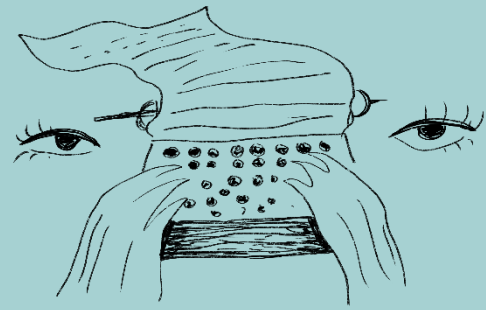




Gullberg & Jansson

Välskött tillväxtbolag till låg värdering



Gullberg & Jansson ("Gullberg" eller "Bolaget") producerar, marknadsför och distribuerar miljövänliga produkter för användning både i hemmet och professionellt.

Verksamheten är indelad i affärsområdena Hem och Utemiljö och Professionell Grönyta. Inom dessa affärsområden ryms flertalet produktsegment, som exempelvis Pool, Hem & Trädgård samt Grönytemaskiner och Parkredskap.

Verksamheten bedrivs genom flera dotterbolag som både är hel- och delägda. Bolaget är främst verksamt i Sverige, men har även betydande verksamhet i Norge och Danmark. Bolagets kunder är främst privatpersoner, men även företag, kommuner och övriga organisationer finns i kundlistan.

Gullberg & Jansson är lönsamt och har uppvisat hög omsättning- och vinsttillväxt de senaste åren. Vidare har bolaget en stark balansräkning som kan användas till exempelvis förvärv.

Bolaget arbetar med att diversifiera sina intäktskällor för att minska beroendet av de konjunktur känsliga intäkterna från poolsegmentet.

På kort sikt är vår bedömning att bolaget står inför utmaningar, främst kopplat till en svagare konsument och tuffa jämförelsetal efter pandemin. Vi anser dock att utsikterna för bolaget ser bra ut långsiktigt, och vi ser en uppsida i aktien i vårt huvudscenario på 2025E.

Fakta

VD	Peter Bäck
Lista	Spotlight
Ticker	GJAB
Aktiekurs	35,2 SEK
Börsvärde	307,9 MSEK
Insiderägande	37,9%



Finansiella mål

Omsättningstillväxt	Minst 10% årligen
Vinstmarginal	Minst 10%
Utdelningspolicy	30% av årsresultatet
Tillväxt ska ske organiskt och genom förvärv	

Analytiker

Jakob Fritz

jakob.fritz@kalqyl.se

GULLBERG *GJ* JANSSON

Innehållsförteckning

Key Insights.....	3
Historia.....	4
Finansiell historik.....	4
Verksamhet	5
Intäktsfördelning	6
Förvärv.....	7
Marknad.....	8
Hem & Utemiljö.....	8
Professionell Grönyta.....	8
Riskanalys.....	9
Styrelse	10
Ledning.....	11
Ägarbild.....	12
Insiderägande.....	12
Insynshandel.....	12
Värdering.....	13
Finansiell ställning.....	13
Finansiella mål.....	13
R12	13
Historiska nyckeltal	13
Estimat.....	13
Huvudscenario	15
Pessimistiskt scenario.....	15
Optimistiskt scenario	15
Källor	17
Disclaimer.....	17

Key Insights



Lågt värderat

Aktien är enligt vår bedömning lågt värderad, och handlas till P/E 10,2 och EV/EBIT 4,6 på rullande 12 månader vilket är under det historiska snittet på tre, fem och sju års sikt.



Stark finansiell historik

Gullberg & Jansson har en historik av hög omsättnings- och vinsttillväxt. Vidare delar bolaget ut pengar till aktieägarna och direktavkastningen ligger på 4,3 %.



Högt insiderägande

Insiderägandet motsvarar 37,9 % av rösterna och kapitalet i bolaget. Med ett börsvärde på drygt 300 miljoner innebär det att insiders äger aktier för drygt 120 miljoner vilket vi anser är högt.

”Vi har under året vuxit både organiskt och med förvärv och därmed breddat och utvecklat vårt sortiment för att göra oss mindre sårbara och konjunkturkänsliga.”

- Peter Bäck, VD Gullberg & Jansson

Investeringscase

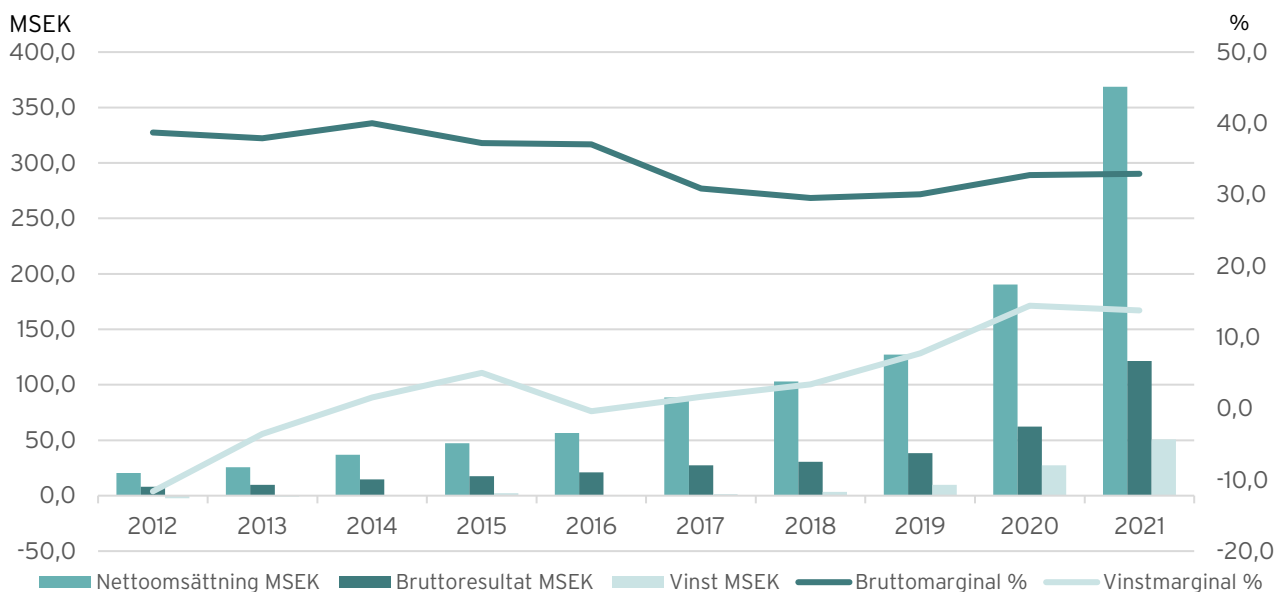
- Låg värdering
- Högt insiderägande
- God finansiell historik
- Stark balansräkning
- Utdelning med en direktavkastning på 4,3 %
- Går mot högre andel konjunkturokänsliga intäkter
- Ytterligare förvärv utgör en option
- Nya intressanta produktsegment

Historia

2002	Bolaget grundas av Marcus Gullberg och Christian Jansson.
2004	Verksamheten når en omsättning om 5 MSEK
2006	Bolaget tar fram en ny strategi, och poolvärmepumpar blir en viktig produkt.
2008	Poolsortimentet utvecklas ytterligare, och bolaget når en omsättning om 20 MSEK
2012	Bolaget listas på AktieTorget. Marcus Gullberg, grundare och styrelseledamot, lämnar bolaget.
2013–2015	Bolaget ökar omsättningen tvåsiffrigt varje år. 2014 genomförs en spridningsemission.
2016	Gullberg & Jansson förvärfvar bolagen Poolvärlden AB och Stads & Park Produkter i Stockholm AB.
2017	Omsättningen ökar med 56%, mycket tack vare lanseringen av nya miljösmarta produkter.
2018	Omsättning och EBITA fortsätter öka kraftigt, och nuvarande VD Peter Bäck tillträder.
2021	Gullberg & Jansson förvärfvar Nomaco-bolagen.
2022	Bildar bolaget Gullberg & Jansson Service och installation samt förvärfvar Ecta AB och Optiheat.

Finansiell historik








Gullberg & Jansson har sedan börsintroduktionen 2012 växt både organiskt och genom förvärv. Omsättningen har sedan börsintroduktionen ökat med en CAGR om 37,8 %, samtidigt som vinsten ökat med en CAGR om nästan 90 % sedan bolaget blev lönsamt 2014. Bolagets bruttomarginal har sedan börsintroduktionen varierat mellan 29,5 - 38,7 %, samtidigt som vinstmarginalen gått från att vara negativ till 13,8 % 2021. Bolaget har visat en förmåga att växa både omsättning och vinst kraftigt sedan börsintroduktionen, vilket även är fallet om vi justerar för antalet nya aktier⁸.



Verksamhet

Gullberg & Jansson är en av Sveriges ledande distributörer av poolprodukter, och deras utbud inkluderar produkter för värme, säkerhet och vattenrenhet. Bolaget är även en ledande distributör av grönytemaskiner och eldrivna arbetsfordon. På senare tid har bolaget även utvidgat sitt erbjudande till att inkludera produkter inom avslappning, hem och trädgård, energisystem för fastigheter, samt installation och service. Bolagets verksamhet är organiserad i flera dotterbolag, och varje bolag ansvarar för marknadsföring och försäljning under olika varumärken. Produkterna säljs via dotterbolagens/varumärkets respektive hemsida, samt hos utvalda återförsäljare för vissa segment. Bolagets främsta marknader är Sverige, Danmark och Norge. I tabellen nedan listas bolagets affärsområden och respektive produktsegment:

Hem & Utemiljö

Pool	Genom dotterbolaget Gullberg & Jansson of Sweden AB erbjuder bolaget produkter för pooler, exempelvis pooltak, poolvärmepumpar, poodammsugare och vattenrenare. Bolaget har en hög marknadsandel inom sina produktkategorier och är ledande inom poolvärmepumpar, pooltak, saltklorinatorer, poolrobotar etc ² .	
Hem & Trädgård	Dotterbolaget Gullberg & Jansson Hem och Trädgård AB (tidigare Nordic Relax of Sweden AB) erbjuder hållbara innovativa produkter för avslappning och välmående. Bolaget säljer en bastu som använder infraröd teknik. Under 2022 lanserades även Växthusbolaget.se, som marknadsför och säljer växthus för odling.	
Matlagning utomhus	Genom dotterbolaget Ecta AB säljer bolaget produkter från varumärket OFYR, som erbjuder ett stort utbud av produkter för matlagning utomhus samt möbler som matchar dessa produkter. Dessutom erbjuder bolaget ett antal smarta tillbehör som underlättar vid matlagningen. Med Ectas produkter går det skapa ett komplett utomhushuskök ³ . Ecta blev en del av koncernen i maj 2022.	
Energioptimering	Genom dotterbolaget Optiheat AB säljer bolaget produkter för energioptimering i fastigheter. Inriktningen är på bostäder och industri, och produkter inkluderar golvvärme, fördelare, basenheter och värmepumpar ⁴ . Bolaget blev en del av koncernen i oktober 2022.	
Service & Installation	Genom dotterbolaget Gullberg & Jansson Service och Installation erbjuder bolaget support och installation inom produktsegmenten Pool och Hem & Trädgård. Bolaget har utbildade tekniker som säkerställer korrekt installation av produkterna.	
Professionell Grönyta		
El-fordon	Erbjuder elbilar för närtransporter av personer och lättare gods. Det rör sig om produkter som elektriska arbetsfordon, gräsklippare, tillbehör till dessa. Bolaget har försäljning i hela Norden, och riktar sig främst till bostadsbolag, industrier, kyrkogårdar och så vidare ⁵ .	
Grönytemaskiner & Parkredskap	Erbjuder miljövänliga grönytemaskiner och parkredskap för professionell park- och grönyteskötsel. Produkterna är batteridrivna, handhållna och inkluderar häcksaxar, trimmers, lövblåsare, sekatorer och ogräsbekämpning ⁵ .	

Vi bedömer att affärsområdena Pool, Hem & Trädgård och Matlagning Utomhus kan få det tufft att växa kortsiktigt, främst kopplat till svagare konsumenter och tuffa jämförelsetal. Vi anser att det nya produktsegmentet för energioptimering har stark potential med tanke på den rådande turbulensen på energimarknaden. Vi bedömer även att produktsegmentet Service & Installation är spännande, då alla de pooler som byggdes före och under pandemin kommer behöva underhåll och reparationer. Vi tror därför att det kan vara en bra strategi att rikta in sig på eftermarknaden som kan fortsätta

generera intäkter från pooler som redan är byggda. Även produktsegmenten inom Professionell Grönyta är intressanta, då de ökar andelen konjunkturokänsliga intäkter.

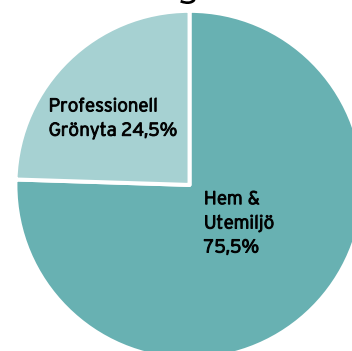
Intäktsfördelning

Listan nedanför visar hur intäkterna är fördelade mellan bolagets två affärsområden, samt hur EBITDA och EBITDA-marginalen är fördelad. Siffrorna kommer från Q3 rapporten 2022 och avser perioden januari-september.

Siffrorna för Hem & Utemiljö inkluderar försäljning inom alla ovan listade segment, med undantag för Optiheat som förvärvades i oktober 2022⁷.

Siffrorna för Professionell Grönyta inkluderar både Stads&Park och Nomaco bolagen⁷.

Intäktsfördelning affärsområden



Bransch	Intäkter i KSEK	% omsättning	EBITDA	Marginal
Hem & Utemiljö	237,7	75,5%	42,7	18,0%
Professionell Grönyta	77	24,5%	10,5	13,6%
Total	314,7	100%	53,2	17,4%

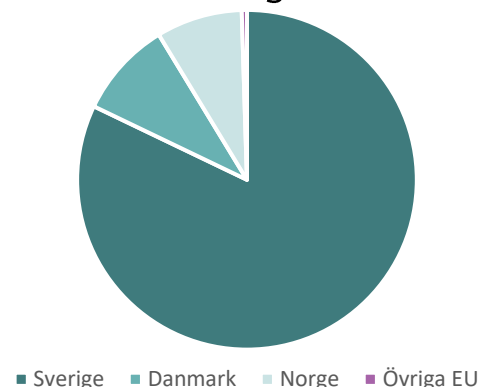
Den senaste informationen om intäktsfördelningen mellan produktsegmenten finns i årsredovisningen för 2021. Där var pool störst och stod för 62,9% av omsättningen, följt av El-fordon med 31,8%. Hem & trädgård och Grönytemaskiner stod för en mycket liten del av omsättningen, och Uppvärmning av Fastigheter, Matlagning Utomhus och Service och Installation var ännu inte en del av koncernen.

Under pandemin upplevde Gullberg & Jansson en kraftigt ökad efterfrågan inom produktsegmentet pool. Trots att man gick upp emot tuffa jämförelsetal lyckades bolaget fortsätta visa stark tillväxt inom poolsegmentet även när samhället öppnade upp. Efter återöppningen av samhället började inflationen stiga kraftigt vilket gjort att konsumentens köpkraft försvagats, vilket slog hårt mot försäljningen i den senaste kvartalsrapporten.

Bolaget uppger att det valt att bredda sin verksamhet för att bli mindre sårbart och konjunkturkänsligt⁷. Bolaget har lanserat flera nya produktsegment inom Hem & Trädgård, och utökat sitt produkterbjudande inom Professionell Grönyta. Vi förstår bolagets strategi, och vår bedömning är att det kan vara rätt väg för bolaget att gå.

När andelen av bolagets totala försäljning som utgörs av Professionell Grönyta ökar får bolaget även en mer diversifierad kundbas. Då ökar andelen kunder som är företag och offentliga verksamheter, vilket reducerar den kundspecifika risken. Bolaget nämner även att det upplevt synergieffekter

Intäktsfördelning marknader



mellan olika produkter och branscher, vilket kan leda till effektivare resursanvändning och kostnadsbesparingar⁷.

Samtidigt ökar den bredare produktportföljen komplexiteten i verksamheten, vilket kan göra det svårt att hantera och styra bolaget på ett effektivt sätt. En annan risk är att bolaget förlorar fokus på sin huvudverksamhet, vilket kan skada den till förmån för den nya verksamheten.

Sammantaget anser vi att bolagets strategiska förändring är en lämplig väg att gå, och att det är positivt att bolaget minskar sitt beroende av poolsegmentet.

Förvärv

Gullberg & Jansson har sedan 2016 förvärvat fem bolag. Förvärven har varit av strategisk karaktär och syftet har varit att diversifiera verksamheten. Bolagen har förvärvats med en kombination av kassa och aktier. I tabellen nedan listas de genomförda förvärven, och till vilken uppskattad multipel dessa gjorts.

(MSEK)	Datum	Pris	Omsättning	Vinst	P/S	P/E
Poolvärlden ¹⁰	2016	6,7	4,4	1,7	1,5	3,9
Stads&Park ¹¹	2016	2,9	10,2	1	0,3	2,9
Nomaco ^{*12 18}	2020/2021	15,7	45,9	2,7	0,3	5,8
Optiheat ^{**13}	2022	12	3,6	0,39	3,3	30,8
Ecta AB ^{***14}	2022	4,2	8,06	-	0,5	-
Total		131,6	71,8	8,8		
Genomsnitt		26,3	14,4	1,8	1,6	11,2

*Förvärv av 51% av bolaget. Priset är för 51% av aktierna. TKS 2023 på 7x genomsnittlig EBITDA 2021-2022 minus EBITDA 2020.

** Förvärv av 80% av aktierna. Priset är för 80% av aktierna. Inte hittat information om bolagets eventuella vinst.

***Förvärv av 70% av aktierna. Priset är för 70% av aktierna.

Vi är som sagt positiva till att bolaget valt att bredda verksamheten, och därigenom minska beroendet av poolsegmentet. Förvärv kan vara ett effektivt sätt att göra det på, eftersom man slipper bygga en verksamhet från grunden. Om förvärven dessutom sker till lägre multiplar än vad bolaget handlas till på börsen blir det ett multipelarbiterage, vilket har varit fallet med Poolvärlden, Stads&Park och Nomaco. Med det sagt går det argumentera för att förvärvet av Optiheat var i det dyraste laget, och det återstår att se om bolaget kan leva upp till den högre prislappen.

Vi tror att förvärv kan vara en viktig strategi för bolaget att ytterligare förstärka sitt erbjudande av produkter. En möjlighet skulle vara att förvärva en verksamhet inom Professionell Grönyta, vilket skulle minska beroendet av intäkter från det mer konjunkturkänsliga affärsområdet Hem & Trädgård och därmed förbättra bolagets finansiella stabilitet. Med tanke på det aktuella marknadsläget, där både värderingar på börsen och den onoterade marknaden har sjunkit samtidigt som bolaget har en stor nettokassa, tror vi det kan komma ett förvärv inom en snar framtid.

Vi ser förvärv som en möjlighet, men det är inte något som vi har inkluderat i våra prognoser. Bolaget har en option om att förvärva resterande 49% av Nomaco 2026.

Marknad

Hem & Utemiljö

I affärsområdet Hem & Utemiljö har vi valt att fokusera på poolsegmentet, eftersom det är det enskilt största produktsegmentet. Den nordiska poolmarknaden har haft en stadig tillväxt de senaste åren. I Sverige byggs det cirka 6 000-8 000 pooler varje år och det räknas med att det idag finns totalt cirka 80 000-90 000 nergrävda pooler vilket motsvarar cirka 7-8 pooler per 1 000 invånare jämfört med i Tyskland där siffran är cirka 10-12 pooler per 1 000 invånare. Enligt bolaget behöver det byggas nya pooler i liknande takt under de nästkommande 6-8 åren för att Sverige ska komma upp i samma nivå som i Tyskland².

Bolaget prognostiserar att marknaden för nybyggnation av pooler kommer att fortsätta växa men stabilisera sig under de närmsta åren. Bolaget ser även en positiv utveckling för eftermarknaden, då exempelvis poolvärmepumpar och filter behöver bytas ut med jämna mellanrum².

Under pandemin Covid-19 ökade efterfrågan på pooler och pooltillbehör markant, och marknaden går nu upp emot tuffa jämförelsetal. I tillägg till detta pressas konsumenten av ökade kostnader. Detta gör att vi bedömer att tillväxttakten på poolmarknaden kommer vara lägre de kommande åren, vilket kommer påverka bolagets försäljning inom produktsegmentet negativt.

Professionell Grönyta

Inom den professionella grönytebranschen ser bolaget att trenden går mot mer miljövänliga och ergonomiska produkter, där bensin och dieselprodukter ersätts av batteridrivna produkter².

Växthusutsläpp från arbetsmaskiner stod för drygt 6,5% av Sveriges totala utsläpp av växthusgaser 2019, och många aktörer som bedriver grönyteskötsel har egna klimatmål som kan driva elektrifieringen av trädgårdsredskap framåt. Flera kommuner har som mål att bli fria från fossilbränslen fram till 2030, och Sveriges kyrkogårds- och krematorieförbund som är stora användare av redskap för grönyteskötsel har som målsättning att uppnå fossilfrihet senast 2023. I tabellen nedan finns en uppskattning av mängden maskiner i Sverige och hur stor del av dessa som är eldrivna⁹.

Typ av maskin	Antal (k)	Andel eldrivna
Handhållna trimmers, röjsågar och häcksaxar	200 - 300	50 - 70%
Motorsågar	150 - 210	17 - 23%
Gågräsklippare	300 - 400	20 - 25%
Åkgräsklippare	Info saknas	>0,1%

Kommuner, organisationer och företag strävar efter att öka användningen av elektriska maskiner. Trots det höga antalet maskiner som används idag är andelen elektriska maskiner fortfarande relativt låg. På grund av detta bedömer vi att det finns stor potential för tillväxt inom branschen och att Gullberg & Jansson har goda förutsättningar att ta del av denna tillväxt framgent.

Risakanalys

Pressad konsument: Den privata konsumenten upplever kostnadsökningar på bred front, och har sett priser på exempelvis mat, drivmedel och räntekostnader skjuta i höjden. Detta har medfört att hushållens köpkraft minskat, vilket bidragit till att efterfrågan på sällanköpsvaror sjunkit¹⁷. Flera av Gullberg & Janssons produkter kan kategoriseras som sällanköpsvaror, främst inom affärsområdet Hem och Trädgård. Vi tror att detta kan påverka försäljningen inom affärsområdet negativt, då konsumenterna kan välja att skjuta upp eller minska sina inköp av produkterna. Detta är även något Peter Bäck talar om i VD ordet för Q3-rapporten 2022.

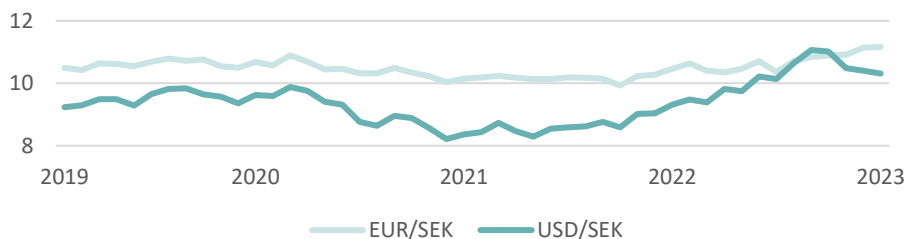
Vår bedömning är att affärsområdet Professionell Grönyta är mer skyddat, eftersom all försäljning är till företag, organisationer och kommuner. Förhoppningsvis kan försäljningen inom Professionell Grönyta väga upp det eventuella tappet av försäljning inom Hem & Trädgård.

Tuffa jämförelsetal: Under Covid-19 pandemin upplevde Gullberg & Jansson en kraftigt ökad försäljning, från 190 MSEK 2020 till 369 MSEK 2021. En så kraftig omsättningsökning kan göra att investerare extrapolerar trenden, och förväntar sig att tillväxttakten kommer fortsätta. När bolagets tillväxttakt sedan kommer in svagare än marknadens förväntan pressas aktiekursen som följd, vilket vi till viss del sett under 2022. Det finns en risk att effekten fortsätter tills bolaget kan påvisa en högre tillväxttakt igen.

Nya produktsegment: Gullberg & Jansson har det senaste året förvärvat två bolag, och därmed inkorporerat två nya produktsegment i sin portfölj. Bolagen har en låg omsättning och måste således visa vad de går för och att de kan få fart på försäljningen. Det finns även förvärvsrisker, exempelvis integrationsrisk. Gullberg & Jansson måste se till att integrera de förvärvade bolagen och deras produktsegment med sin befintliga verksamhet på ett effektivt sätt. Misslyckas bolaget med detta kan det skapa svårigheter att samarbeta och arbeta under en gemensam strategi.

En annan förvärvsrisk är den för förlorade affärsmöjligheter. Bolaget kan förlora affärsmöjligheter eftersom det lägger ner tid och resurser på förvärvet, i stället för att fokusera på sin befintliga verksamhet.

Valutarisk: Gullberg & Jansson gör inköp i EUR och USD, men säljer främst i SEK. Eftersom SEK handlas på historiskt låga nivåer mot EUR och USD har det blivit dyrare för bolaget att göra inköp. Om SEK fortsätter att försvagas mot EUR och USD kan det påverka bolaget negativt genom ökade inköpskostnader. Vissa bedömare anser dock att SEK är undervärderad mot EUR och USD, och om den i stället stärks skulle detta vara fördelaktigt för Gullberg & Jansson¹⁹.



Styrelse



Gaétan Boyer, Styrelseordförande

Är grundare av Poolvärlden och Stads&Park Produkter, vilka förvärvats av Gullberg & Jansson. Han är vice VD och styrelseledamot i Hamberg Förvaltning AB, och har utöver detta flera styrelseuppdrag. Gaétan har en civilingenjörsexamen

Aktieinnehav: 2 093 124 aktier



Ylwa Karlgren, Styrelseledamot

Ylwa är civilekonom, och har över 30 års erfarenhet från ledande befattningar i olika bolag. Hon arbetar för närvarande som oberoende rådgivare, och sitter utöver detta i styrelsen för flera andra bolag.

Aktieinnehav: 1 500 aktier



Lottie Svedenstedt, Styrelseledamot

Har haft ledande befattningar i H&M och Ikea. Lottie har en juristexamen, och sitter även i styrelsen för bland andra Swedavia.

Aktieinnehav: 3 200 aktier



Anders Schoug, Styrelseledamot

Civilekonom från Lunds universitet. Är VD och delägare i Ongool Sweden AB. Har varit med och grundat bolag som Tvins och Boozt.

Aktieinnehav: 0 aktier



Michael Engström, Styrelseledamot

Michael har studerat marknadsekonomi vid Lunds universitet, och har en MBA från University of Sheffield. Är VD och delägare i Ahrens & Partners AB. Utöver detta sitter han i styrelsen för flera bolag.

Aktieinnehav: 0 aktier

Ledning



Peter Bäck, VD

VD för Gullberg & Jansson sedan 2018, och arbetade tidigare som försäljningschef i bolaget. Har tidigare bland annat varit VD för CS Byggteknik AB.

Aktieinnehav: 114 200 aktier



Gaétan Boyer, Styrelseordförande

Utöver sitt styrelseuppdrag är Gaétan är även med i ledningsgruppen.

Aktieinnehav: 2 093 124 aktier



Gunilla Månsson, Ekonomichef

Gunilla har varit tillförordnad ekonomichef i bolaget sedan 2017. Hon är civilekonom och har en lång arbetslivserfarenhet som VD och ekonomichef för olika företag.

Aktieinnehav: 1 700 aktier



Ägarbild

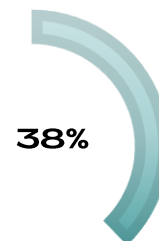
Största ägare är styrelseordförande Gaétan Boyer som kontrollerar 21,3% av kapitalet och rösterna. Näst största ägare är Lars Lindgren med 15,97 % av kapitalet och rösterna i bolaget. Lars har haft ledande befattningar inom Nordstjernen och suttit i styrelsen för flera bolag. 2019 förvärvade han alla aktierna som Grenspecialisten AB ägde. Vidare hittar vi LMK-bolagen & Stiftelse där Peter Ragnarsson, tidigare styrelseledamot i Gullberg & Jansson, är VD. Sammantaget kontrollerar han 15,29% av kapitalet och rösterna. Vidare finner vi flera insiders som storägare, däribland bolagets VD Peter Bäck som kontrollerar 1,24% av rösterna och kapitalet i bolaget. Vi finner även Nordnet Pensionsförsäkring som är ett samlat ägande för flera individer. Vi gillar att bolaget har flera storägare av "kött och blod" då dessa är personligt engagerade i bolaget, till skillnad från exempelvis en indexfond.

Ägare	Antal aktier	Röster
1. Gaétan Boyer	1 857 342	21,3%
2. Lars Lindgren	1 391 920	16,0%
3. LMK-bolagen & Stiftelse	1 112 721	12,8%
4. Magnus Vahlquist	1 000 000	11,5%
5. Nordnet Pensionsförsäkring	666 045	7,7%
6. Peter Hamberg	431 612	4,0%
7. Tobias Minde	297 042	3,4%
8. Pernilla Boyer	236 200	2,7%
9. Peter Ragnarsson	222 544	2,6%
10. Peter Bäck	107 850	1,2%

Insiderägande

Vi finner två insiderpersoner bland the tio största ägarna, och de är markerade i blått. Insiders äger totalt 3 306 857 aktier i bolaget, vilket motsvarar 37,9% av kapitalet och rösterna. Fem av sju insynspersoner i styrelsen och ledningen äger aktier i bolaget!. Vi gillar att majoriteten av insynspersonerna äger aktier då detta skapar incitament för att fokusera på långsiktig och hållbar affärsverksamhet vilket ligger i utomståendes aktieägares intressen. Vi gillar även den höga andelen Insiderägande på 37,9%, vilket tyder på att bolagets nyckelpersoner tror starkt på bolagets framtida potential.

INSIDERÄGANDE



Insynshandel

Under 2022 nettoköpte insiders 5 143 aktier till ett värde av drygt 326 000 SEK. Under perioden registrerades endast köp, och inga försäljningar har skett. Det är fem insiders (inkluderat närstående) som köpt vid sex tillfällen. Det största köpet är på 1500 aktier till kursen 64,4 SEK, och har gjorts av närstående till Gaétan Boyer som är styrelseordförande och största ägare i bolaget!. Vi bedömer inte att köpen från insiders har något större signalvärde i det här fallet, då de är små i förhållande till individernas totala aktieinnehav. Likväl gillar vi alltid insynsköp, och anser att det ska uppmuntras.

Värdering

Finansiell ställning

Gullberg & Jansson hade vid utgången av Q3'22 en kassa på 97,3 MSEK och leasingskulder på 9,8 MSEK, och inga övriga räntebärande skulder vilket ger en nettokassa på 87,5 MSEK⁷. Bolaget genererar även ett positivt fritt kassaflöde, och risken för att de behöver ta in pengar i närtid bedömer vi vara låg. Sammantaget anser vi att bolaget har en mycket stark finansiell ställning.

Finansiella mål

Gullberg & Jansson har som målsättning att ha en årlig omsättningstillväxt på minst 10%, med en vinstmarginal om minst 10%. I tillägg har bolaget en utdelningspolicy, och styrelsen har för avsikt att föreslå en årlig utdelning som ska uppgå till cirka 30% av resultatet efter skatt.

R12

R12			
Nettoomsättning	391 MSEK	P/S	0,77
EBIT	46,2 MSEK	EV/EBIT	4,6
Vinst	29,4 MSEK	P/E	10,2
FCF	23,9 MSEK	P/FCF	12,6
Utdelning/aktie	1,5 SEK	Direktavkastning	4,3%

Historiska nyckeltal

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,7	8,5	13,4	13
Snitt 5 år	1,2	11,3	14,9	9,1
Snitt 7 år	1,1	neg	19,9	6,6

Estimat

Antal aktier	8 734 501
Aktiekurs	35,9 SEK
Börsvärde	313,6 MSEK
Nettokassa/Nettoskuld	-87,4 MSEK
Enterprise value	226,2 MSEK

(MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	369,0	363,0	372,0	416,0	463,0
% y-o-y	94,2%	-1,6%	2,5%	11,8%	11,3%
<i>P/S</i>	<i>1,7</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>
Bruttoresultat	121,0	105,1	111,7	131,0	150,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>32,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>31,5%</i>	<i>32,5%</i>
% y-o-y	93,9%	-13,1%	6,3%	17,3%	15,0%
Rörelsekostnader	299,6	321,4	327,2	362,0	398,0
% y-o-y	94,0%	7,3%	1,8%	10,6%	9,9%
EBIT	69,4	41,6	44,8	54,0	65,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>18,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,0%</i>
% y-o-y	94,9%	-40,1%	7,7%	20,5%	20,4%
<i>EV/EBIT</i>	<i>7,7</i>	<i>7,5</i>	<i>7,0</i>	<i>5,8</i>	<i>4,8</i>
Vinst	50,7	27,2	29,8	37,4	46,3
<i>Vinstmarginal</i>	<i>13,7%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,0%</i>
% y-o-y	84,4%	-46,4%	9,4%	25,8%	23,7%
<i>P/E</i>	<i>12,5</i>	<i>11,5</i>	<i>10,5</i>	<i>8,4</i>	<i>6,8</i>

För att värdera Gullberg & Jansson estimerar vi bolagets resultaträkning fram till 2025, och applicerar sedan en vinstmultipl vi anser vara rimlig.

I detta fall har vi valt att värdera bolaget till 11 gånger vinsten, vilket är betydligt lägre än snittvärderingen de senaste tre, fem och sju åren. Värderingarna har generellt sjunkit på börsen det senaste året, och konjunkturläget är mycket osäkert. Vi har även valt att vara extra konservativa i valet av multipl då estimaten framåt är osäkra.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	11	46,3	509,3	58,31
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>11</i>	<i>32,41</i>	<i>356,51</i>	<i>40,82</i>

Nedan kan vi se potentiell avkastning för 2025E om bolaget utvecklas i linje med våra estimat och vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30%.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,62	62,4%	17,5%	1,14	13,7%	4,4%

Nedan följer en känslighetsanalys där det går att följa vad som händer med den potentiella avkastningen beroende på vilken vinstmultipl som appliceras.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2025E				Säkerhetsmarginal (30%)		
Vinstx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
9	416,7	47,7	32,9%	291,7	33,4	-7,0%
10	463,0	53,0	47,7%	324,1	37,1	3,4%
11	509,3	58,3	62,4%	356,5	40,8	13,7%
12	555,6	63,6	77,2%	388,9	44,5	24,0%
13	601,9	68,9	92,0%	421,3	48,2	34,4%
14	648,2	74,2	106,7%	453,7	51,9	44,7%

Huvudscenario

I vårt huvudscenario räknar vi med att vi går in i en mildare recession utan massarbetslöshet. Konsumenten fortsätter att vara pressad under 2023, och vi räknar med att försäljningen inom poolsegmentet sjunker kraftigt för helåret 2022 och 2023. Vi tror dock att effekten kan dämpas något av tillväxt inom andra produktsegment, och resonemanget går att följa i tabellen nedanför.

Bolaget kommunicerade i kvartalsrapporten för tredje kvartalet 2022 att bruttomarginalen pressats på grund av högre inköpspriser, och vi bedömer att den kommer börja stiga mot historiska nivåer i takt med att inflationstrycket avtar. I tillägg har vinstmarginalen pressats på grund av investeringar i nya produkter, ny personal och satsningen på Gullberg & Jansson Service⁷. Vi bedömer att vinstmarginalen kommer stiga mot bolagets mål om 10% i takt med att det nya produktutbudet kommer på plats och bolaget kommit i gång med serviceverksamheten.

2024 och framåt tror vi poolsegmentet kommer börja växa igen, samtidigt som övriga produktsegment också visar tillväxt. I ett sådant scenario ser vi en uppsida i aktien på drygt 62% på 2025E, vilket ger en CAGR om 17,5%.

I tabellen nedanför finns en mer detaljerad översikt om vad vi tror kan driva omsättningstillväxten framåt. Det är återigen viktigt att påpeka att även dessa estimat är osäkra.

Pessimistiskt scenario

I ett pessimistiskt scenario går vi in i en kraftig lågkonjunktur 2023, vilket påverkar konsumenten negativt. Som en följd av detta blir många arbetslösa och konsumentens köpkraft urholkas ytterligare. Försäljningen inom poolsegmentet sjunker kraftigt, och i tillägg lyckas bolaget inte få fart på förvärven.

Optimistiskt scenario

I ett optimistiskt scenario är oron för lågkonjunkturen överdriven, inflationen sjunker snabbt konsumenternas köpkraft återhämtar sig relativt skyndsamt. I tillägg utvecklas de nya produktsegmenten Energioptimering, Matlagning utomhus över förväntan och bolaget får fart på försäljningen inom Hem & Trädgård. I tillägg visar det sig att flera av de nya poolerna som byggdes under pandemiåren behöver service, och man får därmed fart på segmentet Service och Installation.

2022E (MSEK)

Segment	Summa	% av omsättning	Omsättningstillväxt
Pool	255,0	70,2%	-17,8%
Hem & Trädgård	3,0	0,8%	-
Matlagning utomhus	10,0	2,8%	-
Energioptimering	10,0	2,8%	-
Service & Installation	5,0	1,4%	-
Summa Hem & Utemiljö	283,0	78,0%	-9,2%
El-fordon	60,0	16,5%	28,7%
Grönytemaskiner	20,0	5,5%	71,5%
Summa Professionell Utemiljö	80,0	22,0%	37,2%
Totalt	363,0	100,0%	-1,8%

366

2023E (MSEK)

Segment	Summa	% av omsättning	Omsättningstillväxt
Pool	210,0	56,5%	-17,6%
Hem & Trädgård	5,0	1,3%	66,7%
Matlagning utomhus	12,0	3,2%	20,0%
Energioptimering	25,0	6,7%	150,0%
Service & Installation	20,0	5,4%	300,0%
Summa Hem & Utemiljö	272,0	73,1%	-3,9%
El-fordon	70,0	18,8%	16,7%
Grönytemaskiner	30,0	8,1%	50,0%
Summa Professionell Utemiljö	100,0	26,9%	25,0%
Totalt	372,0	100,0%	2,5%

2024E (MSEK)

Segment	Summa	% av omsättning	Omsättningstillväxt
Pool	215,0	51,7%	2,4%
Hem & Trädgård	7,0	1,7%	40,0%
Matlagning utomhus	14,0	3,4%	16,7%
Energioptimering	35,0	8,4%	40,0%
Service & Installation	35,0	8,4%	75,0%
Summa Hem & Utemiljö	306,0	73,6%	12,5%
El-fordon	75,0	18,0%	7,1%
Grönytemaskiner	35,0	8,4%	16,7%
Summa Professionell Utemiljö	110,0	26,4%	10,0%
Totalt	416,0	100,0%	11,8%

2025E (MSEK)

Segment	Summa	% av omsättning	Omsättningstillväxt
Pool	230,0	49,7%	7,0%
Hem & Trädgård	12,0	2,6%	71,4%
Matlagning utomhus	16,0	3,5%	14,3%
Energioptimering	45,0	9,7%	28,6%
Service & Installation	40,0	8,6%	14,3%
Summa Hem & Utemiljö	343,0	74,1%	12,1%
El-fordon	80,0	17,3%	6,7%
Grönytemaskiner	40,0	8,6%	14,3%
Summa Professionell Utemiljö	120,0	25,9%	9,1%
Totalt	463,0	100,0%	11,3%

Källor

1. [Holdings Gullberg & Jansson: Styrelse och Ledning](#)
2. [Gullberg & Jansson: Årsredovisning 2021](#)
3. [Om oss - Ofyr](#)
4. [Products | OPTIHeat AB](#)
5. [Melex elbilar & arbetsfordon · Nomaco AB](#)
6. [Mfn: Pressmeddelande](#)
7. [Gullberg & Jansson: Q3'22](#)
8. [Börsdata Terminal \(borsdata.se\)](#)
9. [SMED: Karläggning av eldrivna arbetsmaskiner](#)
10. [Pressmeddelande: Förvärv Poolvärlden AB](#)
11. [Pressmeddelande: Förvärv Stads&Park Produkter AB](#)
12. [Nomaco AB: Årsredovisning 2021](#)
13. [Pressmeddelande: Förvärv Optiheat AB](#)
14. [Pressmeddelande: Förvärv Ecta AB](#)
15. [Börsdata Terminal: Gullberg & Jansson](#)
16. [Forex | Forex Quotes - Investing.com](#)
17. [Stora lager och minskad köpkraft - Boston Consulting Group](#)
18. [Pressmeddelande: Förvärv av Nomaco](#)
19. [Ännu ett uselt år för kronan – ”inte bra för svensk ekonomi” \(di.se\)](#)

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 förknippat 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.

Analytikern Jakob Fritz äger inga aktier i det analyserade bolaget.