



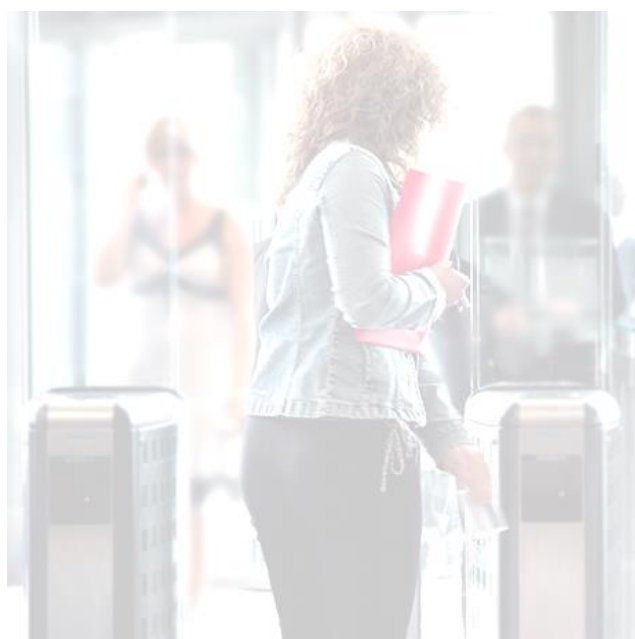
UPPDRAGSANALYS
12 februari 2019

GUNNEBO

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Det finns en del ljuspunkter	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Investment case	4
Prognoser & Värdering	5
Prognoser – något svagare utsikter	5
Förväntningar på affärsområdena	7
Värdering	10
Sammanfattning värdering	11
Disclaimer	13



Det finns en del ljuspunkter

Gunnebos rapport för det fjärde kvartalet uppvisade ett justerat resultat och omsättning som var något lägre än vår förväntan. Något svagare utsikter sänker vårt motiverade värde i basscenariot till 27,9 (29,4) kronor.



I rapporten för det fjärde kvartalet uppvisade bolaget en tillväxt på 9,2 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Vi förväntade oss en tillväxt om 11 procent. Justerat för valuta var tillväxten fortfarande godkända 6 procent. Tillväxten var fortfarande stark inom Safe Storage

och Cash Management men något svagare än vi väntat oss för Entrance Control. Integrated Security visade tillväxt, vilket är en förbättring från tidigare negativa tillväxt.

Inför rapporten förväntade vi oss ett justerat EBITA för kvartalet på drygt 117 miljoner kronor vilket skall jämföras med utfallet på 110 miljoner kronor. Avvikelsen längre ned i resultaträkningen beror dels högre kostnader för gemensamma kostnader för stab och dels på en högre andel extraordinära kostnader under kvartalet.

Precis som vi diskuterat kring i vår tidigare rapport så tar det tid att lösa de problem som Gunnebo tampas med. Men vi det finns vissa ljuspunkter i rapporten. Kassaflödet är klart bättre i det fjärde kvartalet, tillväxten finns i kärnområdena och även Integrated Security visar livstecken med både tillväxt och ett plusresultat i kvartalet. Given avvikelsen mot våra prognoser och en viss ökad risk för avmattning i konjunkturen justerar vi dock ned våra förväntningar för 2019 och efterföljande år.

Sammantaget ser bilden ungefär likadan ut som tidigare med ett bolag i stor förändring där resultatet troligtvis kommer vara slagigt utöver de normala säsongsvariationerna. Skuldsättningen är, givet ett svagare resultat, ett orosmoln men är enligt vår syn ett hanterbart problem.

Vi justerar ned vår rikt Kurs i basscenariot till 27,9 (29,4) kronor per aktie och likaså för våra två andra scenarion till 20,9 (21,5) för Bear och 32,6 (36,2) för Bull.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nettoomsättning		5 991	5 128	5 259	5 410	5 561
Tillväxt, %		-1,6%	2,6%	2,9%	2,8%	2,9%
Rörelseresultat (EBIT)		304	265	289	336	357
Rörelsemarginal, %		5,1%	5,2%	5,5%	6,2%	6,4%
P/E (ej justerat EO)		14,1x	14,5x	12,1x	10,0x	9,5x

Källa: Gunnebo (utfall) och Jarl Securities (prognoser). 2017 ink. avyttrad rörelse.

Datum: 12 februari 2019
Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Gunnebo AB
Lista: Mid Cap
Vd: Henrik Lange
Styrelseordförande: Martin Svalstedt
Marknadsvärde: 1 850 MSEK
Senast: 23,8
Kort om Gunnebo: Gunnebo tillverkar och säljer produkter relaterat till fysisk säkerhet. Bolaget är aktiva inom kontanthantering, tillträdeskontroll, säkerhetsskåp/valv och integrerad säkerhet. Inom vissa nischer är bolaget marknadsledande och har stora och kända varumärken. Gunnebo är närvarande på alla relevanta marknader i världen med sina produkter. Bolaget har strukturerat om sin rörelse efter affärsområde med produkt i fokus för att öka tillväxt och lönsamhet.

Senast uppdaterad Grundanalys: För senast uppdaterade grundanalys klicka [här](#).

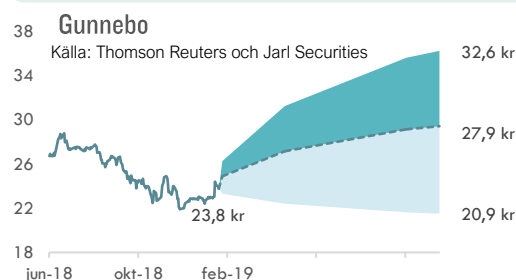
Möjligheter och styrkor: Bolaget är aktivt inom en bransch som totalt sett är fragmenterad. Det finns normal sett ett antal stora spelare inom varje delsegment som sätter agendan. Gunnebo är en sådan spelare inom produktgrupperna tillträdeskontroll, kontanthantering och till vissa delar även säkerhetsskåp & valv.

Gunnebo har långsamt förbättrat sina rörelsemarginaler. Samtidigt har den totala organiska tillväxten varit svag och här finns en klar förbättringsmöjlighet.

Bolaget har stor kompetens inom de segment där de är verksamma, tillväxten i ibland annat Asien har varit uppmuntrande och där finns en stor tillväxtpotential. Gunnebo har även ett stort antal starka varumärken i sin portfölj vilket är attraktivt.

Risker och svagheter: Konkurrenten är hård och en ökad digitalisering ställer hårda krav på etablerade spelare att hänga med. En stor del av bolagets framtid hänger på en lyckad omstrukturering av rörelsen till ökat produktfokus.

Värdering: **Bear** 20,9 kr **Bas** 27,9 kr **Bull** 32,6 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Henrik Lange anställdes 2015 för att ordna upp den tidigare sprötiga strukturen och fokusera på tillväxt under lönsamhet.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Gunnebo har en gedigen lista av institutionella ägare utöver de två största ägargrupperna, Stena och Vätterledens Invest. Vi har inte sett några större förändringar bland ägarna under det senaste året.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Nettoskulden är i linje med vad bolaget har kommunicerat som mål och trots en på senare tid volatil utveckling i bolaget är skuldsättningsgraden i sig inget problem även om den är något för hög för att vara helt nöjd. Skuldsättningen har dock temporärt rört sig över bolagets mål under det fjärde kvartalet 2018. Det begränsar det finansiella utrymmet under 2019 vilket gör att vi sänker betyget ett steg.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



På längre sikt, om bolaget lyckas komma i närheten av sitt mål om fem procent organisk tillväxt kan en större uppvärdering av bolaget ske. Detta riskerar att ta tid.

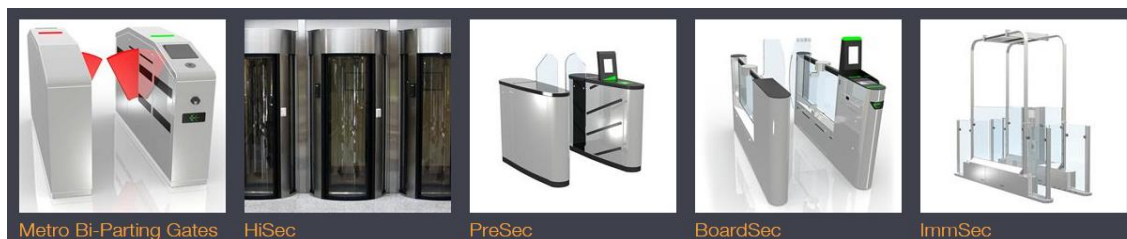
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolaget har långsamt förbättrat sina resultat under senare år. Dock kom ett bakslag under 2017 som bolaget nu arbetar på att rätta till. Bolagsrisken är på kort sikt något högre än vad den borde vara givet marknaden som bolaget befinner sig på och hur tillväxten bör vara. Bolaget är fortfarande i en vändningsfas och det riskerar att ta tid innan resultaten visar sig.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investment case

Gunnebo AB, (Gunnebo eller bolaget) är verksamt i en marknad som är stor och normalt växer i linje med BNP, eller bättre på många marknader, som i Asien. De flesta delsegmenten är väldigt fragmenterade både lokalt och globalt. Bolaget har med vd Henrik Lange sedan 2015 fokuserat på att öka tillväxten till en förbättrad lönsamhet. Den organiska tillväxten har under de senaste åren varit högst marginell, det vill säga mellan noll och en procent per år. Bolaget lanserade redan under slutet av 2017 ett program för att komma till rätta med den låga organiska tillväxten och lönsamheten. I juli 2018 tog bolaget ett större steg mot att fokusera rörelsen med beslutet att avyttra bolagets verksamhet i Frankrike, Belgien och Luxemburg vilket också gick igenom i december 2018. Som en följd av detta rapporterar nu bolaget enligt den nya strukturen baserat på affärsområde istället för tidigare regionbaserat. Detta för att ge varje affärsområde utrymme att expandera sin rörelse och kunna fokusera på potentialen och möjligheterna inom respektive segment.

I den senaste rapporten för det fjärde kvartalet 2018 uppvisades en tillväxt om 9,2 procent under kvartalet och 6 procent justerat för valuta. Det är klart bättre än vad som har visat under de senare åren. Det justerade EBITA-resultatet var något svagare än vi förväntat oss på 110 miljoner kronor för kvartalet mot vår förväntan om 117 miljoner kronor. Det är fortfarande främst segmentet Integrerad Säkerhet som hämmar utvecklingen, även om resultatet för segmentet var positivt för kvartalet. Avvikelsen längre ned i resultaträkningen är främst hänförligt till både högre kostnader för stab och extra ordinära poster (EO). Dessa är delvis pådrivna av den förändringsprocess som bolaget befinner sig i, vilket med tiden kommer att minska. Kan bolaget få ordning på främst Integrerad Säkerhet finns det utrymme för positiva överraskningar och i förlängningen en högre värdering av bolaget och aktien. Samtidigt så har även de andra affärsområdena historiskt haft en varierande utveckling som även var fallet i det fjärde kvartalet. Därför vill marknaden troligen vill se några kvartal med en bättre utveckling för att kunna tro på en vändning.

I vår värderingsansats har vi tagit fram ett basscenario med kassaflödesanalys och stämt av den med en relativvärdering på relevanta jämförelsebolag. I den kombinerade värderingen kommer vi fram till ett värde på 27,9 (29,4) kronor per aktie i vårt basscenario på 6 till 12 månaders sikt.

Vi har även gjort två ytterligare scenarion baserat på ett mer positivt utfall (Bull) och ett negativt mer konservativt (Bear). Utfallet av dessa är 32,6 (36,2) kronor för Bull och 20,9 (21,5) kronor för Bear.

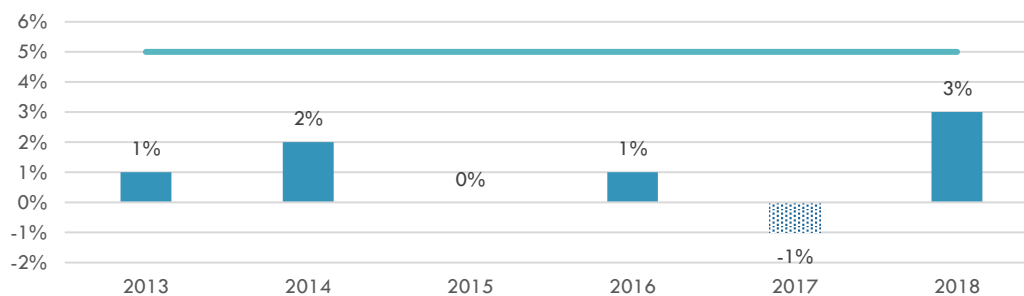
Prognoser & Värdering

Prognoser – något svagare utsikter

Ledningen har under 2018 tagit ett större grepp för att få upp både tillväxt och lönsamhet inom koncernen. I och med detta har fokus ändrats från landbaserat till affärsområdesbaserat. Bolaget har nu rapporterat enligt det nya förfarandet de senaste tre kvartalen.

Ser vi tillbaka under ett par år har tillväxten varit minst sagt skral. En organisk tillväxt för hela koncernen mellan noll och två procent per år är inte tillräckligt och var långt ifrån bolagets egna mål om en årlig organisk tillväxt om fem procent. I flera av marknaderna för bolagets produkter är den underliggande tillväxten fortfarande god och med tanke på bolagets position borde den organiska tillväxten kunna vara avsevärt högre över tid. Nu har bolaget lanserat ett nytt tillväxtmål på 5 procent som täcker tillväxt inkluderat eventuella förvärv. I det fjärde kvartalet var tillväxten något lägre än vi förväntat oss men tillväxten var ändå godkända 9,2 procent inkluderat valuta och 6 procent organiskt, vilket trots allt totalt sett är en bra signal.

Organiska tillväxten jämfört med det tidigare målet om 5% organisk tillväxt – Nytt mål 5 % tillväxt ink förvärv

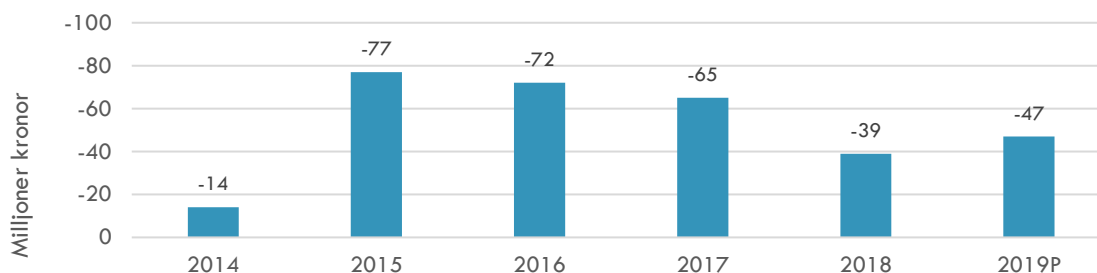


2017 justerat för avyttring

Källa: Gunnebo (utfall) och Jarl Securities

Lönsamheten har långsamt förbättrats de senaste åren fram till 2017 då ett bakslag i utvecklingen skedde. Detta föranledde den stora förändring som bolaget initierat sedan dess. Vi har höjt vår förväntning på ytterligare EO-poster under 2019 från 45 miljoner till 47 miljoner på årsbasis.

EO poster 2014 – 2019P



Källa: Gunnebo och Jarl Securities

Totalt sett förväntar vi oss fortfarande inte några fantastiska tillväxttal framöver, främst baserat på koncernens historik. Samtidigt skall noteras att det fjärde kvartalet visade tillväxt över bolagets mål på 5 procent. På helåret blev tillväxten 3 procent, vilket ändå är en klar förbättring mot tidigare. Som vi indikerade i vår tidigare rapport i början av 2019 kommer det att behövas ytterligare några kvartal i rad med tillväxt i närheten av företagets mål för att ändra vår och marknadens något försiktiga syn på tillväxten. Samtidigt är det tydligt att det finns potential att växa bättre än marknaden för de olika affärsområdena, vilket syntes i den senaste kvartalsrapporten. Historiken av EO-poster som illustreras av grafen ovan är inte en positiv läsning. Vi tror dock att EO-posterna kommer att minska på sikt även om det blev ett litet bakslag under slutet av 2018. Vi har justerat upp nivån för 2019 till 47 miljoner kronor men lämnar efterföljande år med en avtagande takt.

Resultaträkning (utfall och prognos) för Gunnebo 2016 - 2021P

mnkr	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Omsättning	6 088	5 991	5 128	5 259	5 410	5 561
Safe Storage	3 907	3 831	1 826	1 848	1 885	1 941
Cash Management	1 129	1 091	1 090	1 130	1 163	1 198
Entrance Control	1 052	1 069	1 048	1 136	1 227	1 276
Integrated Security	1 288	1 228	1 164	1 146	1 135	1 146
EBITA (just)	379	375	344	358	403	424
Rörelseresultat (EBIT rapp)	366	304	265	289	336	357
Finansnetto	-53	-57	-53	-61	-61	-65
Resultat före skatt	313	247	212	228	275	291
Skatt	-104	-87	-92	-76	-91	-97
Resultat efter skatt	209	160	120	153	184	195
Resultat efter skatt (justerat)	209	225	159	198	229	240
Vinst/aktie (ej justerat)	2,74	2,08	1,56	1,98	2,39	2,53

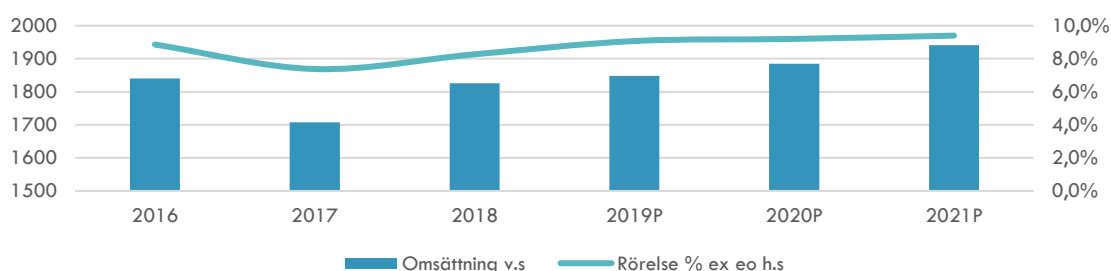
Källa: Gunnebo och Jarl Securities – I siffrorna för 2016 – 2017 är inkluderat den under 2018 avyttrade verksamheten i bla Frankrike. * Prognoser på kvarvarande verksamhet.

Vår förväntan för Gunnebo-koncernen framgår i tabellen ovan. Vi tror att resultatet kommer att förbättras med det ökade fokus på affärsområdena som bolaget har initierat även om vi har justerat ned vår förväntan på 2019. Det finns här potential för positiva överraskningar när förbättringsprogrammen får större fäste, det är dock inte troligt att det kommer ske förrän andra halvan av 2019. Det gäller här att ha ett visst tålamod att det kan ta tid. Försäljningen av verksamheterna i särskilt i Frankrike är positiv då vi anser att detta område har haft en negativ påverkan på hela rörelsen. Bolaget har även lanserat ett nytt mål för lönsamheten. Tidigare var målet en EBITA marginal på 7 procent. Det nya målet är uppsatt som en EBITA marginal över 10 procent. Givet att flera affärsområden ligger över detta mål finns det möjligheter att nå målet. Detta även om det riskerar att ta tid, där nyckeln är utvecklingen inom Integrated Security, vilket under det senaste kvartalet överraskade med att visa vinst även om den var marginell.

Förväntningar på affärsområdena

Med ett ökat fokus på varje affärsområde kommer det att påverka både tillväxt och marginaler positivt. I våra prognoser för Safe Storage har vi lagt in en liten förbättring för marginalerna men räknar med en bättre tillväxt över tid.

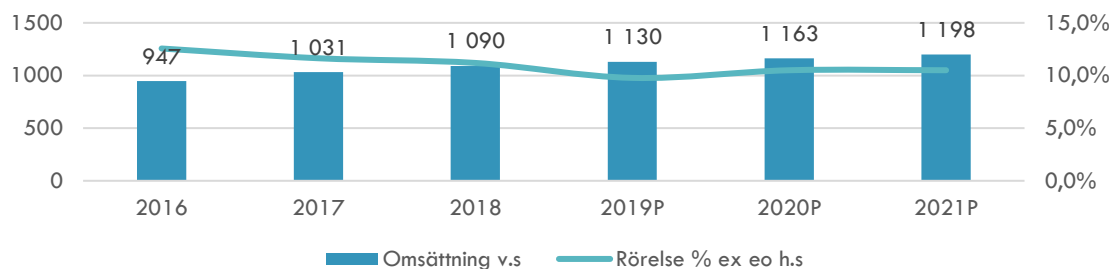
Safe Storage – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

Vi räknar med att Safe Storage kommer att växa med drygt 1,2 (1,5) procent under 2019 och med mellan 2,0 och 3,0 procent för 2020 och 2021. Marginalen (EBITA just) väntas öka till 9,1 procent för 2019 för att stabiliseras sig runt 9,3 procent 2020 och 2021.

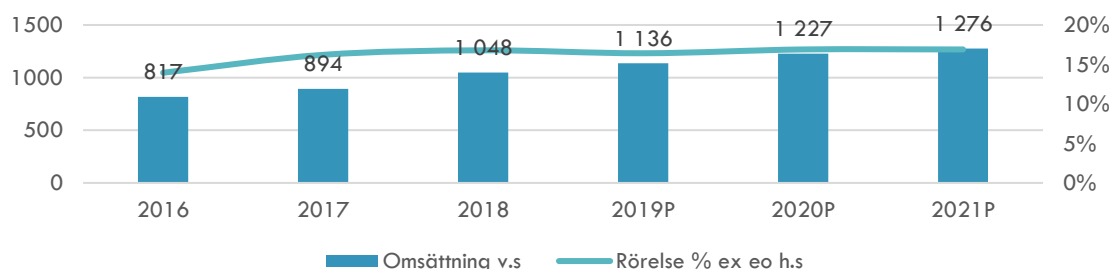
Cash Management – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

För Cash Management förväntar vi oss en relativt odramatisk utveckling där tillväxten för 2019 blir 3,6 (4,2) procent samt 3,0 procent för de följande två åren 2020 och 2021. Marginalerna (EBITA just.) väntas sjunka något under 2019 för att åter förbättras under 2010 - 2021.

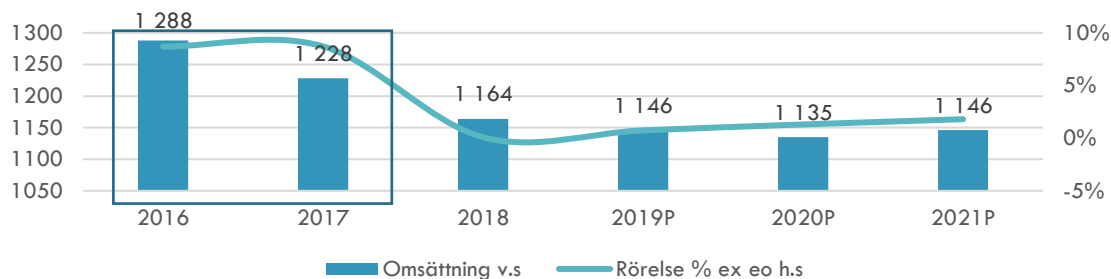
Entrance Control – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P



Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser)

Entrance Control är den klart mest lysande stjärnan i koncernen. Entrance Control är det affärsområde som tidigare har haft mest frihet att anpassa sin rörelse efter hur marknaden ser ut och inte efter det egna företagens struktur. Detta är en av de faktorer som talar för att omstruktureringen kommer att bli positiv för samtliga affärsområden framöver om de kan ha samma utveckling som Entrance Control. Vi förväntar oss en fortsatt positiv utveckling avseende tillväxten för detta affärsområde även om utvecklingen för tillväxten under det fjärde kvartalet var sämre än vår förväntan. Dock förväntar vi oss endast små förbättringar av marginalerna de närmaste åren då vi tror att marginalerna redan befinner sig på topp.

Integrated Security – Omsättning – Rörelsemarginal % - Ex EO % 2016 – 2021P

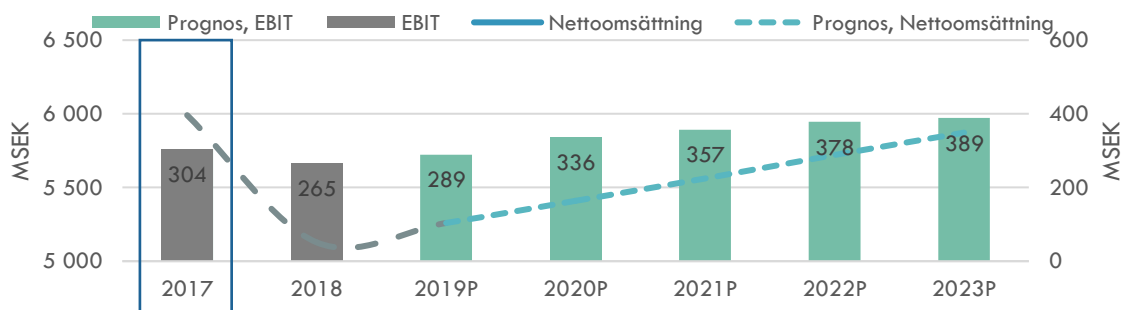


Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser) I siffrorna för 2016 – 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten.

Integrated Security (före detta Electronic Security) har förändrats mest av alla affärsområden i och med avyttringarna av rörelser i bland annat Frankrike. Affärsområdet är en blandning av olika rörelser med marginella synergier med andra delar av koncernen. Det är i stort sett lokala rörelser inom integration. Denna marknad, inklusive elektronisk säkerhet är enorm och Gunnebo är en liten spelare här. Vi har låga förväntningar på en större förändring även om vi tror på en förbättring av marginalerna fram till 2021 till 2 procent. Tillväxten förväntas minska något då vi tror att marginalutvecklingen är viktigare för företaget än att driva tillväxten. I det fjärde kvartalet uppvisades dock både tillväxt och ett positivt resultat på justerad EBITA nivå. Kan detta affärsområde förbättras från sina låga nivåer kan det bli den faktor som får fart på tillväxt och resultatutveckling för hela koncernen även om det riskerar att bli en volatil utveckling.

För Gunnebo som helhet förväntar vi oss en utveckling som illustreras av grafen nedan där vi ser en gradvis återhämtning efter ett svagt 2017 och 2018.

Prognos för Gunnebo 2017 – 2023P



Avyttrad rörelse 2018

Källa: Gunnebo (utfall), Jarl Securities (prognoser) För 2017 ingår den under 2018 avyttrade verksamheten. Prognoser för 2019 – 2023 är kvarvarande rörelse.

Värdering

I vår värderingsansats har vi använt oss av två värderingsmetoder, dels diskonterade prognostiserade kassaflöden (DCF) utifrån ett antaget basscenario, dels en relativvärdering. Utöver detta har vi gjort ett positivt (Bull) och ett negativt (Bear) scenario. Nedan redovisar våra antaganden i vår base-case DCF värdering.

DCF

I vår kassaflödesmodell för basscenarioet har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 7,1 procent och en långsiktig tillväxt på 1,5 procent. Detta kan te sig aningen lågt, men givet att den organiska tillväxten för koncernen både historiskt och på lång sikt är låg ser vi det inte som orimligt med en låg långsiktig tillväxt i modellen tills annat påvisats. Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde på 2,1 miljarder kronor vilket ger ett aktievärde på 27,9 (29,4) kronor per aktie.

DCF-värdering

	mnkr	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Omsättning		5259	5410	5561	5721	5872	6028	6189	6354	6524	6652
Rörelseresultat		289	336	357	378	389	408	422	436	456	457
Rörelsemarginal %		5,5%	6,2%	6,4%	6,6%	6,6%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%
Fria Kassaflöden (FCF)		-154	267	179	333	234	295	249	271	288	286
Nuvärde kassaflöde		1 187									
Nuvärde, restvärde		2 871									
Rörelsevärde		4 058									
Nettoskuld		-1 911									
Summa värde eget kapital		2 147									
Antal aktier (miljoner)		77									
Motiverat pris per aktie		27,9									

Källa: Jarl Securities

För att aktien skall handlas upp från nuvarande pressade nivåer kommer det att krävas att resultat börjar synas. De förbättringsprogram som bolaget har lanserat och som har kommunicerats under året både i kvartalsrapporter och i samband med den senaste kapitalmarknadsdagen i november kommer att ta tid, men har förutsättningar att lyckas. För att få till en ordentlig omvärdering behöver marknaden ytterligare bevis på att koncernens nya strategi med fokus på affärsområdena och avyttringen har varit rätt väg att gå.

Relativvärdering

Som ett komplement till kassaflödesvärderingen har vi även tittat på hur liknande bolag värderas på börsen idag. Generellt värderas Gunnebo till rabatt på alla parametrar som vi har observerat. Detta är rimligt med tanke på den kortsiktiga osäkerheten, dock kanske värderingsskillnaden blivit väl stor.

Relativvärdering

Bolag - Svenska	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Assa Abloy	190	200 353	2,5x	2,4x	13,7x	12,9x	15,5x	14,6x	20,5x	19,2x
Loomis	331	24 437	1,4x	1,3x	7,5x	7,1x	11,8x	11,0x	14,0x	13,0x
Securitas	143	52 103	0,6x	0,6x	9,3x	8,8x	12,4x	11,5x	13,4x	12,4x
Troax	293	5 897	3,1x	3,1x	14,2x	14,2x	15,3x	15,3x	23,2x	23,2x
Genomsnitt			1,9x	1,9x	11,2x	10,7x	13,8x	13,1x	17,8x	16,9x
Median			1,9x	1,9x	11,5x	10,8x	13,8x	13,1x	17,2x	16,1x

Bolag - utländska	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Brink's	73		1,3x	1,2x	8,0x	7,0x	11,3x	9,3x	17,0x	13,4x
De La Rue	432		1,1x	1,1x	6,1x	6,0x	8,3x	8,1x	9,3x	9,3x
Dormakaba	663		1,2x	1,2x	7,2x	7,0x	8,4x	8,1x	18,5x	17,7x
Prosegur	2		1,9x	1,9x	8,8x	8,8x	10,9x	10,9x	14,6x	14,6x
Stanley	130		1,7x	1,6x	10,4x	9,7x	12,2x	11,4x	15,3x	13,9x
Untied Technologies	121		1,9x	1,8x	10,7x	10,0x	13,9x	12,8x	15,4x	14,0x
Genomsnitt			1,5x	1,5x	8,5x	8,1x	10,8x	10,1x	15,0x	13,8x
Median			1,5x	1,4x	8,4x	7,9x	11,1x	10,1x	15,3x	14,0x

Bolag	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			Msek	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P
Gunnebo (ojusterat)	23,95	1 849	0,7	0,7	8,9	9,8	12,3	13,0	14,5	12,1
Gunnebo rel genomsnitt utl.			-57%	-56%	4%	4%	14%	29%	-3%	-13%
Gunnebo rel median utl.			-56%	-55%	6%	6%	11%	29%	-5%	-14%
Gunnebo rel genomsnitt Sverige			-66%	-66%	-20%	-9%	-10%	-1%	-18%	-29%
Gunnebo rel medel Sverige			-67%	-66%	-23%	-10%	-11%	-1%	-16%	-25%

Källa: Reuters, Jarl Securities

Skillnaden i värdering är förklarlig i nuläget givet att bolaget ännu inte har levererat nämnvärd tillväxt trots en växande marknad. Givet att bolaget börjar leverera i närheten av sina mål över tid kommer värderingsgapet att minska.

Sammanfattning värdering

Sammanfattningsvis ser vi en långsiktig potential i bolaget. Potentialen i nuläget är cirka 17 procent mot vårt basscenario. Samtidigt är osäkerheten fortfarande betydande medan potentialen till förbättring finns där. Bolaget har identifierat utmaningar som bolaget har just nu och har gjort förändringar. Frågan är hur lyckosamma dessa blir och hur snabbt det kan gå. Kan Gunnebo öka tillväxten och få en lönsamhet som inte fluktuerar som idag kan en större uppvärdering av aktien ske. I den relativa värderingen är rabatten stor mot både svenska och internationella jämförelsebolag. Rabatten är stor mätt på de flesta parametrar om än inte alla då EO-poster stör bilden. Rabatten i aktien kommer att kvarstå så länge tilltron till bolagets strategi är låg på marknaden.

Efter rapporten för det fjärde kvartalet justerar vi ned vårt värde per aktie till 27,9 kronor per aktie i vårt basscenario. I vårt Bear scenario där tillväxten blir marginell under perioden samt en evig tillväxt om 0,5 procent blir värdet 20,9 kronor per aktie. I det positiva Bull scenariot med en tillväxt om 3,3 procent för perioden samt en evig tillväxt på 2 procent ger ett värde på 32,6 kronor per aktie.

Sammanfattning – BEAR – BASE - BULL

	BEAR	BASE	BULL
WACC	7,0%	7,0%	7,0%
CAGR, 2019P - 2022P	0,9%	2,2%	3,3%
Tillväxt, evighet	0,5%	1,5%	2,0%
Rörelsevärde	3 520	4 058	4 423
Restvärde (TV), %	71%	71%	74%
Kassa, Dec-2019	269	377	406
Räntebärande skulder, Dec-2019	2138	2288	2288
Nettokassa/skuld, Dec-2019	-1911	-1911	-1911
Aktievärde	1609	2147	2512
Antal aktier, miljoner	77	77	77
Motiverat värde per aktie, SEK	20,9	27,9	32,6

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities

bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.