

Till ledningen för:  
Lyckegård Group AB  
Trollebergsvägen 102-28  
245 61 Staffanstorps

## VÄRDERINGSUTLÅTANDE

### Till ledningen för Lyckegård Group AB

Lyckegård Group AB har efterfrågat ett utlåtande ("Utlåtandet") om en utomstående värdering av bolagets affärsområde Soil & Seed ("Soil & Seed") i samband med en strategisk översyn av affärsområdet, vilken kan medföra att delar av, eller hela, affärsområdet Soil & Seed kan komma att avyttras genom försäljning eller utdelning och notering på lämplig marknadsplats.

Utlåtandet om värdering har genomförts baserat på publikt tillgänglig information om primärt Soil & Seed. Värderingsutlåtandet av Soil & Seed har genomförts på objektiva kriterier i den utsträckning det är möjligt, baserat på allmänt accepterade och erkända värderingsmetoder som anses nödvändiga och tillämpbara. Värderingen är i huvudsak baserad på kommersiella, ekonomiska och andra tillgängliga villkor som kan valideras per värderingsdatumet.

**Med förbehåll för ovanstående och andra omständigheter som har bedömts vara relevanta, ges en uppfattning från och med dagen för detta Utlåtande, att en tänkbar värderingsnivå av affärsområdet Soil & Seed, är inom intervallet 28–34 MSEK på 2024 års prognos, därmed 12 månader framåtblickande.**

**För fullständig härledning av gjord värdering, vänligen se Appendix i detta dokument.**

- Om Soil & Seed
- Finansiell historik
- Finansiella prognoser
- Värdering

För att leverera Utlåtandet kommer en fast avgift erhållas. Avgiften är oberoende av Utlåtandet. Från och med dagen för detta Utlåtande finns ett pågående uppdrag för Lyckegård Group AB. Detta uppdrag har inte påverkat bedömningarna i detta Utlåtande. Utlåtandet är daterat den 13 mars 2024 och värderingsdatumet är den 13 mars 2024. Händelser eller information som inträffar efter angivet datum har inte varit föremål för behandling i detta Utlåtande.

Utvärderingar av denna typ kommer alltid att innehålla ett element av osäkerhet, och även om rimlig omsorg och ansträngningar har utförts tas inte något juridiskt eller ekonomiskt ansvar relaterat till Utlåtandet eller för några konsekvenser som följer av att agera eller förlita sig på Utlåtandet. Detta Utlåtande representerar inte en rekommendation till Lyckegård Group AB och dess ledning, styrelse eller aktieägare.

AG Equity Research AB

Stockholm den 13 mars 2024

# Appendix

## 1. Om Soil & Seed

Soil & Seed är ett affärsområde inom Lyckegård Group AB som består av två dotterbolag, Lyckegård Soil & Seed AB samt Lyckegård Finland OY AB. Fram tills hösten år 2022 bestod Lyckegård Group AB endast av det som idag utgör affärsområdet Soil & Seed, därefter har tre bolag inom bevattnings förvärvats, varefter affärsområdet Water & Outdoor har bildats. Således består Lyckegård Group AB:s historik före hösten år 2022 endast av Soil & Seed.

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 inom Soil & Seed 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, något som skapar ett mer hållbart och miljövänligt jordbruk. Produkterna används av ekologiska odlare såväl som konventionella odlare som vill minska användningen av bekämpningsmedel.

*Cameleon* är Lyckegårds enskilt viktigaste produkt inom Soil & Seed och är det redskap som står för störst del av omsättningen. *Cameleons* unikheter sitter i dess flexibilitet, då den kan användas för radhackning, sådd och gödningsmyllning. Således kan *Cameleon* som enskild maskin utföra arbete vilket en lantbrukare annars skulle behöva använda flera maskiner till, varför konkurrensfördelen för produkten sitter. Soil & Seed har nyligen presenterat en ny förbättrad version av maskinen, *Cameleon Next Generation*. Den nya versionen innehar en transportbredd om 3 meter och pneumatiska bromsar, vilket är lagkrav inom EU, samt är utrustad med ISOBUS som möjliggör att maskinen kan styras från traktorns standardskärm, alternativt en ny extern skärm. *Cameleon Next Generation* är ett steg mot att öka försäljningen i Europa utöver Norden, då europeiska länder generellt har en lägre andel ekologiskt odlad mark, men som förväntas öka, bl.a. genom EU:s målsättning om att 25 % av dess odlade mark ska vara ekologisk år 2030, jämfört med 10 % år 2021.

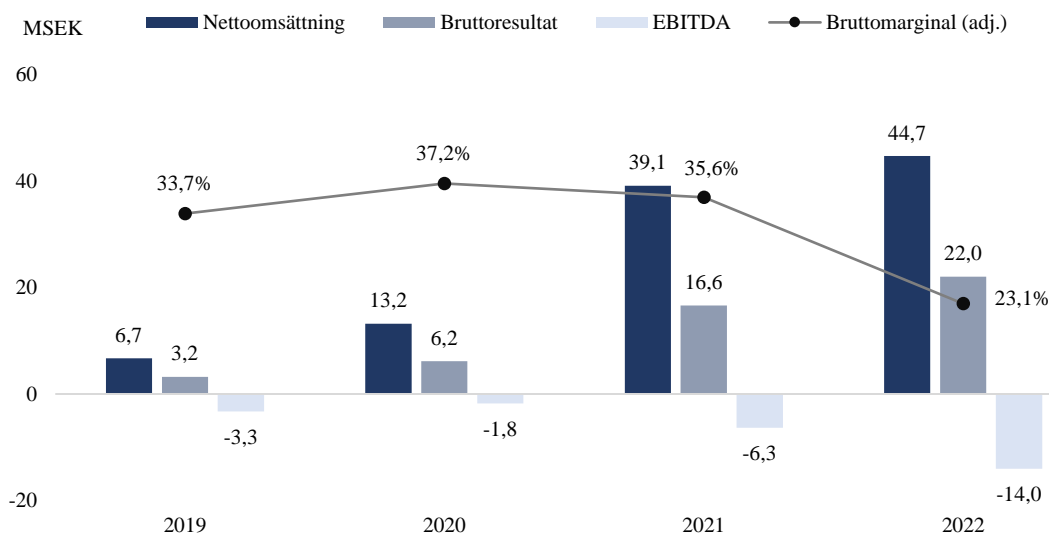
## 2. Finansiell historik

Följande avsnitt är baserad på publik information, vilket innefattar årsredovisningar från Lyckegård Group AB för åren 2019–2022. Avseende år 2022 har Analyst Group estimerat resultatet för Soil & Seed eftersom förvärvet av Östorps bevattningsområde, tillhörande affärsområdet Water & Outdoor, ingår i Lyckegård Group AB:s siffror från oktober år 2022.

**Tabell 1 och Diagram 1. Sammanfattning av Soil & Seeds finansiella historik.**

I nedan tabell framgår den finansiella historiken för Soil & Seed år 2019–2022.

Finansiell historik, MSEK	2019	2020	2021	2022
Nettoomsättning	6,7	13,2	39,1	44,7
<i>Tillväxt Y-Y</i>	-23,8%	98,1%	195,9%	14,2%
Aktiverat arbete för egen räkning	0,8	1,2	2,1	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,1	0,6	7,8
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,6</b>	<b>14,5</b>	<b>41,8</b>	<b>56,4</b>
Råvaror och förnödenheter	-4,4	-7,1	-15,9	-24,2
Handelsvaror	0,0	-1,2	-9,3	-10,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,2</b>	<b>6,2</b>	<b>16,6</b>	<b>22,0</b>
<i>Bruttomarginal (adj.)<sup>1</sup></i>	33,7%	37,2%	35,6%	23,1%
Övriga externa kostnader	-3,2	-3,9	-9,8	-16,5
Personalkostnader	-3,3	-3,9	-13,1	-19,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,2	-0,1	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-14,0</b>
<i>EBITDA-marginal (adj.)<sup>1</sup></i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>



<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

Den stora torkan under år 2018 påverkade Soil & Seeds försäljning negativt under nästkommande år till följd av minskad investeringsvilja hos lantbrukare, varför omsättningen minskade med 23,8 % till 6,7 MSEK år 2019 med ett negativt EBITDA-resultat om -3,3 MSEK. Under året genomförde Lyckegård Group AB en strategiförändring som innebar att produktportföljen ämnades breddas, varför ett avtal med BT Agro Oy AB ingicks under året om att förvärva produkt- och försäljningsrättigheterna till produkten Kwickinn. Omsättningen växte sedan med 98,1 % till 13,2 MSEK, till stor del genom det genomförda förvärvet. Under året påverkade coronapandemin försäljningen negativt då investeringsviljan hos lantbrukare minskade. Däremot bidrog omsättningstillväxten i kombination med en förbättrad bruttomarginal samt en stabil kostnadsbas till en förbättrad lönsamhet under året, där EBITDA-resultatet uppgick till -1,8 MSEK (-3,3).

Under år 2021 förvärvade Lyckegård Group AB 100 % av aktierna i Gothia Redskap & Ekoväxt, där maskinen Cameleon ingick. Omsättningen under år 2021 växte med 195,9 % och uppgick till 39,1 MSEK, bl.a. till följd av förvärvet. Samtidigt påverkades bolaget under året av coronarestriktioner, vilket medförde inställda mässor och kundmöten samt minskad investeringsvilja, vilket påverkade försäljningen negativt. Bruttomarginalen minskade något till 35,6 % (37,2 %), hänförligt till ökade inköpspriser. EBITDA-resultatet minskade till -6,3 MSEK (-1,8), främst till följd av integrationskostnader i samband med förvärvet men även förberedelser inför börsnotering.

Under år 2022 uppgick omsättningen inom Soil & Seed till 44,7 MSEK, en tillväxt om 14,2 %, enligt Analyst Groups beräkningar. Samtidigt försämrades EBITDA-resultatet till -14 MSEK (-6,3) som en följd av ökade marknadsattsningar mot den europeiska marknaden. Exempelvis påbörjades arbetet med att utveckla Cameleon Next Generation, vilken sedan presenterades i slutet av år 2023.

### 3. Finansiella prognoser

År 2018 bestod Soil & Seeds produktportfölj 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 en målsättning om att 25 % av regionens totala odlade areal ska vara ekologisk år 2030, vilket anses vara en viktig tillväxt drivare på marknaden. År 2021 uppgick andelen till 10 %, varför stora investeringar väntas komma 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 Soil & Seed säljer. Dessa subventioner uppgår till upp emot 50 % på Lyckegårds produkter, vilket antas ge ett ökat incitament för jordbrukare att investera. 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 anses en viktig tillväxt drivare vara att Soil & Seed fortsätter expansionen till den europeiska marknaden för att leverera en organisk tillväxt. Expansionen väntas drivas av att Soil & Seed erbjuder en komplett produktportfölj för den ekologiska och hållbara lantbrukaren, med redskap som innehar flera fördelar jämfört med konkurrerande produkter.

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 Soil & Seed väntas kunna kapitalisera på genom dess redskap för mekanisk ogräsbekämpning.

För år 2023 estimeras omsättningen i Soil & Seed till ca 38 MSEK, motsvarande en negativ utveckling om ca -15 %. Den minskade omsättningen antas vara hänförlig till ett tufft klimat med hög inflation och stigande räntor, vilket har påverkat lantbrukares investeringsvilja under året. Utvecklingen förväntas fortsätta under främst inledningen av år 2024 för att sedan förbättras successivt under året i takt med förväntad fallande inflation och räntesänkningar, vilket estimeras skapa förutsättningar för tillväxt under främst H2-24, således estimeras en tillväxt om ca 5 % år 2024, motsvarande en omsättning om 40 MSEK. Därefter förväntas tillväxten accelerera ytterligare till 12 % år 2025 motsvarande en omsättning om ca 45 MSEK. Givet nämnda tillväxt drivare estimeras omsättningen växa från 38 MSEK år 2023 till 52 MSEK år 2027, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt om 8 %.

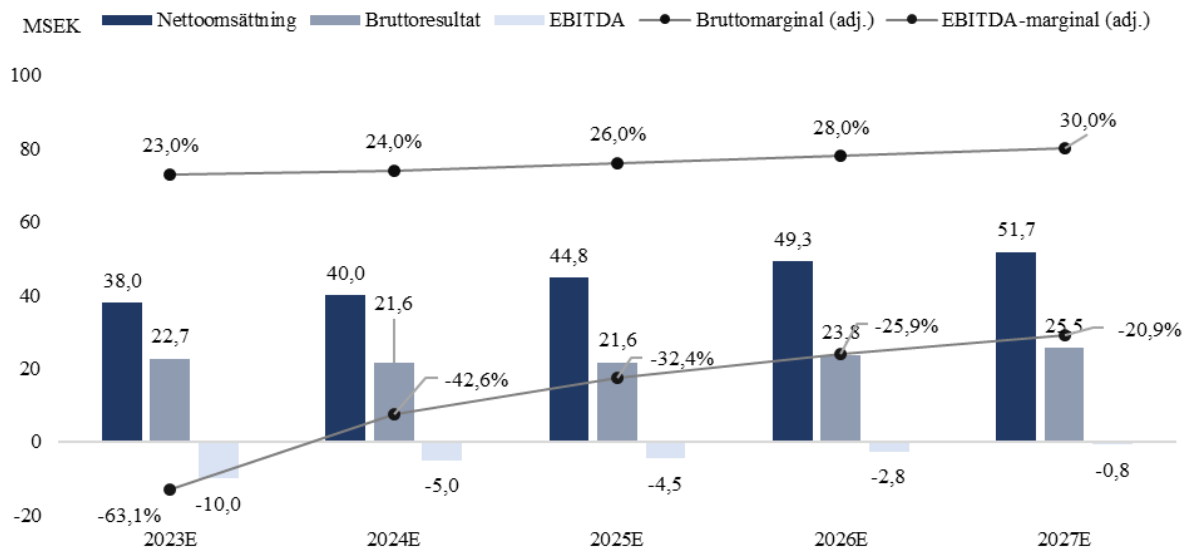
Sett till kostnaderna så förväntas bruttomarginalen stärkas under prognosperioden för att återgå till historiska nivåer i takt med att inköspriser har slutat öka efter pandemin samt att andelen eftermarknadsintäkter, vilka innehar högre marginal, ökar. Vidare har Soil & Seed under år 2023 genomfört ett kostnadsbesparingsprogram med syftet att minska kostnaderna inom affärsområdet. Rörelsekostnaderna estimeras till följd av detta minska med 19 % under år 2024 och således, i kombination med en stärkt bruttomarginal, bidra till den förväntade förbättrade lönsamheten. Under resterande del av prognosperioden antas Soil & Seed kunna skala upp försäljningen utan större ökning i rörelsekostnader, vilket således bidrar till förbättrad lönsamhet, motsvarande ett EBITDA-resultat om -0,8 MSEK år 2027.

**Tabell 2 och Diagram 2. Finansiella prognoser Soil & Seed**

Tabellen och diagrammet nedan visar de finansiella prognoserna avseende Soil & Seed åren 2023–2027

Finansiella prognoser, MSEK	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	38,0	40,0	44,8	49,3	51,7
Tillväxt Y-Y	-14,9%	5,2%	12,0%	10,0%	5,0%
Aktiverat arbete för egen räkning	7,0	7,0	6,0	6,0	6,0
Övriga rörelseintäkter	7,0	5,0	4,0	4,0	4,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>52,0</b>	<b>52,0</b>	<b>54,8</b>	<b>59,3</b>	<b>61,7</b>
Råvaror och förmodenheter	-19,8	-20,8	-22,8	-24,6	-25,3
Handelsvaror	-9,5	-9,6	-10,3	-10,8	-10,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>22,7</b>	<b>21,6</b>	<b>21,6</b>	<b>23,8</b>	<b>25,5</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	23,0%	24,0%	26,0%	28,0%	30,0%
Övriga externa kostnader	-15,2	-12,7	-12,5	-13,1	-12,9
Personalkostnader	-16,8	-13,2	-13,4	-13,3	-13,2
Övriga rörelsekostnader	-0,7	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-10,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,8</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

<sup>1</sup>Justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter



## 5. Värdering

Värderingen av affärsområdet Soil & Seed görs genom en peer-värdering där en jämförelse med en peer-grupp inom branschen genomförs. 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 Soil & Seed, jordbrukssektorn, även om vissa verkar inom fler segment. Exempelvis inriktar sig flera av bolagen mot kemiska bekämpningsmedel mot ogräs, olikt Soil & Seed vars produktportfölj i sin helhet adresserar ett hållbart jordbruk genom mekanisk ogräsbekämpning. Likväl finns likheter mellan Soil & Seed och jämförelsebolagen avseende intäktmodell, marknadsstorlek, lönsamhetspotential och risk. För att ge perspektiv på hur Lyckegård står i relation mot peer-gruppen, redogörs samtliga bolagens multiplar, storlek, lönsamhet och tillväxt i tabellerna nedan.

**Tabell 3. Sammanfattning av valda peer-bolag, dess storlek och finansiella estimat.<sup>1</sup>**

I nedan tabell framgår en sammanfattning av peer-bolagens börsvärde, förväntade omsättningstillväxt och förväntade lönsamhet.

Nyckeltal	Börsvärde <sup>2</sup>	Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal		EBIT-marginal	
		Bolag	MSEK	CAGR 2021-2024E	2024E	2023E	2024E
Corteva	387 763	4,0%	2,1%	19,6%	20,5%	12,6%	13,8%
American Vanguard	3 182	3,3%	5,9%	9,3%	11,0%	4,4%	6,4%
FMC	81 492	-3,3%	1,5%	21,8%	21,7%	17,7%	17,4%
Valmont Industries	44 523	5,3%	-2,2%	13,9%	14,1%	7,0%	11,5%
ICL Group	65 956	0,1%	-7,5%	23,3%	20,4%	16,2%	13,5%
<i>Soil &amp; Seed</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
Max	387 763	5,3%	5,9%	23,3%	21,7%	17,7%	17,4%
<b>Medelvärde</b>	<b>116 583</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>17,6%</b>	<b>17,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,5%</b>
<b>Median</b>	<b>65 956</b>	<b>3,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>13,5%</b>
Min	3 182	-3,3%	-7,5%	9,3%	11,0%	4,4%	6,4%

**Tabell 4. Sammanfattning av peer-bolagens värderingsmultiplar på 2023 respektive 2024 års estimat.<sup>1</sup>**

I nedan tabell och diagram framgår peer-gruppens börsvärde samt värderingsmultiplar baserat på försäljningen och EBITDA-resultatet utifrån 2023 och 2024 års estimat.

Börsvärde och multiplar	Börsvärde <sup>2</sup>	Värderingsmultiplar			
		P/S		EV/EBITDA	
Bolag	MSEK	2023E	2024E	2023E	2024E
Corteva	387 763	2,2	2,2	11,1	10,4
American Vanguard	3 182	0,5	0,5	9,6	7,6
FMC	81 492	1,8	1,7	10,9	10,8
Valmont Industries	44 523	1,0	1,1	9,1	9,1
ICL Group	65 956	0,9	0,9	4,5	5,5
Max	330 874	2,2	2,2	11,1	10,8
75:e percentilen	234 627	2,0	2,0	11,0	10,6
<b>Medelvärde</b>	<b>116 583</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>
<b>Median</b>	<b>65 956</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>
25:e percentilen	23 853	0,7	0,7	6,8	6,6
Min	3 182	0,5	0,5	4,5	5,5

<sup>1</sup>Data från TIKR, hämtat 2024-03-13

<sup>2</sup>USD/SEK per 2024-03-13

Då affärsområdet Soil & Seed inte är lönsamt idag och inte heller väntas uppvisa lönsamhet under år 2024, så utgår värderingen från försäljningen. Eftersom Soil & Seed är ett affärsområde som ingår i en koncern och fullständiga räkenskaper för affärsområdet inte redovisas är kapitalstrukturen okänd, varför en P/S-multipel appliceras på 2024 års estimerade omsättning. Sett till värderingen på 2024 års omsättning värderas peer-gruppen till P/S 1,1x, men det finns skillnader mellan Soil & Seed och jämförelsebolagen vilka bör tas i beaktning.

Avseende storlek så är Soil & Seed väsentligt mindre än peer-bolagen, vilket motiverar en värderingsrabatt. Genom den större storleken anses jämförelsebolagen ha en mer bevisad affärsmodell än Soil & Seed, vilket således medför att Soil & Seed anses ha en högre risk. Detta är också något som reflekteras i bolagens lönsamhet, där peer-gruppens EBITDA-marginal (median) uppgår till 20,4 % på 2024 års estimat, jämfört med Soil & Seed som väntas uppvisa ett svagt negativt EBITDA-resultat om -5 MSEK år 2024.

Däremot adresserar Soil & Seed omställningen mot ett mer hållbart jordbruk genom mekanisk ogräsbekämpning snarare än kemiska bekämpningsmedel. Marknaden anses stå inför ett skifte mot ett mer hållbart jordbruk och där anses Soil & Seed inneha en stark produktportfölj för att kunna kapitalisera på skiftet. Detta reflekteras bl.a. i Soil & Seeds förväntade omsättningstillväxt, vilken estimeras överstiga peer-gruppen något. Den förväntade omsättningstillväxten år 2024 uppgår till 5,2 % för Soil & Seed, jämfört med 1,5 % (median) för peer-gruppen. Sett till åren 2021–2024 förväntas Soil & Seed växa med en CAGR om 0,7 % jämfört med peer-gruppens 3,3 %. Sammantaget anses en mindre värderingspremie motiveras med hänsyn till en något högre förväntad tillväxt år 2024.

Under år 2023 har flertalet transaktioner gällande onoterade bolag inom mekanisk ogräsbekämpning genomförts. Exempelvis köpte Väderstad AB, ett bolag inom jordbearbetning, sådd och precisionssädd, delar av det danska företaget Thyregod A/S för att bredda sortimentet inom radhackor, 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. Givet att samtliga bolag är onoterade har transaktionsvärden inte kunnat härledas men transaktionerna anses ändå påvisa intresset för redskap inom mekanisk ogräsbekämpning och den omställning som väntas ske på jordbruksmarknaden framgent.

Mot bakgrund av ovan resonemang appliceras en konservativ värderingsrabatt om 20 %–34 % jämfört med peer-gruppen, vilket medför en applicerad P/S-multipel mellan 0,7x–0,85x på 2024 års omsättning. Baserat på en estimerad omsättning om 40 MSEK år 2024 och en applicerad P/S-multipel om 0,7x–0,85x, erhålls ett värderingsintervall om 28–34 MSEK för Soil & Seed.

**Tabell 5. Härledd värdering av Soil & Seed**

Tabellerna nedan visar det härledda värderingsintervallet på Soil & Seed, baserat på 2024 års estimerade nettoomsättning.

Estimerad nettoomsättning 2024, MSEK	40,0
Applicerad P/S-multipel	0,70x
Multipelrabatt jämfört med peer-gruppen	-34%
<b>Marknadsvärde 2024</b>	<b>28,0 MSEK</b>

Estimerad nettoomsättning 2024, MSEK	40,0
Applicerad P/S-multipel	0,85x
Multipelrabatt jämfört med peer-gruppen	-20%
<b>Marknadsvärde 2024</b>	<b>34,0 MSEK</b>