

2023-08-30

Gullberg & Jansson redovisade en minskad omsättning, EBIT och vinst jämfört med Q2'22. Nettoomsättningen minskade med 32,4 % till 100,6 MSEK (148,8). EBIT minskade till 6,2 MSEK (26,3) och vinsten för kvartalet blev 3,8 MSEK (18,9). Försäljningen i kvartalet var något högre än vi räknat med, samtidigt som lönsamheten var något lägre. Vi väljer därför att justera våra estimat något.

Fortsatt tuff marknad

Den försämrade ekonomiska situationen med ökad inflation och högre räntor fortsätter påverka bolagets verksamhet negativt. Under tider av ekonomisk osäkerhet och prisökningar minskar konsumenters köp av sällanköpsvaror, vilket utgör en betydande del av bolagets försäljning inom affärsområdet Hem & Utemiljö. Inom Professionell Grönnytta är fastighetsbolag viktiga kunder, och även de har påverkats negativt av den höjda räntenivån. Trots detta växte affärsområdet med 34,3 % i kvartalet, vilket vi anser är starkt givet rådande marknadsförhållanden.

Återgång till lönsamhet

Efter två kvartal av negativt resultat lyckades Gullberg & Jansson återigen visa svarta siffror på sista raden. EBIT-marginalen var dock lägre än i Q2'22, vilket främst är hänförligt till en lägre försäljning, försämrad bruttomarginal och en högre kostnads massa. Bruttomarginalen har minskat till följd av ökade kostnader för inköp och en kraftig valutamotvind. Samtidigt satsar bolaget på att utöka produkterbjudandet för att diversifiera verksamheten. Det har resulterat i att bolagets kostnads massa ökat, vilket i sin tur påverkat lönsamheten negativt.

Långsiktig potential

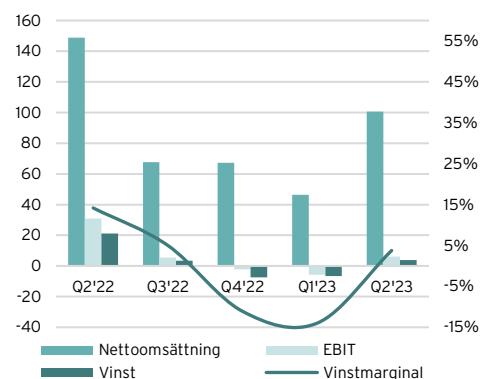
Vi står fast vid att bolagets strategi att diversifiera intäktbasen är rätt väg att gå långsiktigt. Vi förväntar oss ytterligare några utmanande kvartal för Gullberg & Jansson i närtid. men anser att bolaget är väl rustat för att leverera lönsam tillväxt igen när marknaden återgår till det normala.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	273,0	360,4	432,5	497,4
Tillväxt y-o-y	3,5%	-28,5%	32,0%	20,0%	15,0%
P/S	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4
Summa kostnader	-341,6	-282,2	-343,0	-395,2	-442,0
Tillväxt y-o-y	10,8%	-107,4%	21,5%	15,2%	11,8%
EBIT	49,8	-3,8	23,4	43,8	62,4
EBIT-marginal	13,0%	-1,4%	6,5%	10,1%	12,5%
Tillväxt y-o-y	-28,2%	-107,6%	-721,6%	87,0%	42,4%
EV/EBIT	3,8	-50,1	8,1	4,3	3,0
Vinst	28,5	-5,6	15,4	31,6	46,2
Vinstmarginal	7,5%	-2,0%	4,3%	7,3%	9,3%
Tillväxt y-o-y	-43,2%	-119,6%	-377,2%	104,2%	46,5%
P/E	6,9	-35,3	12,7	6,2	4,3

Fakta

VD	Peter Bäck
Lista	Spotlight
Ticker	GJAB
Aktiekurs (SEK)	22,5
Antal aktier (Miljoner)	8,7
Börsvärde (MSEK)	196,5
Nettokassa (MSEK)	7,7
EV (MSEK)	188,8
Insiderägande	23,9%
Nästa rapport	2023-11-23

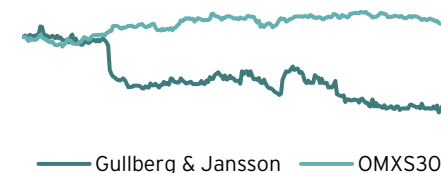
Kvartalsutveckling



Analytiker

Jakob Fritz
jakob.fritz@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Gullberg & Jansson	-3,2	-17,4	-57,0

Key Insights



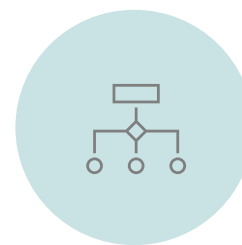
Låg värdering

Lyfter vi blicken förbi 2023 ser aktien ut att vara lågt värderad. Bolaget värderas till P/E 12,7 på våra estimat för 2024E, och P/E 4,3 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 konjunkturkänslig fortsätter. Gullberg & Jansson växte omsättningen inom Professionell Grönyta i kvartalet, vilket vi anser visar att affärsområdet inte är lika känsligt för svängningar i konjunkturen.

“Det är viktigt att nämna att den nuvarande marknadssituationen är extremt utmanande. Valutafluktuationer och ränteökningar har påverkat våra kunder i hög grad. Med noggrannhet och beslutsamhet planerar vi för de kommande månaderna och gör vårt yttersta för att navigera framgångsrikt”

- Peter Bäck, VD Gullberg & Jansson

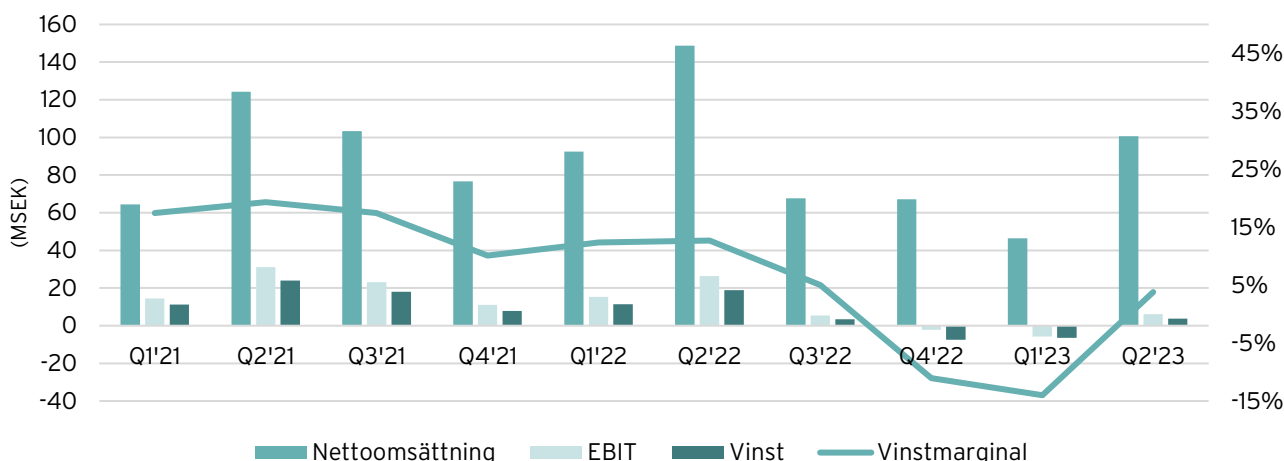
Investeringscase

- Låg framåtblickande värdering
- Högt insiderägande
- Stark finansiell historik
- Går mot högre andel konjunkturokänsliga intäkter
- Tillväxt inom nya produktsegment
- Mer diversifierad intäktsbas framöver

Kvartalet i siffror

Gullberg & Jansson redovisade en minskad omsättning, EBIT och vinst jämfört med Q2'22. Nettoomsättningen minskade med 32,4 % till 100,6 MSEK (148,8). EBIT minskade till 6,2 MSEK (26,3) och vinsten för kvartalet blev 3,8 MSEK (18,9). Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 9,8 MSEK (32,1), och kassan vid utgången av kvartalet uppgick till 17,5 MSEK. Rapporten kom in något bättre än vad vi räknat med avseende försäljning, och något sämre än vi räknat med lönsamhetsmässigt.

Kvartalsutveckling

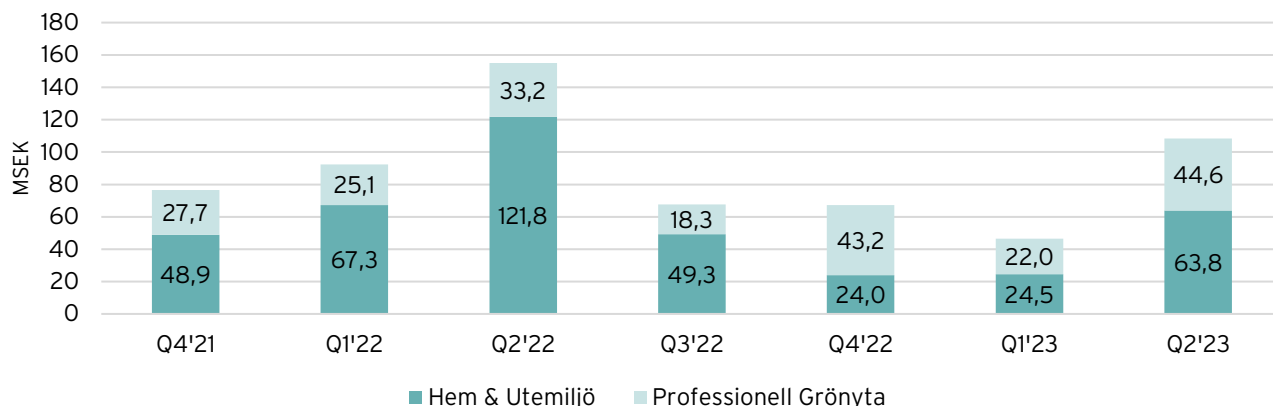


Försäljning

Omsättningen inom Hem & Utemiljö minskade med 47,6 % till 63,8 MSEK (121,8) y-o-y. Likt föregående kvartal är den svaga försäljningen inom affärsområdet främst hänförlig till den svaga svenska konjunkturen. Konsumenterna pressas av prishöjningar på bred front och har upplevt ökade kostnader på allt från livsmedel till räntor. I inflationistiska tider tenderar konsumenter att skära ner på sällanköpsvaror, vilket är den typ av produkter som ingår i affärsområdet. På den positiva sidan noterar vi att bolaget lyckades uppnå en högre omsättning än innan pandemin, där försäljningen sedan blev kraftigt dopad av Covid-19. Vi bedömer att den lägre efterfrågan kommer hålla i sig året ut, och står fast vid att 2023 kommer bli ett tufft år för affärsområdet.

Affärsområdet Professionell Grönyta klarade sig bättre, och försäljningen ökade med 34,3 % till 44,6 MSEK (33,7) y-o-y. Förklaringen till detta är att kunderna främst består av företag, kommuner och kyrkogårdsförvaltningar, vilka inte är lika konjunkturkänsliga som privata konsumenter. VD Peter Bäck upprepar dock budskapet från Q1'23 om en avvaktande inställning från vissa professionella kunder, och då i synnerhet från fastighetsbolagskunder som påverkats negativt av högre räntor. I vår intervju vidhåller han dock sin positiva långsiktiga syn, och poängterar att elektrifieringen av grönytebranschen är i sin linda. Säsongsmissigt är Q4 det starkaste kvartalet för Professionell Grönyta, vilket kommer jämna ut effekten av att bolagets försäljning inom Hem & Trädgård generellt är svag under det kvartalet. Affärsområdet utgör nu 44,2 % av bolagets totala omsättning på rullande 12 månader, och i föregående kvartal var motsvarande siffra 34,7 %. Vi står fast vid att bolagets strategi att satsa på Professionell Grönyta har varit rätt, då dessa intäkter är mer stabila och förutsägbara.

Intäktsfördelning affärsområden

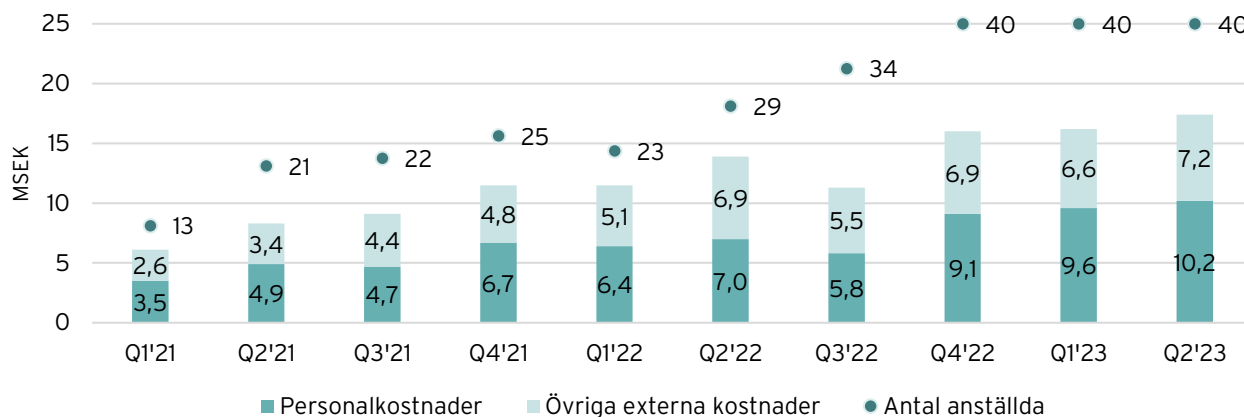


Lönsamhet och marginal

Bruttoresultatet uppgick till 25,8 MSEK (47,2) i kvartalet, och bruttomarginalen var 25,6 %, ner från 31,7 % i Q2'22 och 27,8 % i Q1'23. Bolaget har upplevt prisökningar på flera av produkterna de säljer, samtidigt som de inte kunnat höja sina priser ut mot kund i lika hög utsträckning. Vidare har bolaget fortsatt ha en kraftig valutamotvind. Gullberg & Jansson gör inköp främst i EUR och USD, men säljer majoriteten av sina produkter i SEK. Eftersom SEK har fortsatt att försvagas mot EUR och USD har det blivit dyrare för bolaget att göra inköp, vilket haft en negativ inverkan på bruttomarginalen.

Mer positivt var att bolaget lyckades vända till lönsamhet igen efter två kvartal av röda siffror. EBIT uppgick till 6,2 MSEK (26,3), och EBIT-marginalen uppgick 6,1 % jämfört med 17,7 % i Q2'22. Den lägre marginalen förklaras huvudsakligen av den lägre försäljningen och den försämrade bruttomarginalen i kombination med att bolagets rörelsekostnader ökat. Personalkostnader uppgick till 10,2 MSEK (7,0) i kvartalet, och är främst hänförligt till de satsningar som bolaget gör inom service och installation samt energioptimering. Det ser nu ut som att ökningen i personalkostnader och övriga externa kostnader har planat ut, och vi förväntar oss inte någon kraftig ökning i dessa framöver. Vidare fortgår fusionen mellan tre av bolagets dotterbolag, vilket förväntas leda effektiviseringar och något lägre kostnader.

Kostnader och antal anställda



Väsentliga händelser under och efter kvartalet

Optiheat

Genom dotterbolaget Optiheat säljer Gullberg & Jansson produkter för energioptimering i fastigheter. Inriktningen är bostäder och industri, och produkterna inkluderar golvvärme, fördelare, basenheter och värmepumpar.

Under sommaren påbörjade bolaget en installation av ett komplett energisystem i flygplanstillverkaren Blackwings lokaler i Landskrona, och projektet förväntas vara färdigställd inom en snar framtid². Vidare meddelade Gullberg & Jansson i början av juli att de tecknat ett avtal med Renovent Sp/f om exklusiv agentur på Optiheats energisystem på Färöarna. VD Peter Bäck poängterar att han ser stor potential på marknaden, och att 17 000 hem på Färöarna idag värms upp med olja. Det finns sedan tidigare sju kompletta anläggningar som använder Optiheat på Färöarna. I slutet av augusti efter att Q2-rapporten publicerats meddelade bolaget att Optiheat har påbörjat en installation av ett nytt energisystem till garaget i SALK tennishall i Stockholm. Garaget ska värmas upp men även avfuktas med hjälp av Optiheats system, vilket vi anser visar på flexibiliteten i produkten.

Vi bedömer att utvecklingen för Optiheat är intressant att hålla koll på framöver. Bolagets produkter för uppvärmning och energioptimering ligger rätt i tiden, och vi anser att de har potential att bli en tillväxtmotor långsiktigt. Med det sagt befinner vi oss relativt tidigt i lanseringsfasen och vi tror det kommer dröja innan Optiheats produkter utgör en betydande del av Gullberg & Janssons försäljning. Det är därför viktigt att ha realistiska förväntningar på Optiheat på kort sikt.

Utökat produktsortiment

I slutet av juni meddelade Gullberg & Jansson att de utökat produktsortimentet ytterligare genom att ingå ett avtal med det belgiska bolaget Coverseal. Bolaget tillverkar ett särskilt typ av poolskydd som är extra motståndskraftigt och därmed står emot mer extrema klimatförhållanden. Vidare ger skyddet en ökad isolering, vilket gör att kunden sparar energi. Avtalet är i linje med bolagets strategi att diversifiera verksamheten genom att utöka produkterbjudandet.

Nuläge & outlook

Flera av de marknader som Gullberg & Jansson är verksamma på fortsätter att vara pressade, och flera externa faktorer påverkar bolagets verksamhet negativt. Försämrade utsikter för konjunkturen kombinerat med att hushållen pressas av inflation har lett till att efterfrågan på bolagets produkter sjunkit. I Q2 förstärktes effekten ytterligare av ogynnsamma väderförhållanden mot slutet av våren och början av sommaren. En period av torka resulterade i omfattande skador på många gräsmattor, vilket hade en negativ inverkan på försäljningen av vissa produkter inom Professionell Grönyta. Vidare fortsätter höga inköspriser och en ogynnsam valutakurs att pressa bolagets marginaler. Slutligen investerar bolaget i framtida tillväxt och för att minska beroendet av enskilda produktsegment, vilket ytterligare påverkar lönsamheten negativt.

I vår förra uppdatering skrev vi att försäljningen måste ta fart för att bolaget ska komma på rätt spår igen, men att det kan ta tid med tanke på rådande marknadsläge. Vi räknar med att de produktkategorier inom Hem & Utemiljö där privatpersoner är slutkonsumenter kommer fortsätta ha det mycket tufft under resten av 2023. Vi blev dock positivt överraskade av Professionell Grönyta i kvartalet, och räknar med att det affärsområdet klarar sig bättre. Vi är fortsatt positiva till Optiheat, och flera spännande avtal har slutits under kvartalet. Det är dock viktigt att vara realistisk, och vår tro är att det kommer dröja flera kvartal innan Optiheats produkter utgör en betydande del av bolagets totala försäljning.

Det går att identifiera flera yttre faktorer som gör att Gullberg & Jansson har det tufft just nu. Det är dock inget som bolaget kan påverka, och de måste göra det bästa de kan av situationen. Enligt oss bör den högst prioriterade åtgärden vara att säkerhetsställa att bolaget kan rida igenom den här stormen till andra sidan. Sedan Q2'22 har bolagets likvida medel succesivt minskat till historiskt låga nivåer, vilket innebär att bolaget inte längre har samma ekonomiska flexibilitet och möjlighet att finansiera verksamheten med kassa vid negativa resultat. Om de tuffa marknadsförhållandena består under en längre tid finns det risk att bolaget kommer att behöva extern finansiering. Detta är något som ledningen tar på största allvar, vilket Peter Bäck betonar i VD-ordet och vår intervju.

Det bolaget kan göra här och nu för att motverka den negativa utvecklingen är att implementera en ökad kostnadskontroll, vilket är något VD Peter Bäck påpekade i rapporten för första kvartalet 2023. Bolaget arbetar med en omorganisering där en sammanslagning av avdelningar förväntas skapa en effektivare organisation och administration. Vår förhoppning är att omorganiseringen kan leda till synergier på kostnadssidan.

Vi anser att de utmaningar Gullberg & Jansson står inför nu är tillfälliga, och står fast vid att satsningarna bolaget gjort på organisationen och produkt erbjudandet kommer att betala av sig när bättre tider kommer.

Finansiell ställning

Gullberg & Jansson hade vid utgången av Q2'23 en kassa på 17,5 MSEK samt räntebärande skulder på 9,8 MSEK vilket ger en nettokassa på 7,7 MSEK exklusive leasing.

Finansiell ställning	
Kassa vid utgången av Q1'23	35,5 MSEK
Räntebärande skulder vid utgången av Q1'23	10,0 MSEK
Nettokassa vid utgången av Q1'23	25,5 MSEK
Kassa vid utgången av Q2'23	17,5 MSEK
Räntebärande skulder vid utgången av Q2'23	9,8 MSEK
Nettokassa vid utgången av Q2'23	7,7 MSEK

Trots att bolaget hade ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten i kvartalet minskade kassan med 18,0 MSEK från 35,5 MSEK Q1'23, vilket till stor del förklaras av utbetalningen av en tilläggsköpeskilling på 34,7 MSEK avseende förvärvet av Nomaco-bolagen, som idag ingår i affärsområdet Professionell Grönyta.

Jämfört med Q2'22 har kassan minskat från 96,8 MSEK till 17,5 MSEK. Det innebär att bolaget i inte har samma möjlighet som tidigare att finansiera verksamheten med kassa vid negativa kvartalsresultat. Bolagets ledning är väl medvetna om detta, och i VD ordet uppger Bäck att "Bolagets styrelse och ledning utvärderar löpande koncernens finansiella styrka och tillgång på likvida medel." Sammantaget anser vi att risken kopplad till balansräkningen har ökat succesivt, och att det inte går att utesluta att extern finansiering kommer krävas om bolaget går med förlust under kommande kvartal.

Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	8 734 501	Börsvärde (MSEK)	196,5
Aktiekurs (SEK)	31,3	Nettokassa (MSEK)	7,7
		Enterprise value (MSEK)	188,8

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	282 MSEK	P/S	0,7
EBIT	3,7 MSEK	EV/EBIT	53,3
Vinst	-5,4 MSEK	P/E	neg
FCF	-94,9 MSEK	P/FCF	neg

Källa: Börldata

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,6	11,9	10,3	9,5
Snitt 5 år	1,2	10,7	12,9	6,4

Källa: Börldata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
27,0%	4,6%	1,3%	-1,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
-10,5%	-33,7%	-3,7	-2,5%

Källa: Börldata

Estimat

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	273,0	360,4	432,5	497,4
% y-o-y	3,5%	-28,5%	32,0%	20,0%	15,0%
Övriga intäkter	9,5	5,4	6,0	6,5	7,0
Summa intäkter	391,4	278,5	366,4	439,0	504,4
<i>P/S</i>	<i>0,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>
Bruttoresultat	114,0	71,7	97,4	118,0	136,9
<i>Bruttomarginal</i>	<i>29,9%</i>	<i>26,3%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,5%</i>
% y-o-y	-5,8%	-37,1%	35,9%	21,1%	16,0%
<i>P/GP</i>	<i>1,7</i>	<i>2,7</i>	<i>2,0</i>	<i>1,7</i>	<i>1,4</i>
Summa kostnader	-341,6	-282,2	-343,0	-395,2	-442,0
% y-o-y	10,8%	-17,4%	21,5%	15,2%	11,8%
EBIT	49,8	-3,8	23,4	43,8	62,4
<i>EBIT-marginal</i>	<i>13,0%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>12,5%</i>
% y-o-y	-28,2%	-107,6%	-721,6%	87,0%	42,4%
<i>EV/EBIT</i>	<i>3,8</i>	<i>-50,1</i>	<i>8,1</i>	<i>4,3</i>	<i>3,0</i>
Vinst	28,5	-5,6	15,4	31,6	46,2
<i>Vinstmarginal</i>	<i>7,5%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,3%</i>
% y-o-y	-43,2%	-119,6%	-377,2%	104,2%	46,5%
<i>P/E</i>	<i>6,9</i>	<i>-35,3</i>	<i>12,7</i>	<i>6,2</i>	<i>4,3</i>

För att värdera Gullberg & Jansson estimerar vi bolagets resultaträkning fram till 2026, och applicerar sedan en vinstmultipl vi anser vara rimlig. Vi har valt att värdera bolaget till 11x vinsten, vilket är lägre än snittvärderingen de senaste fem åren.

Vi väljer att göra vissa justeringar i våra estimat framöver. Eftersom försäljningen för Q2'23 var starkare än vi förväntat oss väljer vi att skruva upp estimaten för nettoomsättningen framöver. Bruttomarginalen i kvartalet var lägre än vi räknat med, så vi skruvar ner förväntningarna på den i närtid. Vi räknar dock fortfarande med att bruttomarginalen ska stiga från nuvarande nivåer på längre sikt. Även personalkostnader och övriga externa kostnader var högre än vi räknat med i kvartalet, så vi väljer att skruva upp förväntningarna på dem något. Sammantaget leder det till att förväntad omsättning 2025E blir något högre, och att förväntad vinst blir något lägre än vi tidigare räknat med. Vi vill poängtera att det osäkra konjunkturella läget medför en hög grad av osäkerhet i estimaten, och att de kan komma att revideras i takt med att situationen utvecklas.

Värdering				
	Multipl	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	11	46,2	508,5	58,2
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>11</i>	<i>32,4</i>	<i>355,9</i>	<i>40,8</i>

Nedan kan vi se potentiell avkastning för 2026E 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
2026E	2,59	158,7%	31,2%	1,81	81,1%	18,5%

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

Känslighetsanalys						
VINSTx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
9	416,0	47,6	111,7%	291,2	33,3	48,2%
10	462,3	52,9	135,2%	323,6	37,0	64,6%
11	508,5	58,2	158,7%	355,9	40,8	81,1%
12	554,7	63,5	182,3%	388,3	44,5	97,6%
13	600,9	68,8	205,8%	420,7	48,2	114,0%
14	647,2	74,1	229,3%	453,0	51,9	130,5%

Utvecklas bolaget enligt våra estimat ser vi en potentiell uppsida i aktien för 2026E på 81,1 % efter en applicerad säkerhetsmarginal på 30 %.

Källor

1. [Gullberg & Jansson: Q2'23](#)
2. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Gullberg & Jansson: Optiheat har tecknat ett exklusivavtal med Renovent Sp/f på Färöarna](#)
3. [MFN.se > Gullberg & Jansson > Gullberg & Jansson: Optiheat levererar och installerar energisystem till garaget i SALK tennishall i Stockholm](#)

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

