lars är styrelseledamot sedan år 2021 och är grundare av Gothia Redskap & Ekoväxt Aktiebolag, vilka förvärvades av Lyckegård år 2021. Han har drivit ekogård sedan 90-talet och är ägare av LJK Fastighet AB som är Lyckegårds största ägare, Lars är anställd som Product Development Manager i Bolaget. *Lars äger 3 272 515 aktier (7,5 %) i Lyckegård via sitt helägda bolag LJK Fastigheter AB.*

# Appendix

Base scenario (MSEK)	2022	2022 Proforma	2023E	2023E Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	54,3	199,0	178,1	222,4	253,3	283,0	314,1	339,3
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	4,0	6,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>66,0</b>	<b>210,7</b>	<b>184,6</b>	<b>228,9</b>	<b>258,8</b>	<b>287,5</b>	<b>317,6</b>	<b>341,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-24,2	-33,8	-34,9	-40,1	-44,6	-49,9	-54,1
Handelsvaror	-16,4	-96,2	-70,4	-92,0	-102,8	-113,9	-124,6	-133,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>25,4</b>	<b>90,3</b>	<b>80,5</b>	<b>102,0</b>	<b>115,9</b>	<b>129,0</b>	<b>143,1</b>	<b>154,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	25,2%	39,5%	41,5%	42,9%	43,6%	44,0%	44,4%	44,6%
Övriga externa kostnader	-17,3	-40,6	-27,9	-35,4	-36,1	-38,3	-40,1	-40,8
Personalkostnader	-21,1	-50,7	-35,9	-44,3	-47,4	-51,3	-55,1	-57,0
Övriga rörelsekostnader	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>-12,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>16,6</b>	<b>22,2</b>	<b>32,3</b>	<b>39,2</b>	<b>47,8</b>	<b>56,1</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-45,2%	-6,4%	5,7%	7,1%	10,6%	12,3%	14,1%	15,8%
Avskrivningar	-6,2	-6,2	-16,1	-16,1	-18,4	-18,9	-15,1	-11,0
<b>EBIT</b>	<b>-19,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,1</b>	<b>13,9</b>	<b>20,3</b>	<b>32,8</b>	<b>45,1</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-56,6%	-9,5%	-3,4%	-0,2%	3,3%	5,6%	9,3%	12,6%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Räntekostnader	-3,1	-3,1	-3,6	-3,6	-2,5	-1,9	-1,7	-1,4
<b>EBT</b>	<b>-22,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>11,5</b>	<b>18,5</b>	<b>31,2</b>	<b>43,8</b>
Skatt	-0,2	-0,2	0,0	-0,6	-2,5	-4,0	-6,7	-9,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-22,3</b>	<b>-10,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>9,1</b>	<b>14,5</b>	<b>24,5</b>	<b>34,4</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-62,6%	-11,1%	-5,3%	-2,0%	1,4%	3,5%	6,7%	9,4%
<b>Nyckeltal, Base scenario</b>	<b>2022</b>	<b>2022 Proforma</b>	<b>2023E</b>	<b>2023E Proforma</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
P/S	1,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/S	2,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	6,7	5,0	3,4	2,8	2,3	2,0
EV/EBIT	neg.	neg.	214,2	18,1	8,0	5,5	3,4	2,5
P/E	neg.	neg.	neg.	46,6	10,6	6,6	3,9	2,8

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.



Soil & seed (Base scenario)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	44,7	52,3	61,7	70,9	80,8	88,9
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>56,4</b>	<b>58,8</b>	<b>67,2</b>	<b>75,4</b>	<b>84,3</b>	<b>91,4</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-20,4	-24,1	-26,9	-30,7	-33,8
Handelsvaror	-10,2	-12,5	-14,8	-17,0	-18,6	-20,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>22,0</b>	<b>25,8</b>	<b>28,3</b>	<b>31,4</b>	<b>35,0</b>	<b>37,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	23,1%	37,0%	37,0%	38,0%	39,0%	39,0%
Övriga externa kostnader	-16,5	-12,0	-11,4	-12,1	-12,1	-12,5
Personalkostnader	-19,6	-13,1	-14,2	-15,6	-17,0	-17,8
Övriga rörelsekostnader						
<b>EBITDA</b>	<b>-14,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	3,0%	5,0%

Water (Base scenario)	2022 Proforma	2023E	2023 Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	154,4	125,8	170,1	191,6	212,0	233,2	250,3
Aktiverat arbete för egen räkning							
Övriga rörelseintäkter							
<b>Totala intäkter</b>	<b>154,4</b>	<b>125,8</b>	<b>170,1</b>	<b>191,6</b>	<b>212,0</b>	<b>233,2</b>	<b>250,3</b>
Råvaror och förnödenheter	-12,7	-13,4	-14,5	-16,0	-17,6	-19,1	-20,3
Handelsvaror	-73,3	-57,8	-79,4	-88,0	-96,9	-106,1	-113,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>68,3</b>	<b>54,6</b>	<b>76,1</b>	<b>87,6</b>	<b>97,5</b>	<b>108,1</b>	<b>116,8</b>
Bruttomarginal	44,3%	43,4%	44,8%	45,7%	46,0%	46,3%	46,6%
Övriga externa kostnader	-24,1	-15,8	-23,4	-24,6	-26,3	-28,0	-28,3
Personalkostnader	-31,1	-22,8	-31,2	-33,2	-35,7	-38,1	-39,2
Övriga rörelsekostnader							
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>16,0</b>	<b>21,6</b>	<b>29,7</b>	<b>35,6</b>	<b>42,0</b>	<b>49,3</b>
EBITDA-marginal	8,5%	12,7%	12,7%	15,5%	16,8%	18,0%	19,7%

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Appendix

DCF - Base scenario (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal Value
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>13,9</b>	<b>20,3</b>	<b>32,8</b>	<b>45,1</b>	<b>42,9</b>	<b>44,7</b>	<b>44,9</b>	<b>46,3</b>	<b>47,2</b>	<b>48,1</b>
Skatt	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>EBIT (1-skatt)</b>	<b>0,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,0</b>	<b>25,7</b>	<b>35,5</b>	<b>33,7</b>	<b>35,1</b>	<b>35,3</b>	<b>36,4</b>	<b>37,1</b>	<b>37,8</b>
+ Avskrivningar	16,1	18,4	18,9	15,1	11,0	3,0	2,5	1,9	1,9	2,0	2,0
- Capex	-6,0	-6,0	-5,0	-3,1	-3,4	-2,5	-2,5	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
Förändringar i rörelsekapital	-7,6	-4,2	-0,9	-0,3	1,5	0,0	1,0	1,1	1,3	1,9	0,5
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>2,9</b>	<b>19,2</b>	<b>29,0</b>	<b>37,4</b>	<b>44,6</b>	<b>34,2</b>	<b>36,2</b>	<b>36,4</b>	<b>37,6</b>	<b>39,0</b>	<b>38,3</b>

Diskonteringsperiod	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
Diskonteringsfaktor	0,92	0,82	0,73	0,65	0,57	0,51	0,45	0,40	0,36	0,32	0,32
<b>DCF - Värdet av diskonterade kassaflöden</b>	<b>2,7</b>	<b>15,6</b>	<b>21,0</b>	<b>24,1</b>	<b>25,6</b>	<b>17,5</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>13,5</b>	<b>12,5</b>	<b>118,3</b>

DCF-värdering	
WACC	12,4%
Nuvärde fria kassaflöden	163 761 412
Terminalvärde	118 296 006
<b>Enterprise Value</b>	<b>282 057 418</b>
Nettoskuld	14 663 697
<b>Börsvärde</b>	<b>267 393 721</b>
Antal aktier	43 656 827
<b>Värde per aktie</b>	<b>6,1</b>

# Appendix

Bull scenario (MSEK)	2022	2022 Proforma	2023E	2023E Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	54,3	199,0	186,2	232,1	271,5	316,3	363,7	406,4
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	4,0	6,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>66,0</b>	<b>210,7</b>	<b>192,7</b>	<b>238,6</b>	<b>277,0</b>	<b>320,8</b>	<b>367,2</b>	<b>408,9</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-36,9	-35,5	-36,7	-42,2	-48,3	-55,2	-61,2
Handelsvaror	-16,4	-83,5	-72,9	-95,1	-108,2	-124,5	-140,0	-155,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>25,4</b>	<b>90,3</b>	<b>84,3</b>	<b>106,8</b>	<b>126,6</b>	<b>147,9</b>	<b>172,0</b>	<b>191,8</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	25,2%	39,5%	41,8%	43,2%	44,6%	45,3%	46,3%	46,6%
Övriga externa kostnader	-17,3	-40,6	-27,0	-34,3	-38,9	-43,0	-47,6	-50,1
Personalkostnader	-21,1	-50,7	-35,2	-43,5	-48,9	-54,7	-61,1	-64,6
Övriga rörelsekostnader	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>-12,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>22,0</b>	<b>28,9</b>	<b>38,7</b>	<b>50,1</b>	<b>63,3</b>	<b>77,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-45,2%	-6,4%	8,3%	9,7%	12,2%	14,4%	16,4%	18,3%
Avskrivningar	-6,2	-6,2	-16,1	-16,1	-18,4	-18,9	-15,1	-11,0
<b>EBIT</b>	<b>-19,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>12,8</b>	<b>20,3</b>	<b>31,2</b>	<b>48,2</b>	<b>66,0</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-56,6%	-9,5%	neg.	2,7%	5,4%	8,4%	12,3%	15,6%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Räntekostnader	-3,1	-3,1	-3,6	-3,6	-2,5	-1,9	-1,7	-1,4
<b>EBT</b>	<b>-22,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>2,4</b>	<b>9,3</b>	<b>17,9</b>	<b>29,4</b>	<b>46,6</b>	<b>64,7</b>
Skatt	-0,2	-0,2	-0,5	-2,0	-3,8	-6,3	-10,0	-13,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-22,3</b>	<b>-10,4</b>	<b>1,9</b>	<b>7,3</b>	<b>14,1</b>	<b>23,1</b>	<b>36,7</b>	<b>50,9</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	0,4%	3,2%	5,9%	9,1%	11,9%
Nyckeltal, Bull scenario	2022	2022 Proforma	2023E	2023E Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
P/S	1,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/S	2,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	5,0	3,8	2,9	2,2	1,7	1,4
EV/EBIT	neg.	neg.	18,8	8,6	5,5	3,5	2,3	1,7
P/E	neg.	neg.	51,0	13,1	6,8	4,2	2,6	1,9

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

Soil & seed (Bull scenario)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	44,7	56,7	67,5	79,7	91,6	101,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>56,4</b>	<b>63,2</b>	<b>73,0</b>	<b>84,2</b>	<b>95,1</b>	<b>104,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-21,6	-25,0	-28,7	-33,0	-36,6
Handelsvaror	-10,2	-13,0	-14,9	-16,7	-18,3	-20,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>22,0</b>	<b>28,6</b>	<b>33,2</b>	<b>38,8</b>	<b>43,8</b>	<b>47,2</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	23,1%	39,0%	41,0%	43,0%	44,0%	44,0%
Övriga externa kostnader	-16,5	-11,3	-12,8	-14,3	-15,6	-16,3
Personalkostnader	-19,6	-13,6	-14,9	-16,7	-18,3	-19,3
Övriga rörelsekostnader						
<b>EBITDA</b>	<b>-14,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,5</b>	<b>7,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,7</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	0,0%	4,0%	7,0%	9,0%

Water (Bull scenario)	2022 Proforma	2023E	2023 Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	154,4	129,4	175,3	204,0	236,6	272,1	304,7
Aktiverat arbete för egen räkning							
Övriga rörelseintäkter							
<b>Totala intäkter</b>	<b>154,4</b>	<b>129,4</b>	<b>175,3</b>	<b>204,0</b>	<b>236,6</b>	<b>272,1</b>	<b>304,7</b>
	0,0						
Råvaror och förnödenheter	-12,7	-13,9	-15,1	-17,2	-19,7	-22,2	-24,6
Handelsvaror	-73,3	-59,8	-82,0	-93,4	-107,8	-121,7	-135,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>68,3</b>	<b>55,7</b>	<b>78,2</b>	<b>93,4</b>	<b>109,1</b>	<b>128,2</b>	<b>144,6</b>
Bruttomarginal	44,3%	43,0%	44,6%	45,8%	46,1%	47,1%	47,4%
Övriga externa kostnader	-24,1	-15,6	-23,0	-26,0	-28,6	-32,0	-33,8
Personalkostnader	-31,1	-21,6	-29,9	-34,1	-37,9	-42,7	-45,3
Övriga rörelsekostnader							
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>18,4</b>	<b>25,4</b>	<b>33,3</b>	<b>42,6</b>	<b>53,5</b>	<b>65,5</b>
EBITDA-marginal	8,5%	14,2%	14,5%	16,3%	18,0%	19,6%	21,5%

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Appendix

Bear scenario (MSEK)	2022	2022 Proforma	2023E	2023E Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	54,3	199,0	163,5	204,0	213,1	224,3	236,1	243,7
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	4,0	6,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>66,0</b>	<b>210,7</b>	<b>170,0</b>	<b>210,5</b>	<b>218,6</b>	<b>228,8</b>	<b>239,6</b>	<b>246,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-36,9	-32,2	-33,2	-34,9	-36,7	-38,7	-40,1
Handelsvaror	-16,4	-83,5	-65,1	-85,0	-86,8	-91,3	-96,1	-99,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>25,4</b>	<b>90,3</b>	<b>72,7</b>	<b>92,2</b>	<b>97,0</b>	<b>100,7</b>	<b>104,8</b>	<b>107,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	25,2%	39,5%	40,5%	42,0%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%
Övriga externa kostnader	-17,3	-40,6	-27,2	-34,5	-34,6	-34,7	-35,8	-36,5
Personalkostnader	-21,1	-50,7	-34,5	-42,6	-44,1	-44,7	-45,2	-44,9
Övriga rörelsekostnader	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>-12,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>10,8</b>	<b>15,0</b>	<b>18,2</b>	<b>21,3</b>	<b>23,6</b>	<b>25,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-45,2%	-6,4%	2,7%	4,1%	6,0%	7,5%	8,5%	9,4%
Avskrivningar	-6,2	-6,2	-16,1	-16,1	-18,4	-18,9	-15,1	-11,0
<b>EBIT</b>	<b>-19,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>14,5</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-56,6%	-9,5%	neg.	neg.	neg.	neg.	2,1%	4,9%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Räntekostnader	-3,1	-3,1	-3,6	-3,6	-2,5	-1,9	-1,7	-1,4
<b>EBT</b>	<b>-22,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,5</b>	<b>6,9</b>	<b>13,2</b>
Skatt	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,5	-2,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-22,3</b>	<b>-10,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>5,4</b>	<b>10,4</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,8%	3,2%
<b>Nyckeltal, Bear scenario</b>	<b>2022</b>	<b>2022 Proforma</b>	<b>2023E</b>	<b>2023E Proforma</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
P/S	1,8	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/S	2,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	10,2	7,4	6,1	5,2	4,7	4,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	47,6	13,0	7,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	254,6	17,7	9,3

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Appendix

Soil & seed (Bear scenario)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	44,7	48,2	51,1	53,7	56,4	58,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Övriga rörelseintäkter	7,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>56,4</b>	<b>54,7</b>	<b>56,6</b>	<b>58,2</b>	<b>59,9</b>	<b>61,1</b>
Råvaror och förnödenheter	-24,2	-19,8	-21,0	-22,0	-23,1	-24,0
Handelsvaror	-10,2	-11,6	-12,3	-12,9	-13,5	-14,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>22,0</b>	<b>23,4</b>	<b>23,4</b>	<b>23,3</b>	<b>23,2</b>	<b>23,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	23,1%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Övriga externa kostnader	-16,5	-12,1	-11,8	-11,3	-11,8	-11,7
Personalkostnader	-19,6	-13,0	-13,8	-14,0	-14,1	-14,1
Övriga rörelsekostnader						
<b>EBITDA</b>	<b>-14,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Water (Bear scenario)	2022 Proforma	2023E	2023 Proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	154,4	115,2	155,7	162,0	170,6	179,7	185,1
Aktiverat arbete för egen räkning							
Övriga rörelseintäkter							
<b>Totala intäkter</b>	<b>154,4</b>	<b>115,2</b>	<b>155,7</b>	<b>162,0</b>	<b>170,6</b>	<b>179,7</b>	<b>185,1</b>
Råvaror och förnödenheter	-12,7	-12,4	-13,5	-13,9	-14,7	-15,6	-16,0
Handelsvaror	-73,3	-53,5	-73,5	-74,5	-78,4	-82,6	-85,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>68,3</b>	<b>49,3</b>	<b>68,8</b>	<b>73,6</b>	<b>77,4</b>	<b>81,5</b>	<b>84,0</b>
Bruttomarginal	44,3%	42,8%	44,2%	45,4%	45,4%	45,4%	45,4%
Övriga externa kostnader	-24,1	-15,1	-22,4	-22,8	-23,4	-24,0	-24,7
Personalkostnader	-31,1	-21,5	-29,6	-30,3	-30,7	-31,2	-30,9
Övriga rörelsekostnader							
<b>EBITDA</b>	<b>13,1</b>	<b>12,6</b>	<b>16,8</b>	<b>20,5</b>	<b>23,3</b>	<b>26,4</b>	<b>28,4</b>
EBITDA-marginal	8,5%	11,0%	10,8%	12,7%	13,7%	14,7%	15,3%

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Lyckegård Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.