

2023-11-28

Gullberg & Jansson redovisade en minskad omsättning, EBIT och vinst jämfört med Q3'22. Nettoomsättningen minskade med 19,0 % till 54,8 MSEK (67,6). EBIT minskade till -25,9 MSEK (5,6), vilket främst var hänförligt en icke-kassaflödespåverkande engångspost. Även kvartalets vinst påverkades av en engångspost, och den uppgick till -14,8 MSEK (4,9) i kvartalet.

Fortsatt tuffa marknadsförhållanden

Bolagets verksamhet fortsätter påverkas negativt av den försämrade ekonomiska situationen, präglad av inflation och högre räntor. Under perioder av finansiell osäkerhet och ökade priser, minskar konsumenternas benägenhet att köpa sällanköpsvaror, vilket utgör en betydande del av bolagets försäljning inom Hem & Utemiljö. Bolaget ser även en avvaktande efterfrågan inom affärsområdet Professionell Grönyta, även om verksamheten fortsätter att gå starkt i Norge.

Starkt kassaflöde

Trots en negativ lönsamhet var kvartalets kassaflöde starkt. Periodens kassaflöde uppgick till 12,6 MSEK (0,5), vilket är ett resultat av bolagets arbete med att reducera lagernivåerna. VD Peter Bäck understryker att bolagets fortsatta fokus på att sänka lagernivåerna förväntas ha en positiv inverkan på kassaflödet även framöver. Det starka kassaflödet resulterade i att bolagets kassa ökade i kvartalet, och vi anser att risken kopplad till balansräkningen har sjunkit något.

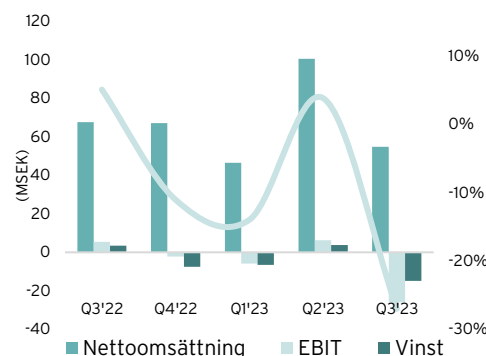
Långsiktig potential

Vi står fast vid att de motgångar som Gullberg & Janson går igenom är tillfälliga, och att bolaget kommer återgå till lönsam tillväxt när marknadsförhållandena normaliseras. Utvecklas bolaget enligt våra estimat ser vi en potentiell uppsida i aktien på 69,7 % för 2026E.

Fakta

VD	Peter Bäck
Lista	Spotlight
Ticker	GJAB
Aktiekurs (SEK)	15,2
Antal aktier (Miljoner)	8,7
Börsvärde (MSEK)	132,8
Nettokassa (MSEK)	-21,0
EV (MSEK)	111,8
Insiderägande	23,9%
Nästa rapport	2024-02-22

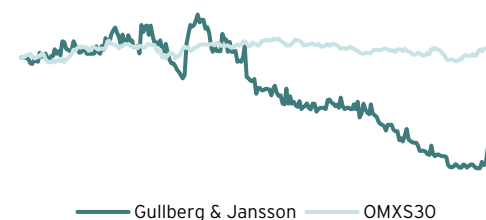
Kvartalsutveckling



Analytiker

Jakob Fritz
jakob.fritz@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Gullberg & Jansson	16,5	-39,0	-54,4

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	256,8	308,2	354,4	389,8
Tillväxt y-o-y	3,5%	-32,8%	20,0%	15,0%	10,0%
P/S	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3
Summa kostnader	-341,6	-290,3	-304,0	-340,6	-367,1
Tillväxt y-o-y	10,8%	-15,0%	4,7%	12,0%	7,8%
EBIT	49,8	-28,2	10,1	20,3	29,8
EBIT-marginal	13,0%	-11,0%	3,3%	5,7%	7,6%
Tillväxt y-o-y	-28,2%	-156,7%	-135,9%	100,3%	46,9%
EV/EBIT	2,2	-4,0	11,0	5,5	3,8
Vinst	28,5	-15,5	4,9	13,0	20,5
Vinstmarginal	7,5%	-6,0%	1,6%	3,7%	5,3%
Tillväxt y-o-y	-43,2%	-154,2%	-132,0%	162,1%	58,0%
P/E	4,7	-8,6	26,8	10,2	6,5

Key Insights



Låg värdering

På våra estimat för 2024E värderas aktien till P/E 10,2, och P/E 6,5 2026E. Vi anser att det är lågt jämfört med hur bolaget värderats historiskt.



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.

"Under kvartalet har arbetet med lagret inneburit att vi förbättrat vårt kassaflöde. Kassaflödet för den löpande verksamheten inklusive förändring av rörelsekapital uppgick för kvartalet till 14,8 MSEK mot 2,5 MSEK samma period föregående år."

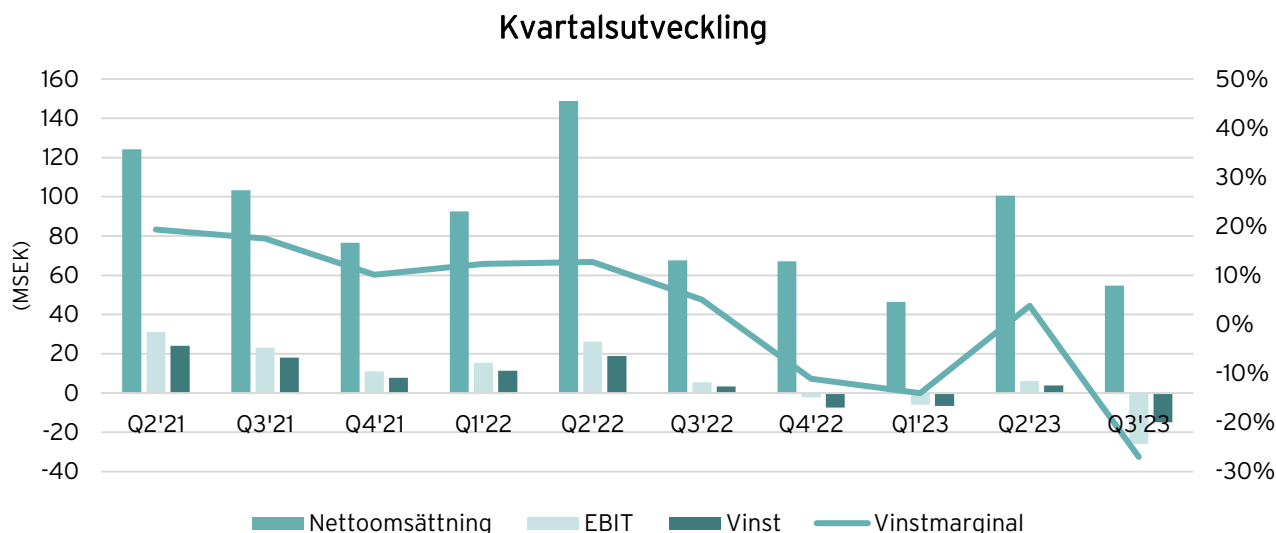
- Peter Bäck, VD Gullberg & Jansson

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 Q3'22. Nettoomsättningen minskade med 19,0 % till 54,8 MSEK (67,6). EBIT minskade till -25,9 MSEK (5,6), vilket främst var hänförligt en icke-kassaflödespåverkande engångspost. Även vinsten påverkades av en engångspost, och den uppgick till -14,8 MSEK (4,9) MSEK i kvartalet. Justerat för engångsposterna uppgick EBIT till drygt -2,2 MSEK, och vinsten till drygt -2,3 MSEK i kvartalet. Trots en negativ EBIT och vinst var bolagets kassaflöde starkt, och periodens kassaflöde uppgick till 12,6 MSEK (0,5). Detta är ett resultat av bolagets arbete med att reducera lagernivåerna.

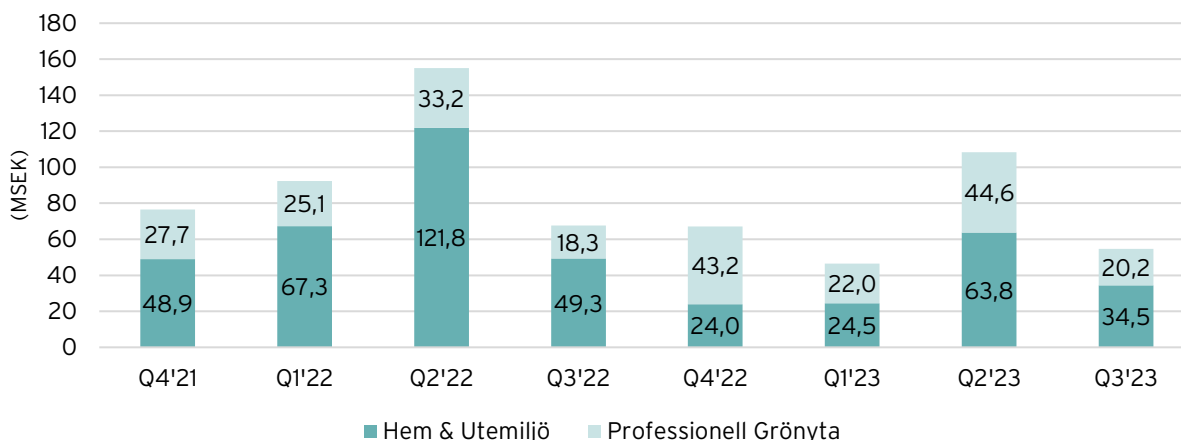


Försäljning

Gullberg & Janssons affärsområde Hem & Utemiljö såg en kraftig nedgång i omsättningen, med en minskning på 30,0 % till 34,5 MSEK (49,3) y-o-y. Denna nedgång förklaras främst av den svaga ekonomiska situationen i Sverige. Höjda priser på allt från mat till räntor har pressat konsumenterna, vilket lett till att de dragit ner på köp av sällanköpsvaror, en kategori som många av Hem & Utemiljöns produkter tillhör. VD Peter Bäck betonade i vår intervju i samband med rapporten att detta affärsområde är särskilt känsligt för ränteförändringar, och att en räntesänkning troligtvis skulle ge en positiv effekt på försäljningen. Intressant nog påpekade Bäck i VD ordet att denna nedgång i efterfrågan inte är lika omfattande i andra europeiska länder, vilket indikerar att Sverige står inför särskilt stora utmaningar.

Affärsområde Professionell Grönyta uppvisade däremot en ökning i försäljningen på 10,4% till 20,2 (18,3) MSEK y-o-y. Detta beror på att kundbasen främst består av fastighetsbolag, kommuner och kyrkogårdsförvaltningar, som inte är lika påverkade av konjunkturen som privatkonsumenter. Trots detta upprepar Bäck en försiktighet bland professionella kunder, särskilt de inom fastighetssektorn som drabbats av högre räntor. På den positiva sidan lyfter Bäck fram Norge som ett föregångsland, där försäljningen har varit stark under hela året. Han betonar att Norge är ledande inom elektrifieringen av grönytebranschen, med kommuner som ofta kräver elektriska maskiner i sina upphandlingar. Vår tro är fortsatt att affärsområdet är starkt positionerat inför framtiden, och att det är väl anpassat för att dra nytta av de växande trenderna inom grön energi och minskat beroende av fossila bränslen.

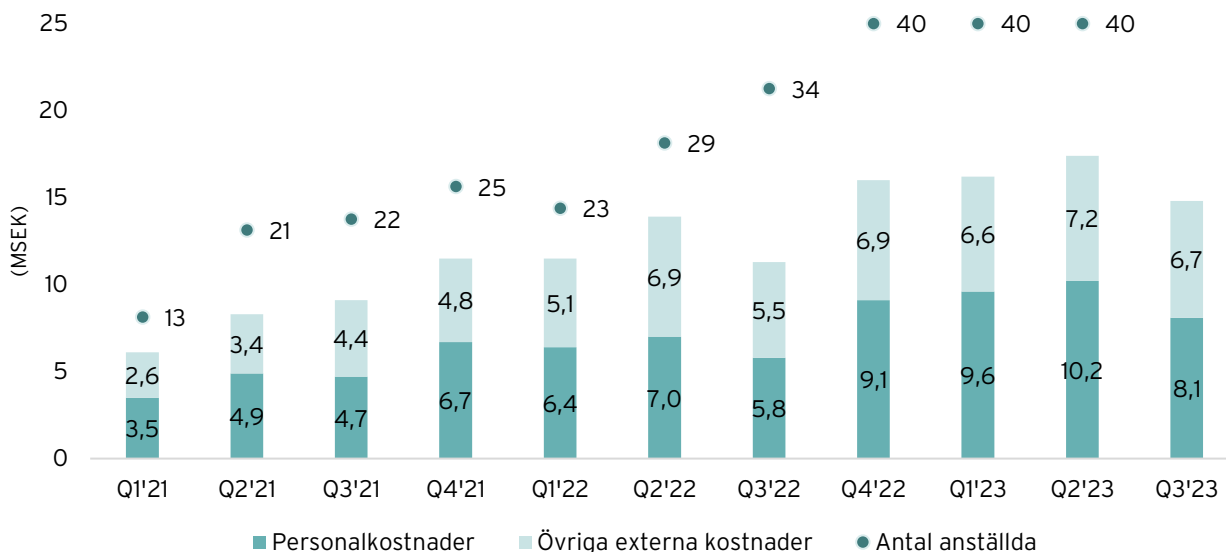
Intäktsfördelning affärsområden



Lönsamhet och marginal

Bruttoresultatet uppgick till 15,0 MSEK (17,7) i kvartalet, och bruttomarginalen uppgick till 27,4 %, en ökning både y-o-y och q-o-q. Gullberg & Jansson gör inköp främst i EUR och USD, men säljer majoriteten av sina produkter i SEK. Eftersom valutakurser fluktuerar kan även bruttomarginalen röra sig upp och ner mellan kvartalen.

EBIT i kvartalet uppgick till -25,9 MSEK (5,5), vilket innebar en kraftigt försämrad lönsamhet. Det är dock till stor del hänförligt ned nedskrivning av goodwill på 23,6 MSEK, vilket är kopplat till förvärvet av Nomacobolagen som gjordes under 2021. Nedskrivningen är dels hänförlig en högre diskonteringsränta, vilket påverkar värderingen av förvärvet negativt. Det beror även på en mer försiktig syn på förvärvets framtida utveckling. I samband med nedskrivningen justerades även optionsskulden, vilket hade en positiv inverkan på resultatet före skatt med cirka 12,0 miljoner SEK. Justerat för engångsposterna uppgick EBIT till drygt -2,3 MSEK, och vinsten till -3,2 MSEK i kvartalet. Det är visserligen en nedgång q-o-q och y-o-y, men långt ifrån så kraftig som det ser ut vid första anblick. Det är viktigt att påpeka att dessa engångsposter inte är kassaflödespåverkande.



Finansiell ställning

Gullberg & Jansson hade vid utgången av Q3'23 en kassa på 30,6 MSEK (17,5 i Q2'23) samt räntebärande skulder på 9,6 MSEK, vilket ger en nettokassa på 21,0 MSEK exklusive leasing.

Finansiell ställning	
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
Kassa vid utgången av Q3'23	30,6 MSEK
Räntebärande skulder vid utgången av Q3'23	9,6 MSEK
Nettokassa vid utgången av Q3'23	21,0 MSEK

Under 2022 prioriterade bolaget att möta efterfrågan och säkerställa leveranser till kunder, vilket ledde till en lageruppbyggnad. När efterfrågan vikit har det resulterat i att bolaget har oönskvärt höga lagernivåer. Bäck är tydligt med att det inte finns någon risk för att produkterna blir föråldrade, men att det innebär betydande kapitalbindning. Under kvartalet har bolaget därför genomfört åtgärder för att minska lagernivåerna, vilket haft en positiv inverkan på bolagets operativa kassaflöde i kvartalet. Periodens kassaflöde förbättrades avsevärt i kvartalet, och uppgick till 12,6 MSEK, vilket resulterade i att bolagets kassa ökade från 17,5 till 30,6 MSEK q-o-q. Bäck påpekade i VD ordet att ytterligare åtgärder för att minska lagernivåerna bör ha en gynnsam effekt på kassaflödet framöver.

Det var glädjande att se att bolaget lyckats konvertera lagret till kassaflöde, vilket lett till kassauppbyggnad i kvartalet. Enligt vår bedömning innebär det att risken kopplad till balansräkningen har sjunkit något, och att sannolikheten för att en nyemission kommer behövas i närtid har minskat.

Nuläge & outlook

Gullberg & Jansson står inför utmaningar på flera av sina marknader, där externa faktorer såsom en svagare konjunktur påverkar verksamheten negativt. Inflationen har pressat hushållen, vilket i sin tur har lett till minskad efterfrågan på bolagets produkter. Vi står fast vid att en ökning i försäljningen är nyckeln till att bolaget ska komma på fötter igen, även om det kan ta tid med tanke på det nuvarande marknadsläget.

Inom segmentet Hem & Utemiljö, där privatpersoner är huvudkonsumenter, förutspår vi fortsatta utmaningar, särskilt under Q4'23. Däremot ser vi en ljusare framtid för affärsområdet Professionell Grönyta, eftersom dessa kunder inte är lika känsliga för ränteförändringar. Vi är också optimistiska om Optiheat och förväntar oss att bolaget kommer att börja generera betydande försäljning under 2024.

Det var en positiv överraskning att se det starka kassaflödet under kvartalet, vilket markerar en vändning efter tre kvartal av minskande kassa. Tidigare uttryckte vi oro över den minskande kassan och risken för att bolaget skulle behöva extern finansiering om det svåra marknadsklimatet fortsatte. Nu ser vi dock att denna risk har minskat, särskilt eftersom vi förväntar oss att kassaflödet kommer att förbli starkt även kommande kvartal.

Gullberg & Jansson fortsätter att arbeta aktivt för att kontrollera situationen, vilket visas genom kvartalets starka kassaflöde. Bolaget har fortsatt arbetet med att anpassa sina kostnader till den minskade försäljningen genom att väga nyttan av utgifter mot vad de kan generera för framtida värde. Bolaget har genomfört fusioner av flera dotterbolag för att skapa effektivitet och förväntas slutföra dessa vid utgången av 2023. Dessutom har personalstyrkan inom affärsområdet Hem och Utemiljö minskats med cirka 20,0 % under 2023, en åtgärd som delvis balanseras av nya rekryteringar inom Optiheat. Bolaget arbetar för att förbättra sitt sortiment och produktmix inför 2024, med målet att uppnå tillväxt och lönsamhet på lång sikt. Vi tror att Optiheat är väl positionerat inom energieffektivitet och hållbar energi, och lanseringen av Växthusbolaget samt satsningen på att bygga upp serviceorganisationen kan ge utväxling när marknaden vänder.

Sammanfattningsvis ser vi Gullberg & Janssons nuvarande utmaningar som tillfälliga. Vår tro är fortsatt att de investeringar bolaget gjort i sin organisation och produktutbud kommer att löna sig när marknaden återhämtar sig.

Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	8 734 501	Börsvärde (MSEK)	132,8
Aktiekurs (SEK)	15,2	Nettokassa (MSEK)	21,0
		Enterprise value (MSEK)	111,8

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	269 MSEK	P/S	0,5
EBIT	-27,7 MSEK	EV/EBIT	neg
Vinst	-22,6 MSEK	P/E	neg
FCF	-81,4 MSEK	P/FCF	neg

Källa: Börldata

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1,5	9,7	9,5	8,3
Snitt 5 år	1,2	9,1	11,6	5,8

Källa: Börldata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
27,3%	2,1%	neg	neg
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
neg	neg	neg	neg

Källa: Börldata

Estimat

<i>(MSEK)</i>	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	381,9	256,8	308,2	354,4	389,8
% y-o-y	3,5%	-32,8%	20,0%	15,0%	10,0%
Övriga intäkter	9,5	5,3	6,0	6,5	7,0
Summa intäkter	391,4	262,1	314,2	360,9	396,8
<i>P/S</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>
Bruttoresultat	114,0	69,2	84,6	97,9	108,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>29,9%</i>	<i>26,9%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,6%</i>	<i>27,9%</i>
% y-o-y	-5,8%	-39,3%	22,3%	15,8%	11,0%
<i>P/GP</i>	<i>1,2</i>	<i>1,9</i>	<i>1,6</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>
Summa kostnader	-341,6	-290,3	-304,0	-340,6	-367,1
% y-o-y	10,8%	-15,0%	4,7%	12,0%	7,8%
EBIT	49,8	-28,2	10,1	20,3	29,8
<i>EBIT-marginal</i>	<i>13,0%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>7,6%</i>
% y-o-y	-28,2%	-156,7%	-135,9%	100,3%	46,9%
<i>EV/EBIT</i>	<i>2,2</i>	<i>-4,0</i>	<i>11,0</i>	<i>5,5</i>	<i>3,8</i>
Vinst	28,5	-15,5	4,9	13,0	20,5
<i>Vinstmarginal</i>	<i>7,5%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,3%</i>
% y-o-y	-43,2%	-154,2%	-132,0%	162,1%	58,0%
<i>P/E</i>	<i>4,7</i>	<i>-8,6</i>	<i>26,8</i>	<i>10,2</i>	<i>6,5</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 prognoser. Med tanke på den nuvarande tuffa marknadssituationen, som vi bedömer kommer att fortsätta en bit in i 2024, har vi sänkt våra förväntningar på omsättningen. Å andra sidan har vi höjt våra förväntningar på bruttomarginalen något. Det grundar sig främst på ett antagande om att den svenska kronan kommer att stärkas mot både euro och dollar över tid. Vi har även justerat upp våra förväntningar på personalkostnaderna, då antalet anställda vid periodens slut var högre än vad vi hade räknat med.

Dessa justeringar innebär att vi nu förväntar oss en lägre omsättning, EBIT och vinst framöver jämfört med våra tidigare prognoser. Det är viktigt att betona att det rådande osäkra konjunkturella läget medför en hög grad av osäkerhet i estimatet, och de kan komma att revideras allteftersom situationen utvecklas.

Slutligen vill vi påpeka att bruttomarginalen har en betydande inverkan på förväntad EBIT och vinst. Bruttomarginalens utveckling är starkt kopplad till valutakursfluktuationer, vilket gör den svår att estimeras med precision.

Värdering				
	Multipl	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	11	20,5	225,3	25,8
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>11</i>	<i>14,3</i>	<i>157,7</i>	<i>18,1</i>

Nedan kan vi se potentiell avkastning för 2026E om bolaget utvecklas i linje med våra estimat och vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30,0 %.

Potentiell avkastning						
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,70	69,7%	18,6%	1,19	18,8%	5,7%

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	184,3	21,1	38,8%	129,0	14,8	-2,8%
10	204,8	23,4	54,3%	143,4	16,4	8,0%
11	225,3	25,8	69,7%	157,7	18,1	18,8%
12	245,8	28,1	85,1%	172,0	19,7	29,6%
13	266,3	30,5	100,5%	186,4	21,3	40,4%
14	286,7	32,8	116,0%	200,7	23,0	51,2%

Utvecklas bolaget enligt våra estimat ser vi en potentiell uppsida i aktien för 2026E på 69,7 %.

Källor

1. [Gullberg & Jansson: Q3'23](#)
2. [\(14\) Gullberg & Jansson: VD-intervju med Peter Bäck avseende Q3'23 - YouTube](#)

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 inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys