

# Green Landscaping Group

## Grön serieförvärvare på rabatt

Green Landscaping Group (GLG) är en ledande aktör inom mark- och grönyteskötsel samt finplanering i urbana miljöer. Bolaget använder en decentraliserad affärsmodell med en stark entreprenörsanda och lokal förankring där koncernen består av 55 självständiga dotterbolag. Koncernen verkar i 6 europeiska länder på en marknad idag estimerad att vara värd 350 miljarder och erbjuder en beprövad och skalbar affärsmodell med intressanta framtidsutsikter. Green Landscaping Group handlas för tillfället till låga multiplar och DCFen indikerar en stabil uppsida, vilket ligger bakom vår köprekommendation.

Estimat (mkr)	2024	2025E	2026E	CAGR
Omsättning	6352,0	6052,0	6294,1	-0,5%
EBITDA	802,0	733,0	818,2	1,0%
EBIT	419,0	341,0	440,6	2,5%
EBT	271,0	186,0	322,6	9,1%
Resultat	196,0	136,5	210,7	3,7%

Värdering	2024	2025E	2026E
EV/EBITDA	8,2	5,7	5,3
EV/EBIT	15,6	12,8	10
P/E	20	18	12

## Analytiker

Beppe Grönmark  
Arvid Westerberg  
Carl Einarsson

## Nyckeltal

Handelsplats	Nasdaq Stockholm
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	2499,2
Enterprise Value	5250
Nettoskuld/EBITDA	3
Direktavkastning (%)	0
P/E	16,67
EV/EBIT	15,10
EPS	2,87
ROE (%)	10,05
ROIC (%)	7,09
ROA (%)	4,18

## Värdering

Aktiekurs	44 kr
Riktkurs DCF	91,92 kr
Riktkurs Peers	61,16 kr
Riktkurs Multiplar	66,00 kr
Uppsida/nedsida	66%
Rekommendation	Köp



# Investment Case

## Stabil tillväxt och lönsamhet på en stabil marknad

Green Landscaping Group (GLG) uppvisar en stark omsättningstillväxt med en CAGR på 26% sedan 2019. Bolaget lyckas ihop med den höga tillväxttakten generellt upprätthålla en stark och stabil lönsamhet. Green Landscaping Group står stabilt och är en konjunkturokänslig verksamhet och efterfrågan på deras tjänster ökar konstant. Marknaden präglas av förutsägbara och långsiktiga underhållsavtal där tjänsterna som erbjuds "alltid" kommer efterfrågas. Megatrender som den ökade urbaniseringen gynnar GLG i och med att behovet av skötsel- och nyplanering av grönområden ökar när flera människor flyttar in till städerna. Företaget presenterar sig också som den del av lösningen inom klimatkrisen där säkra och hållbara grönområden blir allt viktigare.

## Framgångsrik förvärvsstrategi

Green Landscaping Group har en solid och disciplinerad förvärvsstrategi där målet är att förvärva 8–10 bolag årligen. För tillfället består koncernen av 55 dotterbolag vilket möjliggör en enorm kunskapsmassa och ett stort kunskapsutbyte i koncernen. Kommande år riktas fokus på att fortsätta etablera ett starkt företagskluster i Tyskland, Österrike och Schweiz. Synergierna som uppstår i och med förvärven handlar mycket om kostnadsbesparingar koncernen kan uppnå. GLG är störst gällande omsättning och tillväxttakt på deras marknader.

## Marginaler

Bolaget arbetar aktivt för att stärka marginalerna, särskilt i Sverige och Norge där lönsamheten tillfälligt är pressad på grund av mild vinter, ett tuffare marknadsläge samt nedläggning av svenska verksamheter och en nedskrivning i ett norskt dotterbolag på 21 mkr. I nuläget påverkar dessa åtgärder marginalen negativt, men nedläggningarna väntas på sikt stärka kassaflödet. Vd förutspår att marginalerna kommer att förbättras från 2026, och vi estimerar att EBIT-marginalen gradvis når omkring 7 %, drivet av effektiviseringar i Sverige och fortsatt stark lönsamhet i övriga Europa.

## Aktiepotential

Aktien har haft ett hittills tungt år på börsen och fallit 41%. Aktiekursen har påverkats negativt av lägre omsättningstillväxt och marginaler orsakade av redan presenterade faktorer. På rapportdagen för Q3 föll aktien 9%, vilket enligt oss var en överdrivet hård reaktion. Trots detta anser vi att Green Landscaping Group har en kvarstående stabil affärsmodell, efterfrågan och långsiktiga värde drivare. Därmed ser vi stor potential för en återhämtning och estimerar att aktiekursen kan stiga då marknaden återfår förtroende för bolaget. Detta tillsammans med våra värderingar anser vi att den är undervärderad och det finns en betydande uppsida för UEAM att hämta.



# Affärsmodell

## Affärsmodell

Green Landscaping är en ägare av entreprenörsledda mindre företag som verkar på den fragmenterade marknaden inom mark- och grönskötsel samt finplanering. Aktörer är vanligtvis små bolag med lokal förankring. Kunderna är vanligtvis kommuner och myndigheter vilket skapar en förutsägbarhet i verksamheten, men 35% av kunderna är privata.

## Mark- och grönyteskötsel

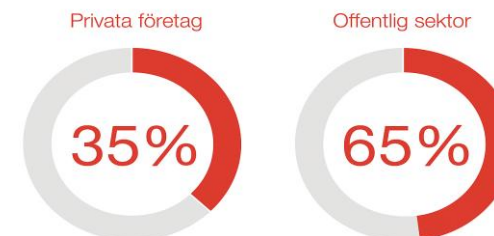
Halva bolagets omsättning består av det ocykliska segmentet mark- och grönyteskötsel. Detta innefattar b.l.a. gräsklippning, renhållning och gatuskötsel, och på vintertid genomför man även b.l.a. snöröjning och halkbekämpning. Vanligtvis sträcker sig kontrakten 3–5 år och innefattar samtliga årstider, och priser justeras genom indexering. Utöver dessa tjänster ingår i segmentet även varuförsäljning, vilket innefattar ca 3% av koncernens omsättning.

## Finplanering och anläggning

Den fortare växande andra halvan av försäljningen består av finplanering och anläggning vars syfte är att designa och skapa utemiljöer så som torg och parker. Green Landscaping erbjuder hela kedjan, från ax till limpa. Kontrakten är värda mellan 1-20mkr och sträcker sig över 3–6 månader. På grund av affärsområdets karaktär är det mer konjunkturkänsligt än Mark- och grönskötsel.

## Förvävsstrategi

Green Landscaping tillämpar en aggressiv förvävsstrategi där man köper små, gärna entreprenörsledda, bolag inom sina segment. Vanligtvis förvärvs man bolag för 30-200mkr för 4-6x EBITA, vilket bör ses som en attraktiv värdering för serieförvärvare och lägre än snittförvärven. Detta tyder på att konkurrens om förvävsobjekten är låg. De ska även ha en marginal högre än koncernen, vilket minskar risken för att köpa "dåliga bolag". I och med koncernens storlek menar de att synergieffekterna banar för högre marginaler efter intåg i koncernen. Förvärven betalas främst kontant eller med kredit, men man ger även ut aktier emellanåt. Sedan 2019 har antalet aktier ökat från 35,5m till 56,8m: en ökning med 60%. Däremot är ökningen knappt 9% sedan 2021. Sedan 2016 har bara utspädning över 10% skett två enstaka år: 2020 och 2021, vilket tyder på att det snarare bör ses som undantag än en överdriven förvärvstakt. Bolaget menar också att man vill betala delvis med aktier för att skapa incitament för entreprenörerna att stanna kvar i koncernen. Detta neutraliseras delvis av sporadiska aktieåterköp.



# Affärsmodell

## Ägarbild och nyckelpersoner

Koncernens ägarstruktur består av starka huvudägare samt en ledning och styrelse med skin-in-the-game.

Vd (sedan 2015) Johan Nordström äger 3 551 536 aktier (6,25% av bolaget). Vidare äger COO Jakob Körner 223 001 aktier och Head of Lean Daniel Linderståhl 45 191 aktier.

Styrelseordförande Per Sjöstrand äger 200 576 aktier och ledamot Tomas Bergström representerar 9 160 120 aktier genom bolaget Byggmästare A J Ahlström där han är vd. De ökade nyligen sitt innehav med 22mkr. Till sist äger Staffan Salén 9 132 298 aktier genom sitt investmentbolag Salén Group, som köpte aktier för över 15mkr i februari. Kännetecknande för hela styrelsen är stort insiderägande och gedigna cv:n från liknande verksamheten, vilket tyder på hög kompetens gällande förvärvsbyggen.

Ägare	Kapital %	Röster %
1 Salén Group	16,96 %	
2 Byggmästare Anders J Ahlström A	16,13 %	
3 Johan Nordström	6,25 %	
4 Andra AP-fonden	5,89 %	
5 Handelsbanken Fonder	5,11 %	
6 Nordnet Pensionsförsäkring	4,51 %	
7 AFA Försäkring	4,01 %	
8 Peter Lindell	2,45 %	
9 ODIN Fonder	2,41 %	
10 Avanza Pension	1,98 %	
11 Aguja Capital GmbH	1,81 %	
12 Hanover Investors	1,63 %	
13 Amiral Gestion	1,25 %	
14 Evii Fund Management	0,95 %	
15 Swedbank Försäkring	0,87 %	
16 Formica Capital AB	0,70 %	
17 TopptjämarnAB	0,63 %	
18 Roger Carisson	0,63 %	
19 FORUM Family Office GmbH	0,62 %	
20 SEB Funds	0,61 %	



# Marknad och Konkurrens

## Marknad

Green Landscaping agerar främst på den nordiska marknaden för finplanering samt mark och grönyteskötsel. Gruppen har 28 dotterbolag i Sverige, 12 i Norge, 5 i Finland, 8 i Tyskland, 1 i Schweiz och Litauen. Marknaden karaktäriseras av stabil tillväxt som är resistent mot stora fluktuationer. Företaget har en marknadsandel på cirka 5% vilket visar på en låg andel men som likaså ger upphov till flera fördelar genom deras förvävsstrategi. En fortsatt stark förvävsstrategi kan ge fördelar genom economics of scale vid integrering. Gällande fördelningen av regioner ser man att GLG har delat upp sina försäljningssegment mellan Sverige, Norge och övriga Europa. Sverige är störst med en andel försäljning som uppgår i 46% med Norge och övriga Europa bakom med en försäljningsandel på 27%. Märk väl att Norge uppgår i den höga andelen med endast hälften av dotterbolagen som Sverige. Detta visar klart på fördelar och potentiell expansion i grannländerna.

## Marknadsstorlek och tillväxt

Marknaden för mark och grönyteskötsel är fragmenterad med många små aktörer som specialiserar sig på sin egen nisch. Detta leder till att skalfördelar finns att ta. Grand View Research estimerar att marknaden för tjänster inom landscaping förväntas ha en CAGR om 6,7% fram till 2030 och värderas till 484 miljarder USD. Bolaget själva estimerar en marknadstillväxt på omkring 4% och bolagets eget tillväxtmål årligen är 10% varav 5% är organisk tillväxt.

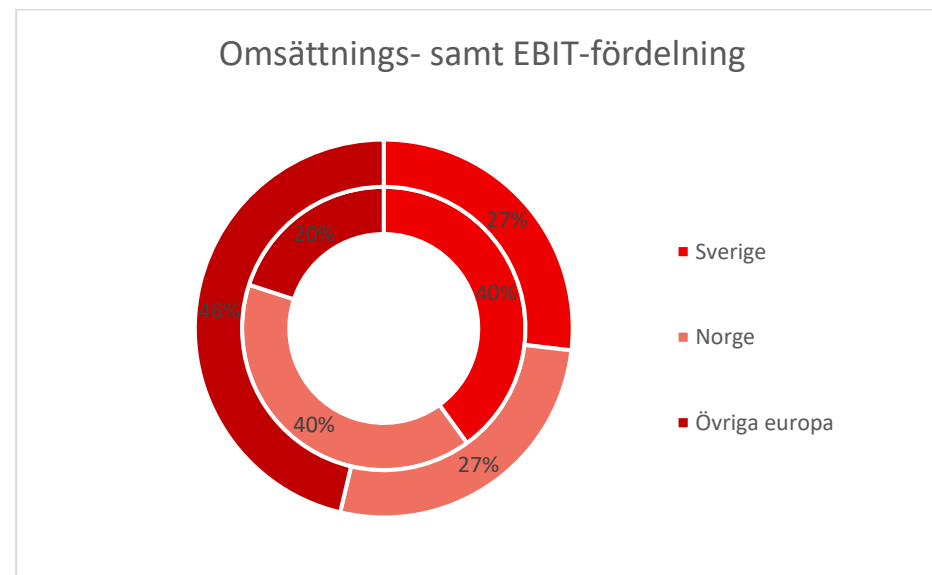
## Segment Sverige

Det svenska segmentet visar på en relativt platt utveckling under senaste året och likaså efter Q3 25. En liten nedgång har skett men det är i linje

med förväntningar p.g.a. lägre kontraktsvolym för grönyteskötsel och underhåll. Konkurrensen förklaras också vara högre för de företag som vänder sig mot finplanering vilket därmed lett till att avvecklingar av lågpresterande enheter.

## Segment Norge

Norge har presterat lägre med marginaler klart under den svenska motsvarigheten. Detta är en följd av den ökade konkurrensen vilket har tvingat företagen att acceptera kontrakt och arbeten som har lägre lönsamhet. Detta har en påverkan på varför EBITA och EBITA-marginalen ligger under motsvarande år. En aspekt som är viktig att notera är att den låga EBITA påverkas av nedskrivningar av projekt som pågått under en längre tid.



# Marknad och Konkurrens

## **Kundsegment**

Kunderna som GLG vänder sig till är främst lokala kommuner och städer med projekt och kontrakt som löper mellan 3 och 5 år. Dessa kontrakt beskrivs vara värda mellan 0,5m till 5m. Då det är kommuner och städer som främst står för kontrakten är det en stor konkurrens och prispres för att hitta de anläggare och företag som passar med i budgetarna. Detta visar sig redan nu i Norge som känt av prispresningen. En positiv aspekt är att GLG är så pass stora vilket leder till att de kan argumentera bättre villkor.

## **Konkurrens och fragmentering**

Marknaden för mark och grönyteskötsel är fragmenterad med många aktörer vilket leder till en hög konkurrens. Att fastslå direkta konkurrenter är svårt då många nischer sig på en sak, till exempel trädvård eller parkvård. Detta leder till att GLG har många konkurrenter. Enligt public insight gjordes ca 500 affärer i offentlig sektor under 2020 relaterade till grönyteskötsel. Detta stärker tesen om den konkurrenskraftiga marknaden. GLG har också historiskt sett köpt upp konkurrenter för att bättra på sin marknadsandel och konkurrenskraft.



# Värdering

## Omsättning

Green Landscaping Group (GLG) har under det första till tredje kvartalet levererat en omsättning och rörelsemarginal tillfälligt svagare, pressad på grund av mild vinter, ett tuffare marknadsläge samt nedläggning av svenska verksamheter och en nedskrivning i ett norskt dotterbolag på 21 mkr. På rullande tolv månadersbasis är nettoomsättningen oförändrad och i det tredje kvartalet ökade omsättningen med 4 %, där den organiska tillväxten uppgick till -3 % medan förvärv bidrog med +7 %. I Q3 kommenterar vd Johan Nordström att utvecklingen i övriga Europa är betydligt starkare än Sverige och Norge. Framåtblickande estimerar vi en årlig organisk tillväxt i linje med bolagets mål om cirka 4 %. Totalt bedömer GLG själva en genomsnittlig omsättningstillväxt om cirka 10 % per år, inkluderat förvärvsdriven tillväxt.

## Rörelsemarginal

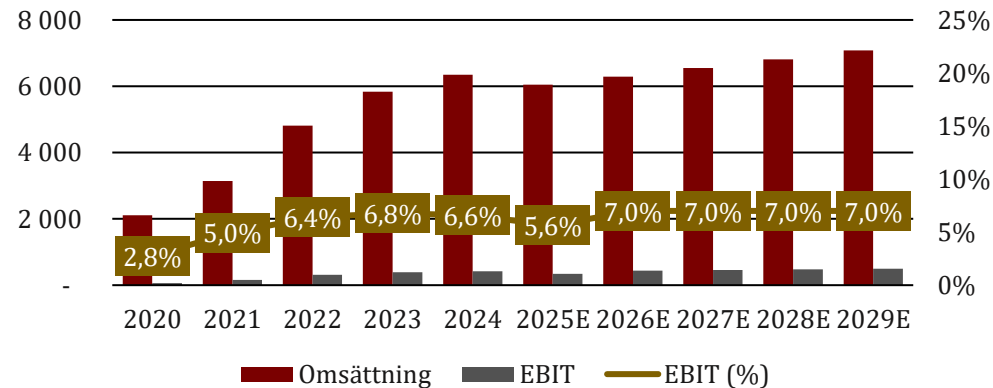
Green Landscaping Group arbetar för att stärka marginalerna på den svenska marknaden. Vd anger att rörelsemarginalen kommer förbättras från och med 2026. Bolagets aktiva förvärvsstrategi har en positiv effekt på koncernens lönsamhet, och Q3-rapporten indikerar att både befintliga och nyförvärvade bolag utvecklas väl med god tillväxt och stabila marginaler. Avvecklingen av lågpresterande dotterbolag i Sverige påverkade framför allt lönsamheten men förväntas bidra till förbättrad lönsamhet och starkare kassaflöden från och med 2026. I Norge har lönsamheten drabbats hårt av en tuff konkurrens på marknaden med prispress, samt den milda vintern. Detta har resulterat i att lönsamheten sjunkit med 40%. Vi estimerar att koncernens EBIT-marginal kommer närma sig 7 % framöver.

2626 oktober 2025

## Balansräkning

I Q3 presenteras att Nettoskuld/EBITDA ligger på 3x med ett finansiellt mål på 2,5x. Den förväntas sjunka naturligt i Q4 i och med ett starkare kassaflöde och rörelseresultat. VD tydliggör också att detta inte kommer påverka planerade förvärv resten av året.

## Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



# Värdering

## DCF

Waccen beräknas till 6,7% men bedöms orimlig sett till bolagets höga skuldsättning. Därför justeras betan upp till 1,5 vilket ger en wacc på 8,4%. TGR sätts till 1,6%. En organisk DCF speglar bolagets förmåga att generera kassaflöden med organisk tillväxt. Denna ger en uppsida på 37%.

## M&A DCF

Equity value beräknas som det diskonterade terminalvärdet för organisk FCF samt M&A-FCF, alltså summeras ej kassaflöden fram till 2031. Detta beror på att Green Landscaping ej delar ut pengar, och kommer istället gå till förvärv. Uppsidan uppgår till 109%.

### Antaganden:

- De förvärvade bolagen väntas växa i linje med koncernens organiska tillväxt.
- Förvärvsmultipln antas vara 7x FCF, vilket kan ställas i relation med den uttalade strategin att förvärva för 4-6x EBITA. Förvärvsmultipln motiveras av att kassagenereringen är lägre än 100% av EBITA
- Leasing justeras för i resultaträkningen.
- All FCF används till förvärv och dessutom skuldutrymmet upp till Nettoskuld/EBITDA 2,5x (skuldutrymmet ökar när EBITDA ökar).
- Inga förvärv till nettoskulden är under det uttalade målet.

## D&A och Capex

Av- och nedskrivningar justeras för leasing som historiskt uppgått till 54% av dessa. Organisk capex sätts till 2% av omsättningen årligen i linje med förvärvsjusterad capex.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,5%	-32%	-31%	-30%	-29%	-28%	-27%	-25%
10,5%	-16%	-14%	-13%	-12%	-10%	-9%	-8%
9,5%	5%	7%	8%	10%	11%	13%	14%
8,5%	32%	34%	36%	37%	39%	41%	43%
7,5%	68%	70%	72%	74%	77%	79%	81%
6,5%	119%	121%	124%	127%	129%	132%	135%
5,5%	195%	198%	202%	205%	209%	212%	216%
WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,5%	-33%	-32%	-30%	-29%	-27%	-26%	-24%
10,5%	-16%	-15%	-13%	-12%	-10%	-9%	-7%
9,5%	5%	7%	8%	10%	11%	13%	14%
8,5%	33%	34%	36%	37%	39%	40%	42%
7,5%	70%	71%	73%	74%	76%	78%	79%
6,5%	122%	123%	125%	127%	128%	130%	131%
5,5%	200%	202%	204%	205%	207%	209%	210%



# Värdering

## Relativvärdering

Utvalda peers delar olika egenskaper med Green Landscaping:

- Berner: Förvärvsbolag med stark ledning och styrelse, som även köper bolag för liknande multiplar som GLG.
- Bravida: Liknande tjänster och avtalsstruktur. Låg värdering kan bero på "skandal" med överfakturering.
- Afry och Sweco: Mycket offentlig sektor och förvärvsintensivt.
- Instalco: Liknande kapitalstruktur, filosofi och riskprofil.

Relativvärdering indikerar en riktkurs på 61kr och därav en uppsida på 39%.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Berner	29,40	22,00	14,50
Bravida	17,30	14,30	10,20
Afry	20,70	15,50	9,90
Sweco	26,50	20,20	13,80
Instalco	24,30	19,20	9,30
Average	23,64	18,24	11,54
Green Landscaping	18,00	15,10	7,00
Upside/downside	31%	21%	65%

## Multipelvärdering

En multipelvärdering med nedanstående estimate ger en EV/EBIT värdering på 10x 2026. Vi anser att fair value bör nås runt EV/EBIT 15x, vilket är snittet de tre senaste åren. Detta indikerar en uppsida på 50%.

Estimat (mkr)	2024	2025E	2026E	CAGR
Omsättning	6352,0	6052,0	6294,1	-0,5%
EBITDA	802,0	733,0	818,2	1,0%
EBIT	419,0	341,0	440,6	2,5%
EBT	271,0	186,0	322,6	9,1%
Resultat	196,0	136,5	210,7	3,7%

Värdering	2024	2025E	2026E
EV/EBITDA	8,2	5,7	5,3
EV/EBIT	15,6	12,8	10
P/E	20	18	12



# Värdering

## Risker

### Förändrade väderförhållanden

I och med klimatförändringarna och mildare väder under vinterhalvåret, förklarar CFO Marcus Holmström kommer resultera i flera vintrar som 2025 där intäkter för snöröjning och övriga tjänster under vintern kommer kunna minskas. Snöhantering är bland de mest lönsamma kontrakten GLG får är när det finns stora snömängder. Marcus Holmström förklarar däremot att detta i regel inte är något som ska läggas för mycket vikt vid. I och med mildare väder och lägre intäkter för vinster-tjänster, kommer Green Landscaping Group över tid kunna bättre anpassa sig och möjliggöra mer "traditionellt" landscaping-arbete vilket genererar höga intäkter och marginaler. Detta sker genom anpassning av avtal med kunder. Detta har delvis gjorts senaste åren, men bolaget menar att de tar tid med tanke på koncernens storlek. Därför kommer denna risk minska med tiden.

### Konkurrens och marknadsklimat

I Norge är det ett mer utmanande marknadsklimat med ökad konkurrens och tydlig prispress presenterar VD och CFO. För att behålla volymer har flera norska dotterbolag därmed tvingats acceptera kontrakt med lägre marginaler, vilket har lett till en tydlig försämring i lönsamheten under året. Strategin att skydda intäkterna på bekostnad av marginalerna kan vara motiverad på kort sikt, men innebär en risk när marknaden väl vänder och det blir avgörande att återställa marginalnivåerna snarare än att enbart växa i volym. I Q3-callet menar vd att en återhämtning kommer ske 2026. Däremot bidrar ökad konkurrens med minskat intresse för förvärv, som i sin tur minskar förvärvsmultiplarna för GLG.

### M&A och skuldsättning

I nuläget uppgår koncernens Nettoskuld/EBITDA till 3x vilket är över målet på 2,5. Justerad för leasing är nyckeltalet 2,47x. Under Q2 emitterades obligationer värda 500mkr. Motiveringen från bolagets vd Johan Nordström (Q2) tyder på att den stärkta kassan ska användas offensivt snarare än defensivt: "därmed har vi breddat vår finansieringsbas samtidigt som vi skapat oss det finansiella utrymmet att fortsätta att utveckla vårt företag, där förvärv av högkvalitativa företag är en central del". I Q4 kommunicerade bolaget ambitionen att förvärva 80-100mkr i EBITA för 2025, vilket bekräftades i Q2, då man hade nått halvvägs. Detta innebär att 40-50mkr EBITA kvar att förvärva, med en förvärvsmultipl på 4-6x EBITA motsvarar 160-300mkr, och med en kassa på 618mkr bör man ej oro sig för betydande emittering av nya aktier.

Intensiva förvärvsstrategier inbringar även en viss risk för misslyckade förvärv. Detta i kombination med svagare efterfrågan och sämre kassaflöden kan ställa till problem. Men, i och med verksamhetens förutsägbarhet har man råd att förvärv med hävstång: bolaget är ocyklist, har stabila kunder och tjänster som ständigt efterfrågas samt en (ökad) geografisk diversifiering. Förvärvsagendan kan även påverkas av ökad förvärvskonkurrens. Detta skulle kunna pressa upp förvärvsmultiplarna, vilket skulle minska bolagets värdeskapande. Vi ser däremot inga tecken på detta, och en multipelökning från 7x till 10x FCF hade endast minskat uppsidan från 109% till 66%.



# Rekommendation

## Sammanfattning

Green Landscaping Group verkar på en stabil och konjunkturoberoende marknad där tjänsterna alltid efterfrågas. Bolaget har haft en genomsnittlig tillväxttakt på 26 procent sedan 2019 och bedömer fortsatt omsättningstillväxt på cirka 10 procent per år, varav 4 procent organisk. Efterfrågan drivs av långsiktiga underhållsavtal och megatrender som urbanisering och hållbarhet.

Omsättningen i det tredje kvartalet ökade med 4 procent, där förvärv bidrog med 7 procent medan organisk tillväxt var negativ. Utvecklingen är stark i övriga Europa, medan Sverige och Norge är pressade av mild vinter, prispress och nedskrivningar. Rörelsemarginalen väntas förbättras från 2026 och nå cirka 7 procent, stödd av effektiviseringar och synergier från förvärv.

GLG har en disciplinerad förvärvsstrategi med målet att köpa 8 till 10 bolag per år. Koncernen består av 55 dotterbolag vilket skapar starka synergier och ett omfattande kunskapsutbyte. Nettoskuld i relation till EBITDA är 3 gånger men väntas sjunka utan att påverka planerade förvärv.

I och med en kursnedgång på 41 procent ser vi stor återhämtningspotential. Affärsmodellen är robust, efterfrågan stabil och värderingen attraktiv med en uppsida på 66% och en fin känslighetsanalys. GLG är väl positionerat för att dra nytta av marknadens fragmentering och megatrender som urbanisering och hållbarhet. Allt som allt anser vi att GLG är i en attraktiv position för UEAM att träda in och det passar bra i vår portfölj - **Köp**

