

Green Landscaping Group

God historik och starka framtidsutsikter

Green Landscaping Group är ett bolag som verkar inom mark-, grönyteskötsel och anläggning med en stark förvärsstrategi med mål att förvärva mellan 8-10 bolag om året. Deras främsta drivkraft för tillväxt är genom förvärv som finansieras genom både lån och aktier. Trots en relativt hög belåning som är 2,7ggr EBITDA har bolaget ett generöst finansieringsavtal samt ett utökat återköpsprogram av egna aktier för att minska risken för utspädning vid aktie-finansierade förvärv. Utifrån vår DCF-analys och multipelvärdering anser vi att bolaget är undervärderat och rekommenderar därför ett köp.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	5831,0	6297,5	6927,2	9,0%
EBITDA	741,0	799,8	1003,8	16,4%
EBIT	394,0	428,2	554,2	18,6%
EBT	292,0	313,2	390,9	15,7%
Resultat	216,0	225,0	276,7	13,2%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	8,5	7,9	6,3
EV/EBIT	16,1	14,8	11,4
P/E	29,3	28,1	22,9

Analytiker

Filippa Docherty Skogh
Lina Johansson

Nyckeltal

Handelsplats	MidCap Stockholm
Sektor	Tjänster
Börsvärde (MKR)	4090
Enterprise Value	6334
Nettoskuld/EBITDA	2,7
Direktavkastning (%)	0
P/E	17,4
EV/EBIT	7,9
EPS	4,04
ROE (%)	14,5
ROIC (%)	10,5
ROA (%)	4

Värdering

Aktiekurs	72,00 kr
Riktkurs DCF	93,69kr
Riktkurs Peers	88,56kr
Uppsida/nedsida	-18/+55%
Rekommendation	Köp



Investment Case

Green Landscaping Group är verksam på en attraktiv och stabil marknad, med en lönsam affärsmodell och en värdeskapande M&A strategi. Bolaget står inför en ökad konkurrens på marknaden till följd av byggnadskrisen som råder, vilket resulterat i nedåtgående EBITA-marginaler. För att motverka nedgången väljer företaget nu att satsa på nya marknader med högre marginaler.

En attraktiv och stabil marknad

Green Landscaping Group verkar på en marknad som kännetecknas av låg cyklicitet till följd av långsiktiga underhållsavtal med främst den offentliga men även privat sektor. Trots eventuell lågkonjunktur förblir kundernas budget för utomhusområden relativt stadig och Green Landscaping fortsätter att leverera. Marknaden karaktäriseras av höga inträdesbarriärer i form av krav på referenskunder och referensprojekt, kvalifikationer och certifieringar samt betydande resurser. Utöver detta gynnas bolaget av megatrender såsom urbanisering och ökade krav på hållbara utomhusområden.

Rätt och lönsam affärsmodell

Bolaget har en oerhört decentraliserad affärsmodell som möjliggör en stark lokal förankring och tillåter bolaget att verka nära kunden trots sin storlek. Green Landscaping Group består av 54 entreprenöriella bolag som prioriterar långsiktigt ägande. Bolaget förvärvar företag på lokala marknader där de kan skapa cluster, vilket möjliggör för ömsesidigt lärande inom koncernen.

Beprövad och värdeskapande M&A strategi

Då Green Landscaping Group's tillväxt främst sker genom förvärv är deras erfarna M&A team otroligt viktigt. Vid förvärv så behåller det förvärvade bolaget sin egen ledningsgrupp, varumärke och affärsmodell för att inte störa det nuvarande konceptet som legat till grund för deras lokala framgång.

Ny satsning

Green Landscaping Group har till följd av den rådande byggnadskrisen mötts utav en hårdare konkurrens och till följd av detta behövt sänka sina marginaler inom bolagets största segment; Sverige. Bolaget väljer nu i stället att satsa på nya marknader där de jobbar hårt för att ta en marknadsledande position. Fokus ligger främst på Tyskland och Dach-regionen, där majoriteten av framtida förvärv kommer att äga rum. Denna strategi är fördelaktig för företaget, eftersom EBITA-marginalerna är betydligt högre i Tyskland, vilket kommer att skapa en växande EBITA-marginal i hela koncernen.

Värdering

Med god tillväxtpotential och möjlighet till ökade marginaler har våra, relativt konservativa estimat, lett till en uppsida om 30%. Peervärderingen är svår att genomföra då börsnoterade konkurrenter är svåra att hitta, vilket därmed resulterar i en svårtolkad peervärdering. Trots detta har vi valt att rekommendera ett **köp**.



Affärsmodell

Green Landscaping Group är förvärvsintensivt och deras främsta drivkraft för tillväxt är genom förvärv. Under 2023 ökade nettoomsättningen med 21 procent och organisk tillväxt stod för tre procent av denna tillväxt. Företaget är ett hem för entreprenörer och är mycket decentraliserat. Organisationen är platt och mer än 99 procent av deras medarbetare är anställda hos deras operativa bolag. Genom att förvärva framgångsrika mindre företag med stor yrkesskicklighet, stark lokal förankring och hög och uthållig lönsamhet, skapas en multinationell koncern med småföretagaranda. Grunden för att tjäna pengar genom denna decentraliserade affärsmodell är genom nöjda kunder, lojala medarbetare och en lönsamhet som ligger över branschsnittet. I en intervju från juni 2024 berättar VD Johan Nordström att Green Landscaping har en lönsamhet på 9 procent och att branschsnittet ligger på 4,5 procent.

Green Landscaping Group har huvudsakligen två affärsområden:

1. Mark- och grönyteskötsel

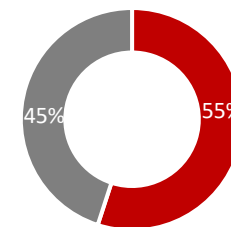
Inom mark- och grönyteskötsel erbjuds ett brett utbud av underhållstjänster av mark- och grönytor såsom renhållning, gräsklippning, beskärning, plantering, lövupptagning, väg- och gatuskötsel. Under vintertid sker snöröjning och halkbekämpning av gator, vägar, parkeringsytor, torg och fastighetsmark. Verksamheten kännetecknas av flerårskontrakt som täcker samtliga årstider, vanligtvis under en period om tre till fem år med möjlig förlängning om ytterligare två till fyra år. I de flesta kontrakt justeras priserna till följd av inflationen, så kallad indexering.

2. Fin planering och anläggning

Koncernen arbetar inom flera områden kopplat till finplanering däribland landskapsarkitektur, markprojektering, växtteknik, projektledning, besiktning och anläggning. Projekt inom finplanering utförs i mindre etapper vilket innebär en minskad projektrisk och projekten har typiskt ett kontraktsvärde

mellan 1–20 mkr. De allra flesta projekten spänner över en tidsperiod mellan 3–6 månader.

Affärsområdenas andel av nettoomsättning (2023)



■ Mark- och grönyteskötsel ■ Finplanering och anläggning

Green Landscaping Group arbetar inte aktivt för att skapa synergier mellan bolagen de förvärvar. De lokala företagen fortsätter som tidigare, men får i och med förvärvet tillträde till ett nätverk av branschkollegor samt tillgång till koncernens resurser. De försöker bygga cluster av bolag så att de kan dra nytta och lära sig av varandra.

Bolagets verksamhet är uppdelad i tre segment; Sverige, Norge samt Finland och övriga Europa.

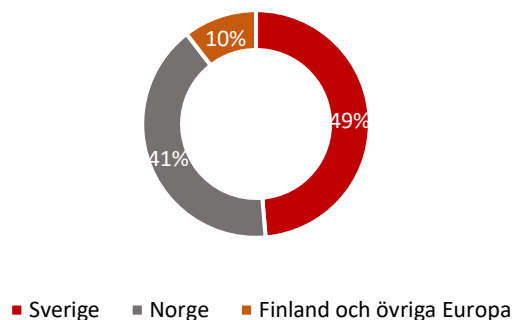
Segment Sverige är koncernens största och består av 29 dotterbolag. Rullande tolv månader har tillväxten i Sverige varit i princip 0 procent. Segment Norge består av 13 dotterbolag och förvärvstillväxten för segmentet uppgick till totalt 4 procent (5 procent organisk, 3 procent förvärv, -4 procent valuta). Segment Finland och övriga Europa är koncernens yngsta och snabbast växande



Affärsmodell

segment. Den består av 12 dotterbolag och tillväxten för förvärv har uppgått till totalt 63 procent senaste RTM (-2 procent organisk, 64 procent förvärv, 1 procent valuta) och den organiska tillväxten uppgick till 5 procent.

Intäkternas fördelning per segment
(2023)



EBITA-marginalen för de olika segmenten ser ut som följande:

Segment	Nettoomsättning Q3	EBITA-marginal Q3
Sverige	621	2,70%
Norge	605	9,80%
Finland & övriga Europa	314	22,00%

GLG's kunder är främst offentlig sektor som står för cirka 70 procent av omsättningen och 30 procent till privat sektor. Bolaget erbjuder inga tjänster direkt till privatpersoner.

Ägarbild och nyckelpersoner

Staffan Salén är den delägare som har störst aktieinnehav och han har suttit som styrelseledamot i bolaget sedan 2018. Den näst största ägaren är Byggmästare Anders J Ahlström Holding AB där styrelseledamot Tomas Bergström är VD. Bergström är den enda i styrelsen som inte har några egna innehav i aktien, men han representerar de aktier ägda av bolaget han är VD för. Johan Nordström är VD för bolaget och även den tredje största ägaren. Han har varit VD sedan 2015 och har över 25 års erfarenhet från ledande befattningar i ett flertal bolag med internationell erfarenhet.

10 största ägare	Kapital	Röster
Staffan Salén med familj och bolag	16,5%	16,5%
Byggmästare Anders J Ahlström Holding AB	16,1%	16,1%
Johan Nordström	6,3%	6,3%
Handelsbanken Fonder	5,5%	5,5%
Capital Group	5,3%	5,3%
Andra AP-Fonden	4,5%	4,5%
AFA Försäkring	4,1%	4,1%
Odin Funds	3,5%	3,5%
Nordnet Pension Insurance	3,0%	3,0%
Amiral Gestion	2,2%	2,2%



Affärsmodell

Finansiella mål

Green Landscaping Group finansiella mål:

- Nettoomsättningstillväxt, 10%
- EBITA-marginal, 8%
- Nettoskuld i relation till EBITDA, inte överstiga 2,5ggr långsiktigt
- Utdelning till aktieägarna, 40%

Måluppfyllelse Q3 2024:

- Nettoomsättningstillväxt, 8%
- EBITA-marginal, 8,4%
- Nettoskuld i relation till EBITDA är 2,7ggr
- Utdelning till aktieägarna, 0%

Bolaget har sedan 2020 uppnått sitt nettoomsättningsmål om 10%, men som däremot i år verkar bli något lägre än målet på 8%. EBITA-marginalen har de två senaste åren överstigit målet på 8% och i Q3 rapporten låg EBITA-marginalen på 8,4%. Bolagets nettoskuld har överstigit önskad nivå och var under Q3 2,7ggr EBITDA. Bolagets finansieringsavtal innehåller en kovenant, det vill säga ett finansiellt villkor, som har en gräns på nettoskuldsättningen i förhållande till EBITDA. Bolagets målnivå är lägre än vad som anges i kovenantvillkoret vilket vi ser positivt på då det möjliggör finansiering för framtida förvärv. Bolaget har även finansierat ett flertal av sina förvärv med hjälp av aktier. Det finns risk för utspädning i samband med detta men i juni i år utökade bolaget sitt återköpsprogram av egna aktier för att undvika det till högsta grad.

Styrelsen har tidigare år valt att föreslå att inte genomföra någon utdelning trots deras utdelningsmål om 40%, detta för att de ansåg att bolaget kan generera mer genom förvärv än genom utdelning.



Marknad och Konkurrens

Green Landscaping Group verkar på marknaden för mark- och grönyteskötsel samt finplanering och anläggning i Sverige, Norge, Finland, Litauen och Tyskland. Totalt beräknas den adresserbara marknaden uppgå till omkring 325 mdkr. Marknaden kännetecknas av en stabil och uthållig tillväxt, med små variationer mellan åren. Offentlig sektor står för en betydande del av efterfrågan. Den andel av de offentliga kunders totala driftskostnader som läggs på utemiljö är liten och har varit i det närmaste oberoende av konjunktursvängningar under den senaste femtonårsperioden. Att marknaden är kontraktbaserad bidrar till en stabil efterfrågan mellan åren. Samtidigt prioriterar såväl kommuner som privata företag underhåll av utemiljöer också vid lågkonjunktur. Marknaden påverkas positivt av makrotrender såsom urbanisering, befolkningstillväxt och en generell efterfrågeökning av bättre utemiljöer med fokus på hållbarhet.

Samtidigt som marknaden är stor, är den mycket fragmenterad. De allra flesta är mindre aktörer och agerar lokalt. Enbart i Tyskland finns över 19 000 renodlade finplaneringsbolag organiserade i branschförbund. Green Landscaping Group är dock en av få större aktörer. Mångåriga kundrelationer och långa kontrakt är ofta förekommande inom både den privata och den offentliga sektorn. Green Landscaping Group har haft Sverige som hemmamarknad sedan 2009, därefter etablerades koncernen i Norge 2020, i Finland 2021, i Litauen 2022, och Tyskland sedan 2023. Den adresserbara marknaden i Sverige beräknas uppgå till omkring 42 mdkr, Norge omkring 46 mdkr, Finland omkring 17 mdkr, Litauen omkring 6 mdkr och Tyskland omkring 212 mdr.

Den adresserbara marknaden har haft en årlig genomsnittlig tillväxt om 4–6 procent under den senaste femtonårsperioden, underbyggt av de starka och bestående megatrender som behandlas på kommande sidor. Denna årliga tillväxttakt förväntas bestå under överskådlig tid, enligt Green Landscaping

Group's egna analyser samt externa marknadsanalyser. GLGs organiska tillväxt har endast vuxit på grund av marknadens egna tillväxt och de har därmed inte ökat sin relativa marknadsandel.

Under det senaste året har konkurrenssituationen för bolaget ökat till följd av den byggnadskris som just nu råder i Sverige och Norden. Detta har inneburit att mängden längre och mer omfattande projekt har minskat och senare lagts, såsom byggnation av skolor. Detta påverkar inte Green Landscaping direkt, utan indirekt i form av att de stora aktörerna såsom Peab och Skanska nu börjat konkurrera om mindre projekt där Green Landscaping är aktiva. Till följd av detta har andelen anbud på finplanering och anläggningsuppdrag närmast dubblerats. Denna utmanade konkurrenssituation har även påverkat segmenten i Norge och Finland.

Konkurrenter

Vi har haft svårt att hitta direkta konkurrenter till bolaget eftersom de flesta aktörer är små lokala bolag som inte alltid är börsnoterade. Både VD och CFO uttrycker att det finns några få betydande konkurrenter dels på den nordiska marknaden och på den tyska marknaden, men vi har tyvärr inte kunnat identifiera dessa. VD Johan Nordström beskriver den tyska marknaden som okontrollerad just nu där det är främst fyra aktörer som är verksamma. Green Landscaping Group arbetar därför aktivt för att bli den ledande aktören i Tyskland, eftersom de ser detta som en nyckelmarknad i sin strävan att bli störst i Europa.



Värdering

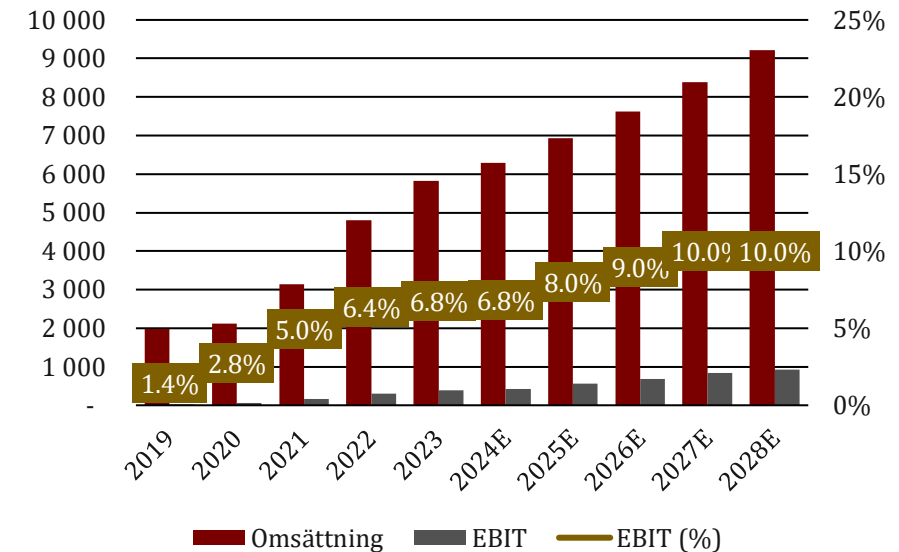
Aktieutvecklingen de senaste månaderna har inte varit positiv. Aktien har gått ned cirka 18 procent sedan peak den 21 augusti 2024 bland annat vilket var ett resultat av en rapport som nådde analytikernas estimat men som marknaden uppenbarligen inte var nöjd med. Resultaten från de två senaste rapporterna har enligt vår mening varit bra samtidigt som de är långt ifrån tidigare års imponerade resultat. Bolaget har däremot själva ansett den tidigare tillväxten som ohållbar och endast tillfällig. Det har även genomförts en del interna avyttringar av aktier vilket kan ha påverkat kursens nedgång.

DCF

Vid beräkning av WACC har vi valt att använda oss av den svenska 10års obligationsräntan om 2,15%. ERPn om 6,1% är tagen från PWCs senaste riskpremiestudie och Betan om 0,88 är från Yahoo Finance. Detta gav en sammantagande WACC om 6,4%. Trots föregående års imponerande omsättningstillväxt om 21,2% har de i år hittills uppnått en omsättningstillväxt om 8% vilket är högre än branschsnittet. Vi estimerar därmed att årets omsättningstillväxt kommer landa på 8% och därefter förväntar vi oss en CAGR om 10% vilket vi grundar i den höga förvärvstakten. Även EBIT-marginalen är stabil och ligger på samma nivå som föregående år om 6,8%. Bolagets främsta mål är att utveckla sin verksamhet i övriga Europa vilket vi ser mycket positiv på då det är den marknaden som har störst EBIT-marginal och vi förväntar oss därmed att den ska växa mot och till och med över målet vilket vi avser vara rimligt med tanke på den starka historiska tillväxten och en mindre konjunkturkänslig affärsmodell. Vi estimerar även högre avskrivningar då vi förväntar oss det i takt med fler förvärv.

Samtliga antaganden gav en riktkurs på 93,69kr vilket är en uppsida om 30% från dagens kurs om 72kr.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Känslighetsanalys

Vår känslighetsanalys visar hur uppsidan förändras ifall estimaten skulle justeras något. Båda känslighetsanalyserna visar hur vår DCF fortfarande hade visat en uppsida vid justeringar av både omsättningstillväxt och EBIT-marginal och även om WACCen hade ökat.

WACC	Change in Revenue						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
7,9%	-35%	-32%	-30%	-28%	-27%	-26%	-25%
7,4%	-22%	-19%	-16%	-13%	-10%	-8%	-6%
6,9%	-7%	-2%	2%	6%	10%	14%	17%
6,4%	13%	18%	24%	30%	35%	40%	45%
5,9%	37%	44%	52%	60%	67%	74%	81%
5,4%	68%	78%	89%	99%	109%	118%	128%
4,9%	110%	124%	138%	151%	165%	178%	191%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
7,9%	-77%	-61%	-45%	-28%	-12%	4%	20%
7,4%	-66%	-48%	-30%	-13%	5%	23%	40%
6,9%	-52%	-33%	-13%	6%	26%	45%	65%
6,4%	-35%	-14%	8%	30%	52%	74%	95%
5,9%	-14%	11%	35%	60%	85%	109%	134%
5,4%	14%	42%	70%	99%	127%	156%	184%
4,9%	51%	85%	118%	151%	185%	218%	252%

Värdering mot peers

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Norva24 Group	26,20	23,20	10,80
Instalco	16,20	14,30	8,70
Bravida Holding	16,00	12,70	8,90
SWECO B	33,10	23,20	17,30
Strabag SE (Tyskland)	6,00	3,20	1,40
Hochtief AG (Tyskland)	12,30	4,00	2,00
Fasadgruppen Group	17,60	12,20	8,80
Average	18,20	13,26	8,27
Green Landscaping Group	17,73	15,05	8,03
Upside/downside	3%	-18%	5%

Vid värdering av peers har vi valt att inkludera både bolag som är verksamma på den svenska och tyska marknaden. Det är däremot svårt att hitta noterade bolag som är direkta konkurrenter och vi har därmed valt att inkludera bolag som är verksamma inom liknande segment. Relativvärderingen visar hur GLG är värderat till ungefär samma pris som sina peers med undantag för EV/EBIT där de är värderade till 18% högre än sina peers. Det går att utläsa hur de två tyska bolagen har betydligt lägre nyckeltal än resterande bolag vilket kan ses som en missvisande faktor. De tyska bolagen är verksamma inom byggbranschen och verkar därmed inte inom precis samma bransch som GLG utan påverkas endast av samma konjunktursvängningar. Det som blir missvisande vid jämförelsen mellan GLG och de tyska bolagen är att de inte heller är verksamma på samma aktiemarknad.

Värdering

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Norva24 Group	26,20	23,20	10,80
Instalco	16,20	14,30	8,70
Bravida Holding	16,00	12,70	8,90
SWECO B	33,10	23,20	17,30
Strabag SE (Tyskland)	6,00	3,20	1,40
Hochtief AG (Tyskland)	12,30	4,00	2,00
Fasadgruppen Group	17,60	12,20	8,80
Average	21,82	17,12	10,90
Green Landscaping Group	17,73	15,05	8,03
Upside/downside	23%	21%	55%

I ovan tabell har de tyska bolagens nyckeltal strukits vid beräkningen av ett genomsnitt vilket då visar att GLG är värderat lägre än genomsnittet. Vid en analys som genomfördes för ett år sedan var genomsnittet lägre än GLG på samtliga nyckeltal vilket indikerar på att aktiekursen har utvecklats i en lägre takt än sina peers i förhållande till bolagets prestation.



Rekommendation

Green Landscaping Group har en affärsidé som på drygt 15 verksamma år gjort bolaget till marknadsledande inom Sverige. Bolaget levererar tjänster vars efterfråga är oberoende av konjunkturläget vilket minskar osäkerheten i bolagets prestation under osäkra tider.

En stabil förvärvstakt som kontinuerligt ökar omsättningen och stärker bolagets närvaro på eftertraktade marknader är något vi värderar högt. Detta utgör därmed grunden för våra estimat, som i vår DCF ger en uppsida på 30 %. Vår känslighetsanalys stärker även våra påståenden då den visar hur en justering i estimaten fortfarande ger en uppsida.

Det finns osäkerheter kring belåningsgraden då bolagets affärsmodell kräver en kontinuerlig förvärvstakt. Däremot är bolagets finansieringsavtal generöst samtidigt som de har utökat sitt återköpsprogram av egna aktier för att minska risken för utspädning av aktier vid betalning av nya förvärv.

Den konjunktursoberoende verksamheten som har haft stark omsättningstillväxt de senaste två åren tyder på att bolaget är kapabla att utvecklas ytterligare. Vi förväntar oss även att GLG kommer öka sina andelar i segmentet övriga Europa där Tyskland, Österrike och Schweiz ligger i fokus. Detta ger stor möjlighet för bolaget att öka sin omsättningstillväxt ytterligare samtidigt som potentialen till ökad EBIT-marginal är stor då EBITA-marginalen i övriga Europa låg på 22% i Q3.

Med starka framtidsutsikterna och goda historiken i ryggen väljer vi att rekommendera **köp**.

