

2024-03-13

Gullberg & Jansson redovisade minskad nettoomsättning och EBITDA samt oförändrad EBIT i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 57,6 MSEK (67,2), vilket motsvarade en minskning med 14,2 procent. Vidare uppgick EBITDA till -0,3 MSEK (2,8) och EBIT till -2,1 MSEK (-2,1). Periodens kassaflöde uppgick till -10,2 MSEK (-48,2), vilket innebar att kassan minskade till 20,3 MSEK vid utgången av kvartalet.

### Ljummet kvartal med vissa ljusglimtar

Gullberg & Jansson levererade en svagare avslutning på året. Omsättningen inom Hem och Utemiljö minskade dock endast med 7,8 procent, vilket indikerade på någon form av stabilisering efter flera kvartal med kraftigt negativ tillväxt. Därtill stärktes resultatet i relation till omsättningen. Vi räknar med ytterligare ett lugnt kvartal för Hem och Utemiljö innan säsongen startar på riktigt i Q2 och en tydlig vändning kan vara i sikte.

### Professionell Grönyta börjar röra på sig

Omsättningsminskningen i kvartalet berodde i stora drag på en lägre försäljning inom Professionell Grönyta, vilket huvudsakligen förklarades av tuffa jämförelsetal och en mer avvaktande inställning från vissa kunder. Trots detta ökade försäljningen under 2023. I kvartalet erhöles en order om 16,9 MSEK från det danska försvaret med beräknad leveranstid under Q1'24. Vidare tecknades ett större ramavtal med löptid fram till 2029. Dessa faktorer föranleder vår tro om en betydligt starkare omsättningsökning under 2024.

### Outlook

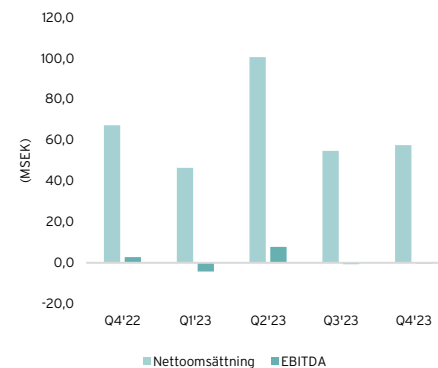
Efter rapporten står det klart att 2023 blev ett mellanår med negativ tillväxt för Gullberg & Jansson. Bolaget uppvisar dock tecken på att avmattningen har stannat av och till och med börjat förbättras. Detta medför vår tro om viss återhämtning under 2024 som sedan succesivt ökar under 2025. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 26,4 procent för 2025E.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>368,6</b>	<b>381,9</b>	<b>259,0</b>	<b>282,6</b>	<b>323,7</b>
Tillväxt y-o-y	92,0%	3,6%	-32,2%	9,1%	14,5%
Övriga intäkter	5,3	9,5	5,2	5,0	5,5
<b>Summa intäkter</b>	<b>373,9</b>	<b>391,4</b>	<b>264,2</b>	<b>287,6</b>	<b>329,2</b>
EV/S	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>121,3</b>	<b>113,8</b>	<b>70,5</b>	<b>78,8</b>	<b>94,5</b>
Bruttomarginal	32,9%	29,8%	27,2%	27,9%	29,2%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>40,4</b>	<b>64,0</b>	<b>98,1</b>	<b>76,4</b>	<b>79,6</b>
Tillväxt y-o-y	51,2%	58,4%	53,2%	-22,2%	4,2%
<b>EBIT</b>	<b>80,9</b>	<b>49,8</b>	<b>-27,7</b>	<b>2,4</b>	<b>14,9</b>
EBIT-marginal	22,0%	13,0%	-10,7%	0,8%	4,6%
Tillväxt y-o-y	127,1%	-38,5%	-155,6%	n/a	520,8%
EV/EBIT	1,4	2,2	n/a	46,3	7,5

### Fakta

VD	Peter Bäck
Lista	Spotlight
Ticker	GJAB
Aktiekurs (SEK)	13,5
Antal aktier (Miljoner)	8,7
Börsvärde (MSEK)	117,9
Nettokassa (MSEK)	6,8
EV (MSEK)	111,1
Insiderägande	23,3%
Nästa rapport	2024-05-16

### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Gullberg & Jansson	-14,3	-4,3	-63,2

## Key Insights



### Finansiell historik

Gullberg & Jansson har en historik av hög omsättnings- och vinsttillväxt. Den finansiella historiken visar att bolaget är välskött i grunden med en fungerande affärsmodell.



### Diversifiering

De senaste åren har verksamheten breddats genom etablering av nya dotterbolag. Intäkterna är nu betydligt mer diversifierade och mindre konjunktorkänsliga jämfört med tidigare, vilket talar för att Gullberg & Jansson kan växa även i osäkra tider.



### Låg värdering

På våra estimat för 2025E värderas Gullberg & Jansson till 7,5x EV/EBIT, vilket vi finner attraktivt.

*"Jag är övertygad om att vi nu har förutsättningar inom våra två affärsområden att fortsätta växa utan att öka kostnaderna. Detta tack vare våra befintliga resurser och etablerade processer"*

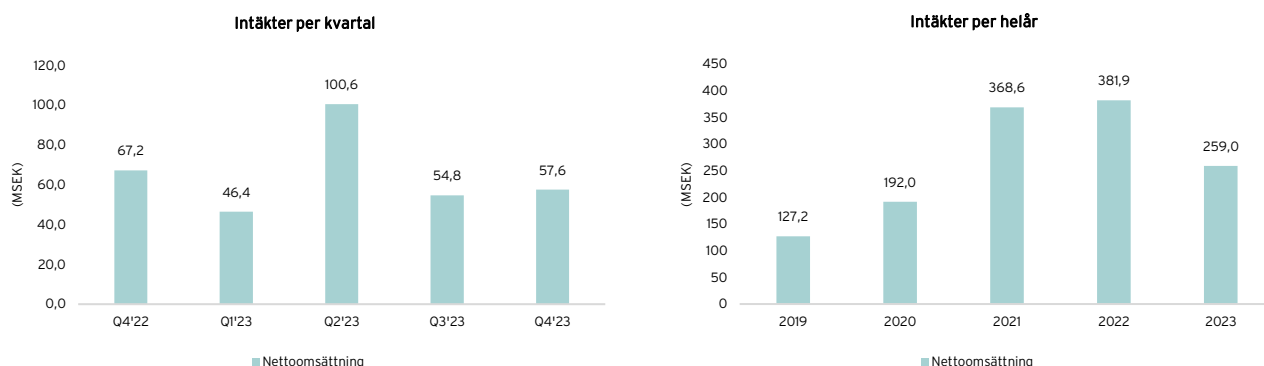
- Peter Bäck, VD Gullberg & Jansson

## Investeringscase

- Stark finansiell historik
- Högt insiderägande
- Låg framåtblickande värdering
- Mer diversifierad intäktsbas
- Högre andel konjunkturokänsliga intäkter
- Tillväxt inom nya produktsegment

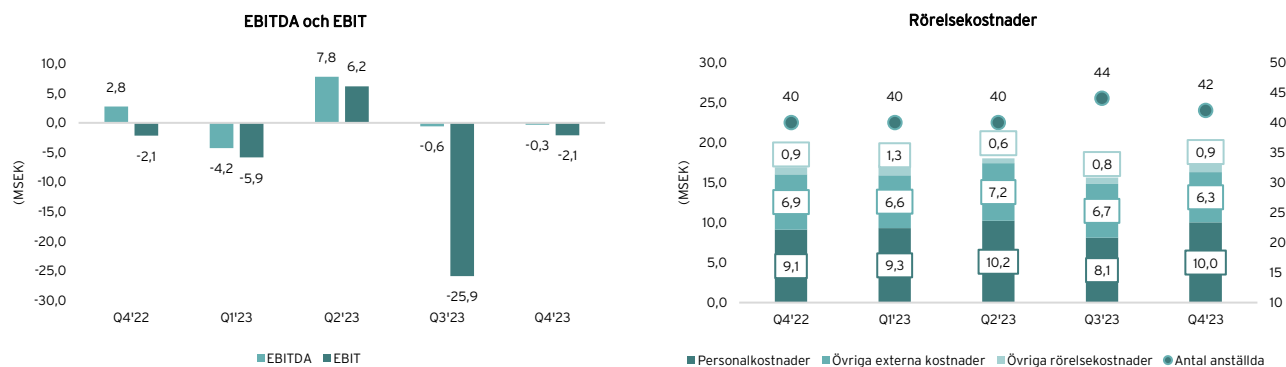
## Ljummet kvartal med vissa ljusglimtar

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 57,6 MSEK (67,2), vilket motsvarade en minskning med 14,2 procent. Omsättningsminskningen berodde främst på en lägre försäljning inom Professionell Grönyta, vilket huvudsakligen förklarades av tuffa jämförelsetal och en mer avvaktande inställning från vissa kunder. Omsättningen inom Hem och Utemiljö minskade också, dock mindre procentuellt och från lägre nivåer.



Bruttoresultatet uppgick till 16,9 MSEK (19,7), vilket motsvarade en bruttomarginal om 29,3 procent (29,3). Minskningen av bruttoresultatet förklarades således främst av en lägre försäljning.

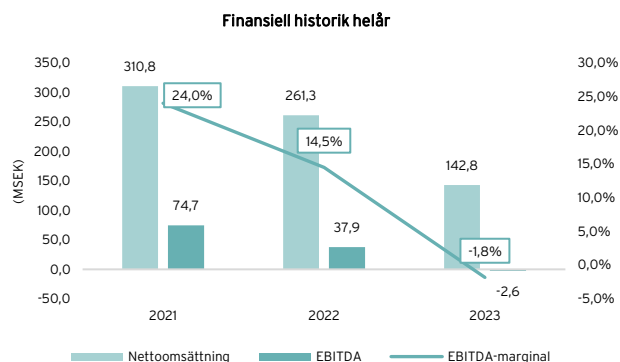
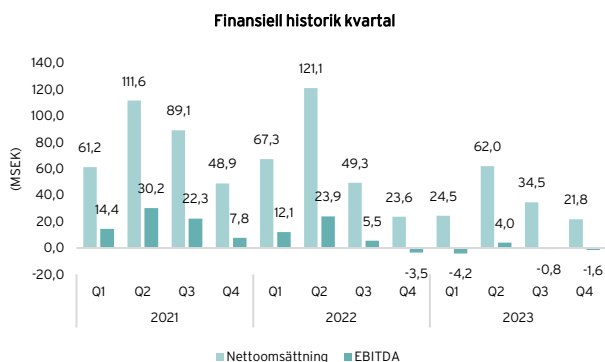
EBITDA uppgick till -0,3 MSEK (2,8) och EBIT till -2,1 MSEK (-2,1). Positivt var att rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar endast ökade med 1,5 procent. Resultatet stärktes i relation till omsättningen, vilket bland annat var hänförligt till omstruktureringsarbetet och löpande effektiviseringar. I kvartalet gick dotterbolagen Gullberg & Jansson Hem och Trädgård AB och Gullberg & Jansson Service och Installation samman, vilket gav en förbättrad kostnadskontroll. Vidare genomfördes neddragningar av personal från föregående kvartal, justeringar av försäljningsstrategier och genomlysning av processer. Enligt Bäck finns nu förutsättningar att fortsätta växa inom båda affärsområdena utan att öka kostnaderna nämnvärt.



## Hem och Utemiljö

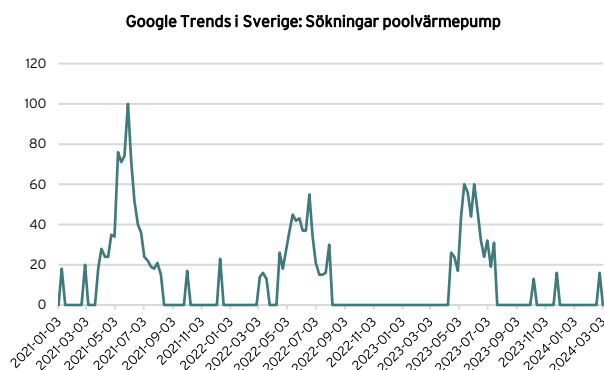
Inom affärsområdet Hem och Utemiljö verkar dotterbolagen Gullberg & Jansson of Sweden AB, Ecta AB, Punkten 6 AB och Optiheat AB. Bolagen utvecklar, importerar, marknadsför och distribuerar innovativa produkter till den privata marknaden, främst villaägare i Norden. Produkter återfinns inom segmenten swimmingpool-, wellness-, odlings-, matlagnings- och energibranschen.

Det fjärde kvartalet är normalt ett lugnt kvartal inom Hem och Utemiljö, vilket även var fallet denna gång. Nettoomsättningen uppgick till 21,8 MSEK (23,6), vilket motsvarade en minskning om 7,8 procent. Trots en lägre försäljning indikerade omsättningen på någon form av stabilisering efter flera kvartal med kraftigt negativ tillväxt. Vi räknar med ytterligare ett lugnt kvartal för Hem och Utemiljö innan säsongen startar på riktigt i Q2 och en tydlig vändning kan vara i sikte.



Blickar vi framåt så kommer försäljningen inom poolsegmentet att bli en viktig del för återhämtningen inom affärsområdet. Räntenivån och inflationen har stabiliserats, vilket bör ha en viss positiv effekt på försäljningen. I kvartalet breddades även produktutbudet i eget varumärke med poolvårdskemikalier och en batteridrivna poolrobot. Vidare fortsatte progressionen inom Optiheat gällande investeringar i lokal, personal och produktutveckling samt utbildning av återförsäljare och installatörer. Nyligen avslutades också installationen av Optiheats energisystem i Blackwings nya produktionslokaler med resultat som överträffade förväntningarna. Vår tro är att bolaget nu besitter förutsättningar för att börja generera en mer betydande försäljning under 2024.

Sammantaget tycker vi därför att det finns tecken som tyder på att en vändning är nära förestående och att den goda positionen som innehas inom flera intressanta segment kommer att bära frukt. Vi räknar dock med att återhämtningen under 2024 kommer att ske i långsam takt.

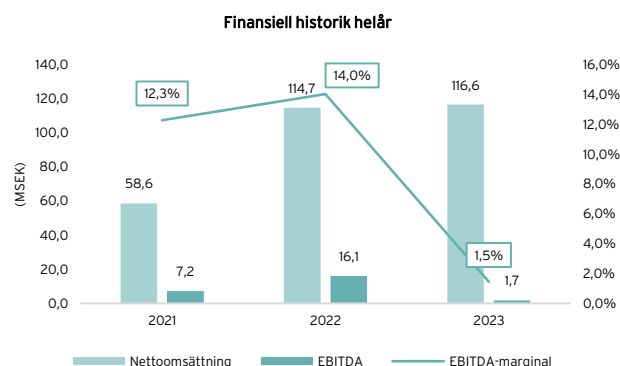
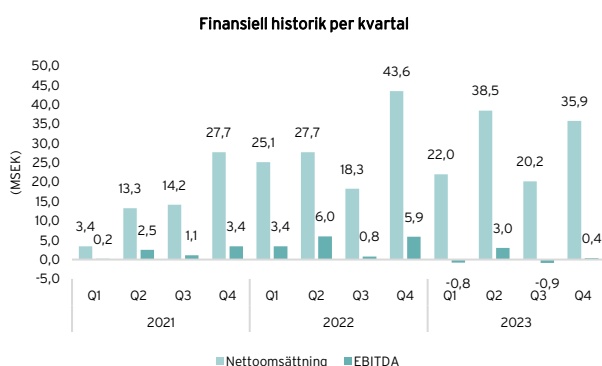


## Professionell Grönyta

Inom affärsområdet Professionell Grönyta verkar dotterbolagen Nomaco Nordic AB, Nomaco AB, Nomaco Danmark AS och Nomaco Norge AS. Bolagen utvecklar, importerar, marknadsför och distribuerar innovativa fossilfria produkter för skötsel av stads- och parkmiljöer. Produkterna genererar inga avgaser, mindre vibrationer och lägre ljudnivåer, vilket bidrar till en lägre klimatpåverkan och förbättrad arbetsmiljö. Kunderna är främst fastighetsbolag, kommuner, kyrkogårdsförvaltningar, industrier, försvaret och entreprenörer i Norden.

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 35,9 MSEK (43,6), vilket motsvarade en minskning om 17,7 procent. Det fjärde kvartalet har historiskt varit ett säsongsmässigt starkt kvartal då kommuner, kyrkogårdsförvaltningar och fastighetsbolag ofta genomför större investeringar.

Omsättningsminskningen förklarades således av tuffa jämförelsetal, men även en mer avvaktande inställning från fastighetsbolag. Försäljningen ökade däremot för helåret, vilket återigen underströk affärsområdets lägre konjunkturkänslighet och exponering mot en marknad med hög strukturell tillväxt.



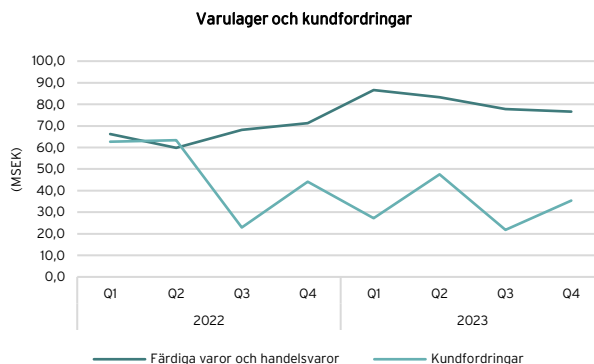
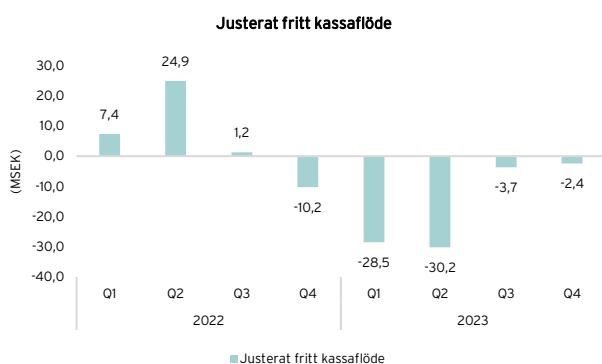
I kvartalet erhöll Nomaco Danmark en order om 16,9 MSEK från det danska försvaret<sup>1</sup>. Ordern avsåg 46 arbetsfordon av modellen Melex N-50 med beräknad leveranstid under Q1'24. Detta var den enskilt största ordern för Nomaco Danmark sett till antalet fordon och omsättning, vilket sände ett positivt signalvärde om att bolaget skaffat sig ett bra fotfäste på marknaden. Vidare är det danska försvaret en ny större kund, vilket öppnar för merförsäljning. I ett positivt och långsiktigt scenario kan detta även öppna upp för dialog och bearbetning av det svenska och norska försvaret. Det är dock inget vi räknar med i dagsläget.

Efter utgången av kvartalet tecknade dessutom Nomaco Norge ett ramavtal med norska Hydro Aluminium<sup>2</sup>. Avtalet sträcker sig mellan 2024-2029 och avser leveranser av elektriska transportfordon från Melex till industrikoncernens fem anläggningar i Norge. Inga volymer framgick, men enligt bolaget var avtalet det största i Nomaco Norges historia, vilket skvallrar om att det potentiellt rör sig om stora volymer över tid. Hydro Aluminium ser ett behov av att byta ut en hög andel av bilarna som körs på anläggningarna de kommande 3-5 åren. Därtill kan reservdelar och service uppstå.

Trots en lägre omsättning i kvartalet ser vi att orderingången har stärkts, vilket föranleder vår tro om en betydligt starkare omsättningsökning under 2024. Därefter förväntar vi oss fortsatt styrka i takt med att konjunkturen förbättras.

## Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -10,2 MSEK (-48,2), vilket innebär att kassan minskade till 20,3 MSEK vid utgången av kvartalet. Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) uppgick till -2,4 MSEK, vilket visade att det underliggande kassaflödet förbättrades från föregående kvartal. Vår förväntan är att kassaflödet kommer stärkas ytterligare kommande kvartal mot bakgrund av omstruktureringsarbetet som ökade lönsamheten i relation till omsättningen. Enligt bolaget kommer det även fortsätta arbetet mot att frigöra kapital genom reducering av lagernivåer. Likviditeten är dock ansträngd och om försäljningen stannar av kan ett kapitaltillskott inte uteslutas.



Gullberg & Jansson hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 264,9 MSEK, varav cirka 51,8 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Räntebärande skulder uppgick till 13,5 MSEK och kassan till 20,3 MSEK, vilket resulterade i en nettokassa om 6,8 MSEK. Vi betraktar bolagets finansiella ställning som ansträngd, men ser att det finns goda möjligheter till förbättring.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
30,2 % (80,0 MSEK)	9,4 % (24,9 MSEK)	51,8 % (137,1 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
7,7 % (20,3 MSEK)	13,5 MSEK	6,8 MSEK

## Nuläge & outlook

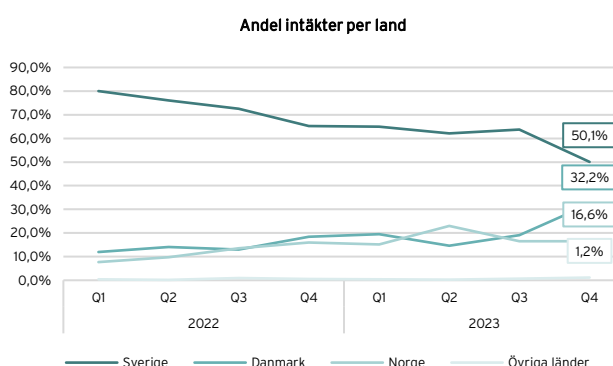
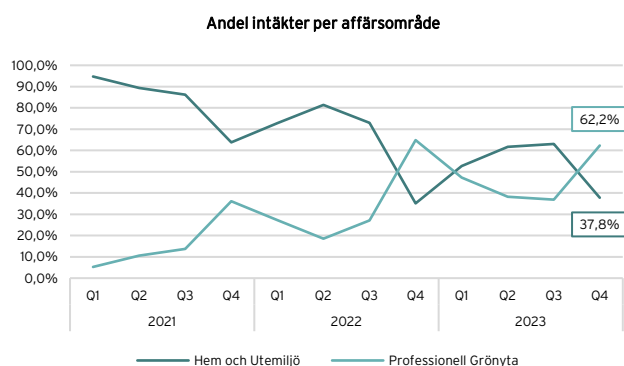
Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 57,6 MSEK (67,2), vilket motsvarade en minskning med 14,2 procent. Omsättningen inom Hem och Utemiljö minskade dock endast med 7,8 procent, vilket indikerade på någon form av stabilisering efter flera kvartal med kraftigt negativ tillväxt. Omsättningen inom Professionell Grönyta minskade med 17,7 procent, vilket huvudsakligen förklarades av tuffa jämförelsetal, men även en mer avvaktande inställning från fastighetsbolag.

EBITDA uppgick till -0,3 MSEK (2,8) och EBIT till -2,1 MSEK (-2,1). Positivt var att rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar endast ökade med 1,5 procent. Resultatet stärktes därmed i relation till omsättningen, vilket bland annat var hänförligt till omstruktureringsarbetet och löpande effektiviseringar.

Blickar vi framåt så kommer försäljningen av pooler och pooltillbehör att bli en viktig del för återhämtningen inom Hem och Utemiljö. Räntenivån och inflationen har stabiliserats, vilket bör ha en viss positiv effekt på försäljningen. Vidare fortsatte progressionen inom Optiheat, vilket föranleder vår tro om att bolaget nu besitter förutsättningar för att börja generera en mer betydande försäljning under 2024. Vi ser därför att det finns tecken som tyder på att en vändning är nära förestående inom Hem och Utemiljö. Återhämtningen inom affärsområdet kommer dock troligen att ske långsamt från låga nivåer.

Inom Professionell Grönyta ökade försäljningen för helåret trots en lägre försäljningen i kvartalet, vilket återigen underströk affärsområdets lägre konjunkturkänslighet och exponering mot en marknad med högre strukturell tillväxt. I kvartalet erhöles även en order om 16,9 MSEK från det danska försvaret med beräknad leveranstid under Q1'24. Vidare tecknades ett större ramavtal med löptid fram till 2029. Dessa faktorer föranleder vår tro om en betydligt starkare omsättningsökning under 2024. Därefter förväntar vi oss en fortsatt styrka i takt med att konjunkturen förbättras.

Intäktsbasen är nu betydligt mer diversifierad, både fördelat per affärsområde och land. Vidare är intäkterna mindre konjunktur känsliga jämfört med tidigare, vilket sammantaget talar för att Gullberg & Jansson kan växa även i osäkra tider.



## Värdering

### Key stats

Totalt antal aktier	8 734 501	Börsvärde (MSEK)	117,9
Aktiekurs (SEK)	13,5	Nettokassa (MSEK)	6,8
		Enterprise value (MSEK)	111,1

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	259,0 MSEK	EV/S	0,4
EBIT	-27,6 MSEK	EV/EBIT	Neg.
Vinst	-16,8 MSEK	P/E	Neg.
FCF	-49,7 MSEK	EV/FCF	Neg.

Källa: Börndata

### Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	0,9	3,1	5,5	neg.
Snitt 5 år	1,1	5,6	9,0	5,8

Källa: Börndata

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
27,2%	1,0%	neg	neg
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
neg	neg	neg	neg

Källa: Börndata



## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att nettoomsättningen ökar under tidsperioden, vilket är drivet av tillväxt inom båda affärsområdena. Vi räknar med att försäljningen inom Hem och Utemiljö återhämtar sig långsamt under 2024 för att sedan öka snabbare i takt med att konjunkturen förbättras. För Professionell Grönyta räknar vi med en betydligt starkare omsättningsökning under 2024 som sedan fortsätter under 2025. Vi utgår även från att bruttomarginalen stiger marginellt till följd av en mer gynnsam produktmix och stärkt SEK mot både Euro och USD. Bruttomarginalens utveckling är starkt kopplad till valutakursfluktuationer, vilket dock gör den svår att estimerar med precision. I våra estimat har vi tagit höjd för marginellt ökade rörelsekostnader. Enligt bolaget är förutsättningar goda för att växa inom båda affärsområdena utan att öka kostnaderna nämnvärt.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>368,6</b>	<b>381,9</b>	<b>259,0</b>	<b>282,6</b>	<b>323,7</b>
% y-o-y	92,0%	3,6%	-32,2%	9,1%	14,5%
Övriga intäkter	5,3	9,5	5,2	5,0	5,5
<b>Summa intäkter</b>	<b>373,9</b>	<b>391,4</b>	<b>264,2</b>	<b>287,6</b>	<b>329,2</b>
P/S	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>121,3</b>	<b>113,8</b>	<b>70,5</b>	<b>78,8</b>	<b>94,5</b>
Bruttomarginal	32,9%	29,8%	27,2%	27,9%	29,2%
% y-o-y	94,6%	-6,2%	-38,1%	11,8%	19,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>40,4</b>	<b>64,0</b>	<b>98,1</b>	<b>76,4</b>	<b>79,6</b>
% y-o-y	51,2%	58,4%	53,2%	-22,2%	4,2%
<b>EBITDA</b>	<b>83,5</b>	<b>57,6</b>	<b>2,6</b>	<b>9,6</b>	<b>21,7</b>
EBITDA-marginal	22,7%	15,1%	1,0%	3,4%	6,7%
<b>EBIT</b>	<b>80,9</b>	<b>49,8</b>	<b>-27,6</b>	<b>2,4</b>	<b>14,9</b>
EBIT-marginal	22,0%	13,0%	-10,7%	0,8%	4,6%
% y-o-y	127,1%	-38,5%	-155,6%	n/a	520,8%
EV/EBIT	1,4	2,2	neg.	46,3	7,5

Vi har valt att värdera Gullberg & Jansson utifrån en multipel om 10x EBIT för helåret 2025E. Vi anser att det är en rimlig multipel givet den finansiella historiken, de långsiktiga tillväxtutsikterna och att intäkterna nu är betydligt mer diversifierade och mindre konjunkturkänsliga jämfört med tidigare. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2025E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	10	14,9	149,0	17,1
Säkerhetsmarginal (30%)	10	10,4	104,3	11,9

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om bolaget utvecklas i linje med våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,26	26,4%	12,4%	0,88	-11,5%	-6,0%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar

EBITx	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
8	119,2	13,6	1,1%	83,4	9,6	-29,2%
9	134,1	15,4	13,7%	93,9	10,7	-20,4%
<b>10</b>	<b>149,0</b>	<b>17,1</b>	<b>26,4%</b>	<b>104,3</b>	<b>11,9</b>	<b>-11,5%</b>
11	163,9	18,8	39,0%	114,7	13,1	-2,7%
12	178,8	20,5	51,6%	125,2	14,3	6,1%
13	193,7	22,2	64,3%	135,6	15,5	15,0%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 26,4 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 12,4 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en nedsida om -11,5 procent, vilket ger en CAGR om -6,0 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 8 734 501.

## Källor

1. <https://mf.n.se/cis/a/gullberg-and-jansson/gullberg-and-jansson-nomaco-far-order-pa-totalt-16-85-msek-fran-danska-forsvaret-399d5b93>
2. <https://mf.n.se/cis/a/gullberg-and-jansson/gullberg-and-jansson-nomaco-norge-as-har-tecknat-ett-avtal-med-hydro-aluminium-as-1664ce04>

## Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

### Intressekonflikt

---

Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys