

2023-05-25

Gullberg & Jansson redovisade en minskad omsättning, EBIT och vinst jämfört med Q1'22. Nettoomsättningen minskade med 49,8 % till 46,4 MSEK (92,5). EBIT minskade till -5,9 (10,7) och vinsten för kvartalet blev -6,5 MSEK (11,4). Rapporten kom in under våra och marknadens förväntningar, men vi upprepar vår långsiktigt positiva syn på bolaget.

Fortsatt tuff marknad

Det osäkra omvärldsläget med inflation och högre räntor har haft en negativ inverkan på bolagets verksamhet. I tider av inflation och ekonomisk osäkerhet skär konsumenter ned på inköp av sällanköpsvaror, vilket bolaget till stor del säljer inom affärsområdet Hem & Utemiljö. I tillägg har de högre räntorna påverkat fastighetsbolagen negativt, vilka är viktiga kunder inom Professionell Grönyta. Bolaget har även en kraftig valutamotvind vilket förstärker effekten ytterligare.

Lägre försäljning och högre kostnader

Samtidigt som försäljningen minskat genomför bolaget stora satsningar på att utöka produktbudandet för att diversifiera verksamheten. Det har medfört att bolagets kostnadsmassa ökat, vilket påverkat lönsamheten negativt. Som ett svar på detta säger VD Peter Bäck att bolaget kommer ha ökat fokus på kostnadskontroll framöver.

Långsiktig potential

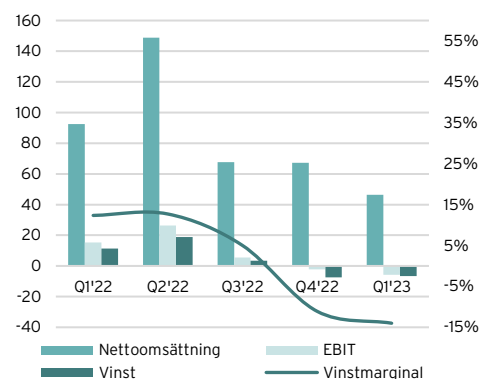
Vi håller fast vid att bolagets strategi att diversifiera intäktbasen är rätt långsiktigt. Vi är hoppfulla att bolagets satsningar kan börja generera betydande försäljning under senare delen av 2023, vilket kan reducera försäljningstappet inom existerande verksamhet något. VD Peter Bäck är bestämd att vända utvecklingen, och i slutet av mars köpte styrelseordförande och största ägare Gaétan Boyer tillsammans med sin fru samt via familjens bolag aktier i Gullberg & Jansson för drygt 7,6 MSEK. På de här nivåerna tror vi att aktien kan vara köpvärd för den långsiktiga investeraren, och ser en potentiell uppsida på 131,0 % för 2026E, vilket skulle innebära en CAGR på 23,3 %.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	251,7	332,3	398,7	458,5
Tillväxt y-o-y	3,5%	-34,1%	32,0%	20,0%	15,0%
P/S	0,7	1,1	0,8	0,7	0,6
Summa kostnader	341,6	252,6	308,9	360,0	405,3
Tillväxt y-o-y	10,8%	-26,1%	22,3%	16,5%	12,6%
EBIT	49,8	4,6	29,4	45,2	60,2
EBIT-marginal	13,0%	1,8%	8,8%	11,3%	13,1%
Tillväxt y-o-y	-28,2%	-90,8%	539,1%	53,7%	33,2%
EV/EBIT	5,8	62,3	9,7	6,3	4,8
Vinst	28,5	1,7	26,6	42,3	57,4
Vinst-marginal	7,5%	0,7%	8,0%	10,6%	12,5%
Tillväxt y-o-y	-43,2%	-94,0%	1464,7%	59,0%	35,7%
P/E	9,6	160,8	10,3	6,5	4,8

Fakta

VD	Peter Bäck
Lista	Spotlight
Ticker	GJAB
Aktiekurs (SEK)	31,3
Antal aktier (Miljoner)	8,7
Börsvärde (MSEK)	273,4
EV (MSEK)	286,6
Nettoskuld (MSEK)	13,2
Insiderägande	23,9%
Nästa rapport	2023-08-25

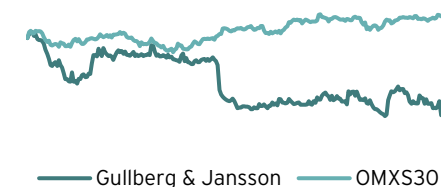
Kvartalsutveckling



Analytiker

Jakob Fritz
jakob.fritz@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Gullberg & Jansson	-12,6	-13,0	-49,1

Key Insights



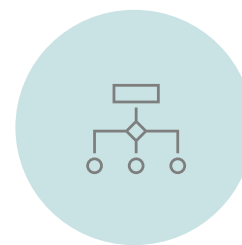
Låg värdering

Lyfter vi blicken förbi 2023 ser aktien lågt värderad ut framöver, och bolaget värderas till P/E 4,8 på våra estimat för 2026E.



Finansiell historik

Gullberg & Jansson har enligt oss en stark finansiell historik, och har uppvisat en hög omsättnings- och vinsttillväxt historiskt.



Diversifiering

Bolagets strategi att bredda verksamheten för att bli mindre konjunkturkänsligt fortskrider enligt plan. Försäljningstappet inom Professionell Grönyta var betydligt lägre än inom Hem & Utemiljö, vilket vi anser visar att affärsområdet inte är lika känsligt för svängningar i konjunkturen.

"Marknaden är just nu svårbedömd på grund av osäkerheten. Den svaga kronan mot dollar och euro gynnar oss inte och prishöjningar är svåra att genomföra i en vikande marknad."

- Peter Bäck, VD Gullberg & Jansson

Investeringscase

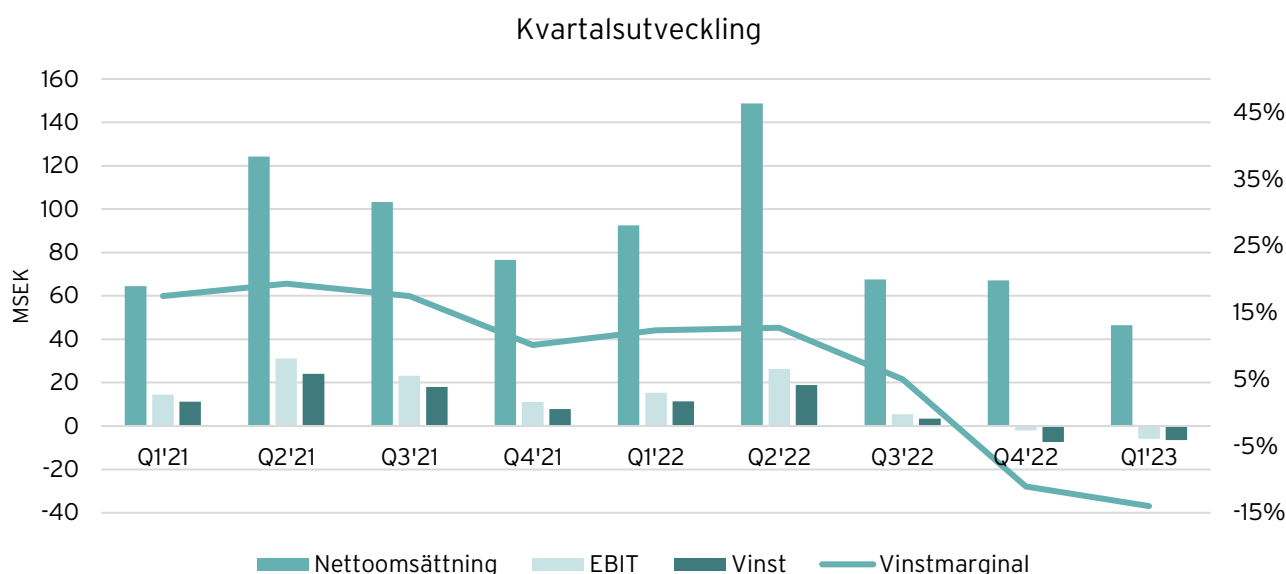
- Låg framåtblickande värdering
- Högt insiderägande
- Stark finansiell historik
- Går mot högre andel konjunkturokänsliga intäkter
- Tillväxt inom nya produktsegment
- Ökad andel intäkter från Professionell Grönyta

Kvartalet i siffror

Gullberg & Jansson redovisade en minskad omsättning, EBIT och vinst jämfört med Q1'22.

(MSEK)	Q1'23	Q1'22	+/-
Nettoomsättning	46,4	92,5	-46,1
EBIT	-5,9	10,7	-16,6
Vinst	-6,5	11,4	-17,9

Nettoomsättningen minskade med 49,8 % till 46,4 MSEK (92,5). EBIT minskade till -5,9 MSEK (10,7) och vinsten för kvartalet blev -6,5 MSEK (11,4). Nedan följer en översikt över kvartalsutvecklingen. Observera att siffrorna för Q2'22 och Q2'21 inte är justerade för övergången till IFRS.

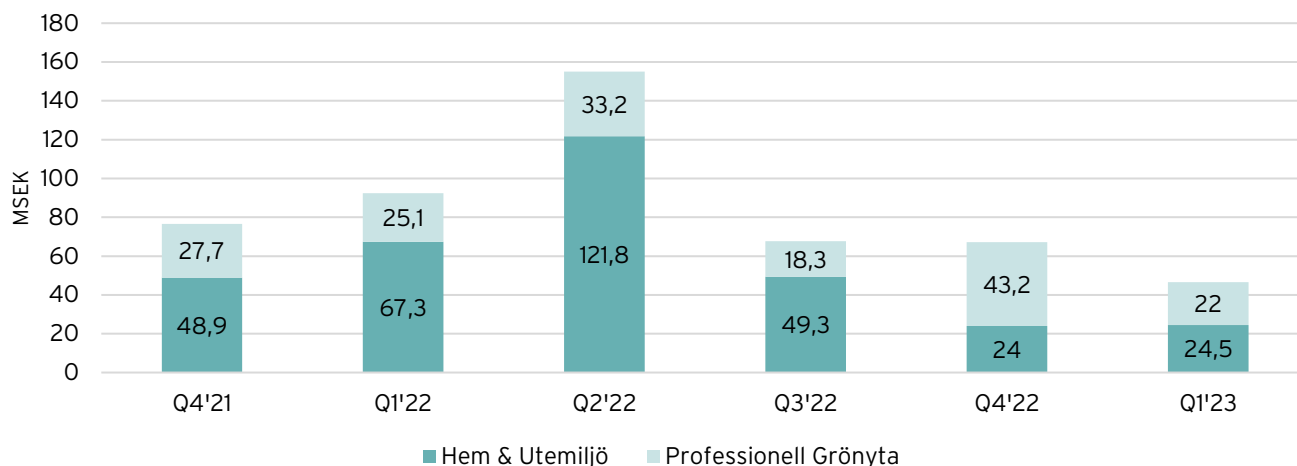


Försäljning

Omsättningen inom Hem & Utemiljö minskade med -63,6 % till 24,5 MSEK (67,3) i kvartalet. Den svaga försäljningen inom affärsområdet var främst hänförlig till det utmanande makroekonomiska läget. Konsumenten pressas av prishöjningar på flera olika fronter och har upplevt ökade kostnader på allt från livsmedel till räntor. I tider av inflation och osäkerhet tenderar konsumenter att skära ner på sällanköpsvaror, vilket är den typen av produkter som ingår i affärsområdet. Vi bedömer att den lägre efterfrågan kommer hålla i sig året ut, och att 2023 kommer bli ett tufft år för affärsområdet.

Affärsområdet Professionell Grönyta klarade sig bättre, och försäljningen minskade med 12,4 % till 22 MSEK (25,1) i kvartalet. VD Peter Bäck uppgav att de ser en avvaktande inställning från sina professionella kunder, och då i synnerhet från fastighetsbolagskunder som påverkats negativt av de högre räntorna. Affärsområdet utgör nu 47,3 % av bolagets totala omsättning, och i Q1'22 var motsvarande siffra 27,2%. Vi anser att detta indikerar att bolagets strategi att satsa på affärsområdet är rätt väg att gå, då dessa intäkter är mer stabila och förutsägbara. Vidare uppgav Bäck i rapporten att den kalla vintern hade en negativ påverkan på båda affärsområden, då säsongen kom i gång senare än vanligt.

Intäktsfördelning affärsområden



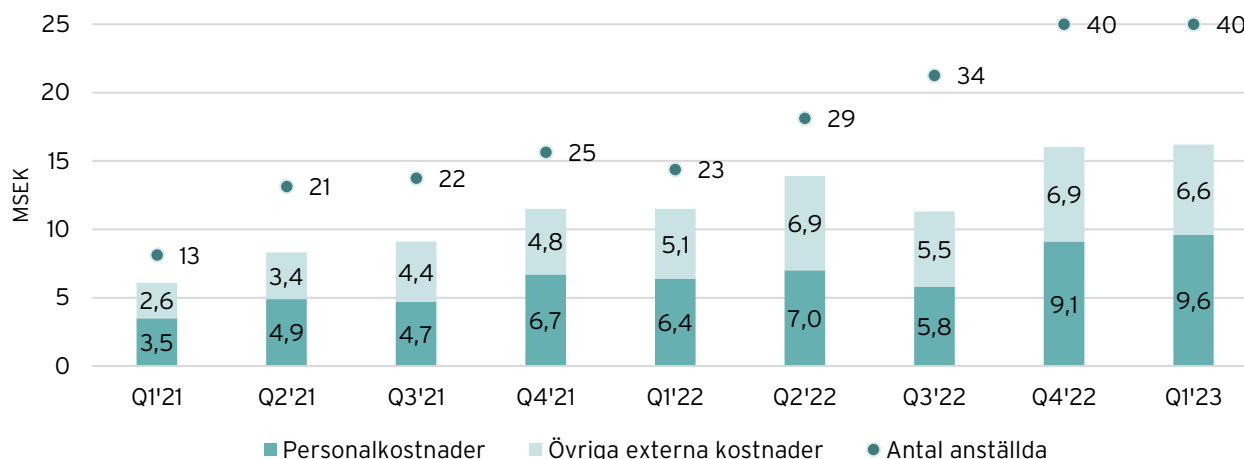
Lönsamhet och marginal

Bruttoresultatet (definierat som nettoomsättningen minus kostnaden för sålda varor) uppgick till 12,9 MSEK i kvartalet, och bruttomarginalen uppgick till 27,8 %, ner något från 29,7 % jämfört med Q1'22. Bolaget upplevde kostnadsökningar på flera av produkterna de säljer, samtidigt som de inte kunnat höja sina priser ut mot kund i samma utsträckning. Bolaget gör även de flesta inköpen i EUR och USD, men säljer majoriteten av sina produkter i SEK. Eftersom SEK handlas på historiskt låga nivåer mot EUR och USD har det blivit dyrare för bolaget att göra inköp, vilket också påverkat bruttomarginalen negativt.

Rörelse- och vinstmarginalen var negativ i kvartalet. Det förklaras av den lägre försäljningen och den försämrade bruttomarginalen, i kombination med att bolagets rörelsekostnader ökat.

Personalkostnader uppgick till 9,2 MSEK (6,4) i kvartalet, och är främst hänförligt till de satsningar som bolaget gör inom service och installation samt energioptimering. Även bolagets övriga externa kostnader har ökat, vilket bidrog till de försämrade marginalerna, och här nämns konsultkostnader i samband med övergången till redovisningsprincipen IFRS som en bidragande orsak. Kostnaderna för Q2'21 och Q2'22 inte justerade för övergången till IFRS.

Kostnader och antal anställda



Väsentliga händelser under kvartalet

Nya avtal och utökat produktsortiment

Under kvartalet meddelade Gullberg & Jansson att det inlett två nya samarbeten. Bolaget har lanserat det tyska varumärket Karibu som specialiserar sig på produkter tillverkade i trä såsom bastur, lekplatser, friggebodar och uthus³. Bolaget meddelade även att det kommer bli återförsäljare av produkter från den tyska bolaget Behncke, som är en ledande tillverkare av pooltillbehör i premiumsegmentet⁴.

De nya samarbetena kommer utvidga bolagets produktutbud, vilket förhoppningsvis kan ha en positiv inverkan på försäljningen. Det är dock svårt att bedöma hur stor effekten kommer att bli eller när den kommer att ske. Det kan även leda till mindre beroende av övriga produkter, och kan förhoppningsvis leda till merförsäljning där en kund som köper en pool även väljer att köpa ett uthus och så vidare.

Insynsköp

I slutet av mars köpte styrelseordförande Gaétan Boyer tillsammans med sin fru samt via familjens bolag Hamberg Förvaltning AB aktier i Gullberg & Jansson för totalt drygt 7,6 MSEK. Gaétan var sedan tidigare största ägare i Gullberg & Jansson och valde att utöka sitt innehav. I samband med förvärvet uppgav han att han är en långsiktig ägare och att han ser potential för fortsatt tillväxt framöver². Köpet skedde innan Q1-rapporten som kom in svagt, vilket indikerar en stark långsiktig tro på bolaget.

Vi är alltid positivt inställda till insynsköp, och framför allt köp i denna storleksordning. Det vittnar om att de med mest kunskap om verksamheten har tilltro till framtiden, och skulle kunna indikera att en vändning är nära föregående. Insynsägandet i bolaget uppgår till drygt 23,9 %, vilket är något vi gillar då det skapar incitament att fokusera på en långsiktig och hållbar affärsverksamhet vilket ligger i alla aktieägarnas intresse.

Pausad utdelning

I mitten av april meddelade bolaget att styrelsen föreslagit att ingen utdelning lämnas för verksamhetsåret 2022. Vidare skriver bolaget att åtgärden är en försiktighetsåtgärd för att parera säsongsvariationer och för att säkra likviditeten på kort och lång sikt med hänvisning till det utmanande makroekonomiska läget¹. I vår förra rapportuppdatering diskuterade vi att kassan minskat från 97,3 MSEK till 49,0 MSEK jämfört med föregående kvartal, och att vår bedömning var att den finansiella risken ökat något även om balansräkningen var fortsatt stark. Med bakgrund av detta anser vi därför att beslutet att pausa utdelningen var rätt, och pengarna i kassan kan i stället användas för att finansiera verksamheten om kassaflödet är negativt en period framöver. Vi har sett flera exempel på bolag som fortsatt dela ut pengar i tuffa tider, och därmed blivit tvingade till nyemission. Vi anser att Gullberg & Jansson tillvägagångssätt är mer rationellt och mer hållbart på längre sikt.

2023 och framåt

Gullberg & Jansson går just nu igenom en tuff period, och flera externa faktorer påverkar verksamheten negativt. Det ekonomiska omvärldsläget bidrar till att efterfrågan på bolagets produkter är avtagande samtidigt som ökade inköspriser och en ogynnsam valutakurs pressar bolagets marginaler. I tillägg till detta investerar bolaget för att minska beroendet av enskilda produktsegment vilket kostar pengar och ytterligare påverkar lönsamheten negativt.

För att bolaget ska komma på rätt väg igen behöver försäljningen ta fart, men det kan ta tid med tanke på marknadsläget. Vi tror att marknaden för vissa produktkategorier inom Hem & Utemiljö kommer fortsätta vara svag resten av året, och då tänker vi särskilt på bastur, swimmingpooler och andra produkter för trädgården. Vi tror och hoppas däremot att försäljningen av Optiheats lösningar för energioptimering, nya produktkategorier samt service och installation kan bidra med tillväxt, och parera nedgången i Hem & Utemiljö något. Det är dock viktigt att komma ihåg att det är relativt nyetablerade satsningar och att det kan ta tid att få fart på verksamheten. Vår förhoppning är att försäljningen kan komma i gång på allvar tredje eller fjärde kvartalet 2023. Blickar vi förbi 2023 är vår bedömning är att satsningarna på produktportföljen och arbetet med att diversifiera intäktbasen är rätt väg att gå för bolaget. Satsningarna inom energioptimering och service & installation är efterfrågade på marknaden, och det utökade erbjudandet inom produkter för trädgården kan leda till merförsäljning.

I vår förra uppdatering var vi positivt överraskade av försäljningen inom Professionell Grönyta, men det ser ut som marknaden blivit mer avvaktande under det senaste kvartalet. Vår förhoppning var att affärsområdet skulle fortsätta växa och dämpa försäljningsbortfallet inom Hem & Utemiljö. Eftersom VD Peter Bäck är mer försiktig och affärsområdet krympte lite i kvartalet har vi skruvat ner förväntningarna för 2023 något. På längre sikt är vi positiva, då affärsområdet rider på en hållbarhetstrend där bensin-och dieselmaskiner ska bytas ut mot eldrivna produkter.

Det bolaget kan göra här och nu för att motverka den negativa utvecklingen är att implementera en ökad kostnadskontroll, vilket är något som Peter Bäck nämnde i VD-ordet. Bolaget arbetar med en omorganisering där fusioneringar av avdelningar förväntas skapa en effektivare organisation och administration⁵. Bolaget har även haft ökade kostnader kopplade till övergången till IFRS, vilket vi hoppas kommer avta under året.

Någon gång kommer den tuffa marknaden att avta och efterfrågan på sällanköpsvaror vända uppåt igen. Med de satsningarna Gullberg & Jansson gjort på organisationen och fokuset på att utöka produkt erbjudandet är vår bedömning att bolaget står bättre rustade än någonsin när den tiden kommer.

Finansiell ställning

Gullberg & Jansson hade vid utgången av Q1'23 en kassa på 35,5 MSEK, leasingskulder på 11,7 MSEK, och övriga räntebärande skulder på 10,0 MSEK vilket ger en nettokassa på 13,8 MSEK. Kassen minskade med 13,5 MSEK från Q4'22, vilket beror på att det fria kassaflödet var negativt i perioden. Bolaget uppgav i rapporten att det svaga kassaflödet berodde på uppbyggnad av lager inför kommande säsong, satsningar i personal samt förvärv av fastigheten i Åstorp.

Efter kvartalets utgång har även en tilläggsköpeskilling på 27,0 MSEK för förvärvet av 51 % av Nomacobolagen betalats ut med kontanta medel. Drar vi av köpeskillingen från kassan vid utgången av Q1'23 ger det en kassa på 8,5 MSEK och en nettoskuld på 13,2 MSEK. Vår bedömning är att risken kopplad till balansräkningen succesivt har ökat de senaste kvartalen. Beroende på hur framtiden fortlöper går det inte utesluta att extern finansiering kan behövas fram tills bolaget blir lönsamt igen.

Värdering

Key stats

Antal aktier	8 734 501	Börsvärde (MSEK)	273,4
Nya antal aktier*	0	Nettoskuld** (MSEK)	13,2
Totalt antal aktier	8 734 501	Enterprise value (MSEK)	286,6
Aktiekurs (SEK)	31,3		

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	330,0 MSEK	P/S	0,8
EBIT	23,8 MSEK	EV/EBIT	10,5
Vinst	9,1 MSEK	P/E	28,8
FCF	-43,0 MSEK	P/FCF	neg.

Källa: Börndata

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,6	8,7	14,7	10,5
Snitt 5 år	1,2	10,9	14,9	6,7

Källa: Börndata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
29,5%	11,1%	7,2%	2,8%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
neg.	neg.	6,4%	4,6%

Källa: Börndata

Estimat

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	251,7	332,3	398,7	458,5
% y-o-y	3,5%	-34,1%	32,0%	20,0%	15,0%
Övriga intäkter	9,5	5,5	6,0	6,5	7,0
Summa intäkter	391,4	257,2	338,3	405,2	465,5
<i>P/S</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>
Bruttoresultat	114,0	70,8	92,4	110,2	126,2
<i>Bruttomarginal</i>	<i>29,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,6%</i>	<i>27,5%</i>
% y-o-y	-5,8%	-37,9%	30,5%	19,3%	14,5%
<i>P/GP</i>	<i>2,4</i>	<i>3,9</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>	<i>2,2</i>
Summa kostnader	341,6	252,6	308,9	360,0	405,3
% y-o-y	10,8%	-26,1%	22,3%	16,5%	12,6%
EBIT	49,8	4,6	29,4	45,2	60,2
<i>EBIT-marginal</i>	<i>13,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,3%</i>	<i>13,1%</i>
% y-o-y	-28,2%	-90,8%	539,1%	53,7%	33,2%
<i>EV/EBIT</i>	<i>5,8</i>	<i>62,5</i>	<i>9,8</i>	<i>6,4</i>	<i>4,8</i>
Vinst	28,5	1,7	26,6	42,3	57,4
<i>Vinstmarginal</i>	<i>7,5%</i>	<i>0,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,5%</i>
% y-o-y	-43,2%	-94,0%	1464,7%	59,0%	35,7%
<i>P/E</i>	<i>9,6</i>	<i>161,3</i>	<i>10,3</i>	<i>6,5</i>	<i>4,8</i>

För att värdera Gullberg & Jansson estimerar vi bolagets resultaträkning fram till 2025, och applicerar sedan en vinstmultipel vi anser vara rimlig. Eftersom rapporten för Q1'23 kom in under våra förväntningar har vi valt att skruva ner estimaten betydligt framöver. Med tanke på det rådande omvärldsläget och situationen på de marknader som bolaget är aktiva på, vill vi understryka att det råder en hög grad av osäkerhet kring estimaten, och att vi kan komma att behöva justera dem allt eftersom året fortlöper och läget förändras.

I detta fall har vi valt att värdera bolaget till 11x vinsten, vilket är lägre än snittvärderingen de senaste fem åren.

I våra estimat räknar vi med en kraftig nedgång i försäljningen för Hem & Utemiljö under 2023, men att tappet dämpas något av att försäljningen inom energioptimering, service och installation och de nya produktkategorierna kommer i gång i tredje eller fjärde kvartalet 2023. Vidare räknar vi med en plan eller svag negativ tillväxt för Professionell Grönyta. Vi räknar med att bolaget lyckas skära i sina kostnader likt kommunicerat, vilket har en positiv inverkan på lönsamheten. Vidare räknar vi med att båda affärsområdena börjar visa tillväxt igen från och med 2024, och fortsätter göra så 2025 och

2026.

Värdering				
	Multipel	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	11	57,4	631,4	72,3
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	<i>11</i>	<i>40,2</i>	<i>442,0</i>	<i>50,60</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						
	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,31	131,0%	23,3%	1,62	61,7%	12,8%

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

Känslighetsanalys						
VINSTx	Huvudscenariot 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
9	516,6	59,1	89,0%	361,6	41,4	32,3%
10	574,0	65,7	110,0%	401,8	46,0	47,0%
<u>11</u>	<u>631,4</u>	<u>72,3</u>	<u>131,0%</u>	<u>442,0</u>	<u>50,6</u>	<u>61,7%</u>
12	688,8	78,9	151,9%	482,2	55,2	76,4%
13	746,2	85,4	172,9%	522,3	59,8	91,1%
14	803,6	92,0	193,9%	562,5	64,4	105,8%

Utvecklas bolaget enligt våra estimat ser vi en potentiell uppsida i aktien för 2026E på 131,0 %, och applicerar vi en säkerhetsmarginal på 30 % ser vi en uppsida på 61,7 %.

Källor

1. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Styrelsen för Gullberg & Jansson omprövar utdelningsförslag inför kallelse till årsstämma](#)
2. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Gullberg & Janssons styrelseordförande utökar sitt aktieinnehav](#)
3. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Gullberg & Jansson lanserar det tyska varumärket Karibu](#)
4. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Gullberg & Jansson of Sweden ingår ett exklusivt avtal med tyska Behncke](#)
5. https://www.goj.se/wp-content/uploads/2023/05/Gullberg-Jansson-Q1-2023_final.pdf

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

Jakob Fritz äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

