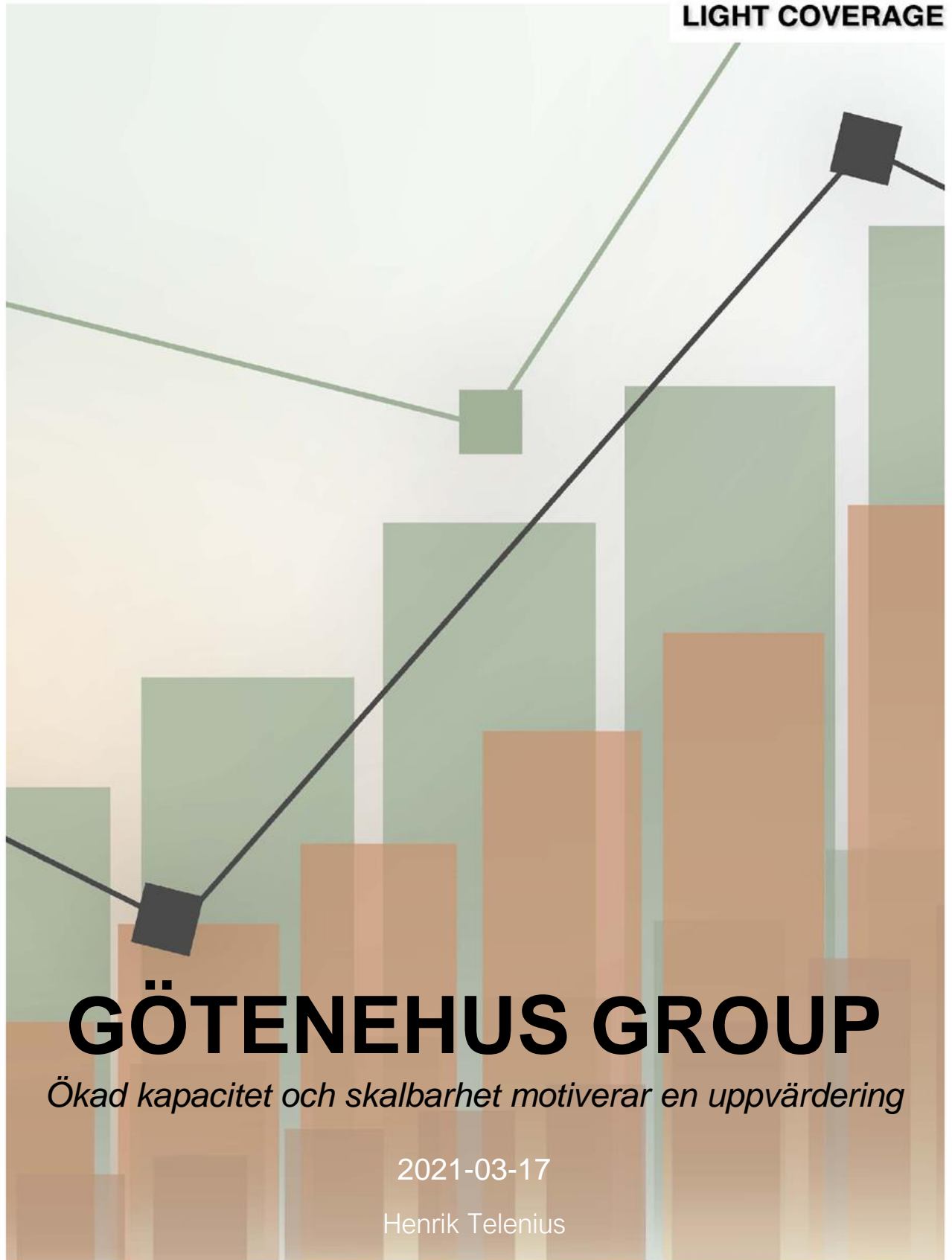


# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## GÖTENEHUS GROUP

*Ökad kapacitet och skalbarhet motiverar en uppvärdering*

2021-03-17

Henrik Telenius

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut,  
kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

Götenehus Group ("Götenehus" eller "Koncernen") är en koncern som producerar och säljer bostäder med tillhörande tomter och entreprenad. För år 2023 estimeras Koncernen sälja 964 bostäder jämfört med 685 bostäder år 2020 genom en nyligen byggd volymhusfabrik, bättre produktmix, snabbare byggprocess samt en stabil och växande marknad. Detta förväntas resultera i en årlig omsättningstillväxt om 15,3 % åren 2020 till 2023, samtidigt som EBIT-marginalen estimeras växa från 2,2 % år 2020 till 6,8 % år 2023 och vinstmarginalen från 1,1 % till 5,1 % under samma år. Med tillämpad målmultipel samt med stöd från en DCF-värdering motiveras ett nuvärde om 7,8 kr per aktie i ett Base scenario.

#### Ökat bostadsbehov på den svenska marknaden

Andelen bostäder i Sverige har mellan åren 2016-2019 ökat årligen med i genomsnitt 60 800 stycken. Den ökande befolkningen och nuvarande bostadsbristen har resulterat i en prognos om att 60 000-70 000 bostäder per år behöver byggas för att täcka den nuvarande bostadsbristen i kombination med en ökande population. Götenehus erbjuder samtliga bostadstyper som behövs för att täcka bostadsbehovet från fritidshus till flerfamiljehus och hade år 2020 en marknadsandel om 1,1 %, men estimeras öka sin marknadsandel till 1,5 % år 2023. Ökning i marknadsandelar möjliggörs genom ökad kapacitet från fabriken samt en snabbare byggprocess från e-handelstjänsten Bygg Online.

#### Fokus på förbättrad produktmix

Koncernens största affärssegment är projektutveckling och styckehus, där projektutveckling omfattar produktion av gruppbyggda småhus och flerfamiljehus medan Koncernen inom styckehus producerar och säljer villor och fritidshus. Projektutveckling utgjorde 56,7 % av rörelseresultatet år 2019 och 105,8 % år 2020 (på grund av ovanligt lågt rörelseresultat från styckehus samt negativt rörelseresultat från segmentet övrigt). År 2020 hade projektutveckling en EBIT-marginal om 4,2 %. Koncernen väntas fokusera på projektutveckling då flerfamiljehus har haft en större efterfrågan än villor historiskt sett. Vidare talar urbaniseringen för en ökad efterfrågan för fler bostäder på mindre areal yta, vilket motiverar efterfrågan på fler-familjehus.

#### Ny volymhusfabrik och e-handel ökar Koncernens kapacitet och effektivitet

I början av Q1 år 2019 startades produktionen i volymhusfabriken, med total kapacitet till att producera 200 rum per år och i slutet av år 2018 lanserades "Bygg Online", där kunder kan bygga sitt eget hus via nätet. Effekterna av fabriken och plattformen har inte än syns till på grund av en långsam start och pandemin, men estimeras göra detta under år 2021 och framåt. Fabriken och Bygg Online väntas bidra till en mer skalbar verksamhet med ökad kapacitet vilket möjliggör en årlig tillväxt i omsättningen om 15,3 % åren 2020-2023.

#### Konjunkturkänslig bransch

Långvariga ekonomiska effekter från Covid-19 och en svagare ekonomi riskerar att minska konsumenternas köpkraft och således behov och möjlighet till nytt boende. Koncernen har dock en god finansiell ställning med en total kassa om 128,6 MSEK och en nettoskuld/EBITDA om 1,0x, vilket innebär att Koncernen är väl rustad för en eventuellt svårare period.

### AKTIEKURS 4,6 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**BEAR**  
3,4 kr

**BASE**  
7,8 kr

**BULL**  
9,9 kr

#### GÖTENEHUS GROUP

Senast betalt (2021-03-16) (SEK)	4,6
Antal Aktier (st.)	92 613 516
Market Cap (MSEK)	425,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	48,7
Enterprise Value (MSEK)	473,8
V.52 prisintervall (SEK)	2,7 – 4,6
Lista	First North Stockholm

#### UTVECKLING

1 månad	8,0 %
3 månader	13,3 %
1 år	54,0 %
YTD	9,6 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: GÖTENEHUS GROUP)

Fam. Hemberg inkl bolag	60,6 %
Nordea Liv & Pension PBI	11,2 %
Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension	2,4 %
Kent Molin	1,4 %
Claes Hansson	1,3 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Andreas Gustafsson
Styrelseordförande	Claes Hansson

#### FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport 1 2021	2021-05-12
----------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	1 007,3	1 257,6	1 393,2	1 544,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>204,7</b>	<b>260,3</b>	<b>293,7</b>	<b>331,5</b>
<i>Bruttomarginal</i>	20,3 %	20,7 %	21,1 %	21,5 %
<b>EBIT</b>	<b>22,3</b>	<b>74,6</b>	<b>88,4</b>	<b>104,7</b>
<i>EBIT-marginal</i>	2,2 %	5,9 %	6,3 %	6,8 %
<b>Nettoresultat</b>	<b>11,4</b>	<b>55,9</b>	<b>66,7</b>	<b>100,2</b>
<i>Nettomarginal</i>	1,1 %	4,4 %	4,8 %	5,1 %
EV/EBIT	21,2x	6,4x	5,4x	4,5x
P/E	38,6x	7,6x	6,4x	5,3x
Nettoskuld/EBITDA	1,0x	0,5x	0,4x	0,4x

# INVESTERINGSIDÉ

Götenehus är en helhetsleverantör av nybyggnation av bostäder vars affärsområden primärt är uppdelat i projektutveckling och styckehus. Inom styckehus erbjuds kunder att designa sin egen villa eller fritidshus och har möjligt att köpa till en tomt som Koncernen tillhandahåller och säljer. Tomter finns i Stockholmsområdet, sydvästra Skåne, Västra Götaland och områdena kring universitets- och högskoleorter. Då Koncernen förstår risken med att äga tomter, är dessa således koncentrerade kring storstadsorter och universitets- och högskoleområden. Segmentet projektutveckling producerar gruppbyggda småhus och flerfamiljehus och säljer dessa separat i egen regi eller som beställningsvara till andra större kunder på egen eller annans mark.

## Mål om 65 000 nya bostäder per år i Sverige fram till år 2025

Mellan åren 2016-2019 ökade antalet bostäder i Sverige från 4,8 miljoner till 5,0 miljoner, vilket motsvarar en genomsnittlig ökning om 60 800 bostäder per år. Från år 2020 till år 2025 beräknas det att 338 000 nya bostäder behöver byggas, för att täcka det växande behovet av fler boenden. År 2020 byggde Götenehus 685 bostäder, vilket motsvarar 1,1 % av antalet bostäder som byggdes i Sverige år 2020. För år 2023 estimeras Koncernen bygga 964 bostäder, vilket motsvarar 1,5 % av det totala antalet bostäder som beräknas byggas i Sverige samma år. Ökningen av marknadsandelar möjliggörs genom en ökad kapacitet samt en snabbare byggprocess.

MARKNADS-  
ANDEL OM  
1,5 % ÅR 2023

## Förbättrade marginaler genom en mer gynnsam produktmix

Projektutveckling utgjorde 56,7 % av rörelseresultatet år 2019 och 105,8 % år 2020 (på grund av ovanligt lågt rörelseresultat från styckehus samt negativt rörelseresultat från segmentet övrigt) och hade år 2020 en EBIT-marginal om 4,2 %, detta i jämförelse med styckehus som uppvisade en EBIT-marginal om 4,7 % år 2019 och 1,3 % år 2020 orsakat av en engångsnedskrivning av varumärket Vårsåsvillan. I linje med koncernens mål om förbättrade marginaler väntas Koncernen lägga större fokus på sina mest lönsamma områden, där volymhusfabriken främst kommer att användas för bostäder inom projektutveckling. Genom satsningen inom projektutveckling väntas 60 % av EBIT-resultatet för koncernen komma från projektutveckling år 2023, där den mer gynnsamma produktmixen estimeras resultera i en EBIT-marginal för koncernen om 6,8 % år 2023, jämfört med 5,9 % år 2019 och 2,2 % år 2020.

EBIT-  
MARGINAL  
OM 7,2 % ÅR  
2023

## Volymhusfabrik och utökad e-handel förväntas leda till expansion och lönsamhet

Koncernen färdigställde år 2019 en ny volymhusfabrik med en produktionskapacitet om 200 rum per år samt med möjlighet att bygga ut och dubbla kapaciteten ytterligare. Samma år lanserade Götenehus e-handeln Bygg Online, där kunder snabbt och enkelt kan designa sitt eget hus utan att enbart behöva gå via Koncernens personal. Detta möjliggör en snabbare byggprocess och därmed medför en lägre tidsåtgång per produktion. Baserat på denna tidseffektivisering förväntas omsättningen öka från 1 007,3 MSEK år 2020 till 1 503,6 MSEK år 2023, vilket motsvarar en årlig omsättningstillväxt om 15,3 %. Även vinstmarginalen förväntas öka genom den mer skalbara verksamheten från Bygg Online och estimeras till 5,4 % år 2023, jämfört med 4 % år 2019 och 2,2 % år 2020.

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras en mer gynnsam produktmix samt en lägre tidsåtgång per nybyggnation genom Bygg Online och volymhusfabriken. EBIT-resultatet förväntas växa från 22,3 MSEK år 2020 till 104,7 MSEK år 2023, vilket resulterar i en EV/EBIT-multipel om 4,5x för år 2023. Genomsnittet för Koncernens konkurrenter är en EV/EBIT-multipel om 9,2x, där en rabatt om 20 % appliceras för att beakta Koncernens lägre börsvärde och EBIT-marginal än dess peers, vilket resulterar i en EV/EBIT-multipel om 7,4x samt ett nuvärde om 7,8 kr per aktie. Uppsidan stöds av en DCF-värdering med en diskonteringsränta om 11,3 % som resulterar i ett nuvärde om 9,9 kr per aktie. Sammantaget motiveras ett pris per aktie om 7,8 kr i ett Base scenario.

NUVÄRDE  
OM 7,8 KR I  
ETT BASE  
SCENARIO

## Köpkraft bland hushåll är störst risk på kort till medellång sikt

Covid-19 pandemin medför en risk i att köpkraften i Sverige minskas till följd av högre arbetslöshet och sämre konjunktur, vilket då förväntas minska efterfrågan på nybyggnation och därigenom resultera i en lägre omsättningstillväxt för Götenehus. Koncernen har emellertid en god finansiell ställning, med en nettoskuld/EBITDA om 1,0x och är väl förberedd för lägre tillväxt och en pandemi som fortgår en längre period. Bopriserna fortsätter dessutom stiga och steg med 11 % under 2020 och estimeras stiga om 5 % år 2021. Koncernen grundades 1931 och har överlevt flera finanskriser och lågkonjunkturer, därutöver sitter man på en stark kassa om 128,6 MSEK och en soliditet om 40,6 %.

RISK FÖR  
LÄGRE  
TILLVÄXT  
OM  
PANDEMIN  
FORTGÅR  
LÄNGRE ÄN  
VÄNTAT

## HIGHLIGHTS



# FINANSIELL PROGNOIS

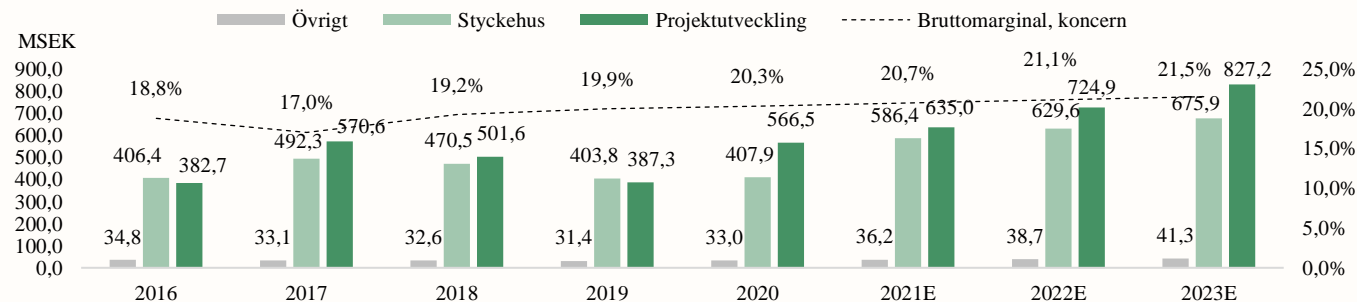
## Omsättningsprognos åren 2021-2023

**ÖKNING AV  
BRUTTO-  
MARGINAL  
FRÅN 20,3 %  
ÅR 2020 TILL  
21,5 % ÅR  
2023**

Den estimerade omsättningen för styckehus och projektutveckling är baserad på antalet sålda hus där projektutveckling under år 2020 hade ett genomsnittligt pris för hus, tomt samt totalentreprenad om 2,9 MSEK medan styckehus hade ett genomsnittligt pris om 3,2 MSEK. Antal sålda bostäder inom styckehus förväntas växa med en CAGR om 3,8 % åren 2020-2023 medan antalet sålda hus inom projektutveckling för samma år väntas växa med en CAGR om 10,3 %. Antalet sålda hus inom respektive område väntas växa i denna takt på grund av den fortsatt låga räntenivån i samband med den ökande bostadsbristen. Projektutveckling väntas växa i en högre takt än styckehus på grund av det större behovet av flerfamiljehus än villor och fritidshus. Koncernens nya fabrik är dessutom främst för produktion av bostäder inom projektutveckling, vilket medför att Götenehus har större kapacitet att öka produktionen inom området. Detta resulterar i att 589 bostäder väntas säljas år 2023 jämfört med 439 bostäder år 2020, inom projektutveckling. 589 bostäder medför en omsättning för segmentet om 827,2 MSEK år 2023, jämfört med 566,5 MSEK år 2020. För styckehus väntas omsättningen år 2023 uppgå till 675,9 MSEK, från 407,9 MSEK år 2020 vilket möjliggörs genom att Götenehus kan åta sig fler projekt genom att tid per projekt minskar genom Bygg Online. Affärssegmentet övrigt, 4,3 % av omsättning år 2020, förväntas minska sin andel av koncernens omsättning till 3,3 % år 2023. De tre segmenten bidrar till en total omsättning för koncernen om 1 544,5 MSEK år 2023, jämfört med 1 007,3 MSEK år 2020, vilket är en total ökning om 53,3 %.

### Störst andel av omsättningen från projektutveckling.

Omsättning från de olika segmenten (efter koncerneliminering)



Analyst Groups prognos

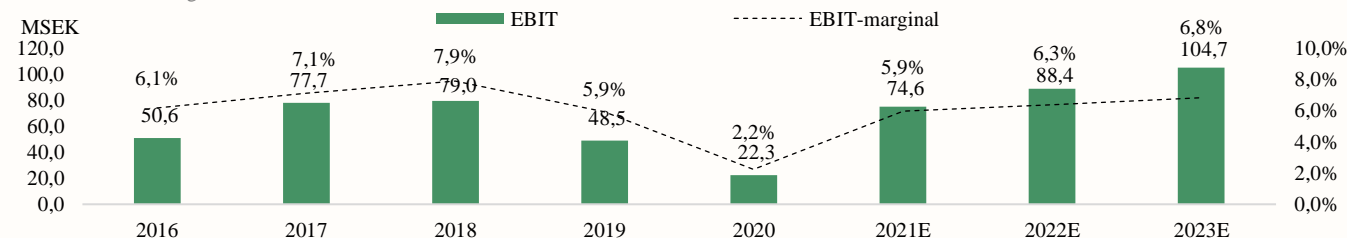
### Rörelseresultatet förväntas stiga genom ökad skalbarhet och gynnsammare produktmix

För projektutveckling estimeras en årlig tillväxt i EBIT-resultatet om 42,4 % åren 2020-2023, medan styckehus årligen väntas växa om 15,9 % åren 2019-2023. Den kraftiga ökningen för projektutveckling är främst hänförlig till den nya volymhusfabriken, vilken ökar som nämnt ovan kapaciteten för att bygga fler bostäder, samtidigt som kostnaderna därutöver sänks och ökar skalbarheten genom en snabbare byggprocess. Tillväxten i styckehus är till stor del från Bygg Online som gör det snabbare och enklare att bygga hus. För projektutveckling år 2020 var kostnaden för sålda varor samt löpande kostnader 542,9 MSEK medan de estimeras för år 2023 vara 759,1 MSEK. För styckehus år 2020 var kostanden för sålda varor och löpande kostnader 402,4 MSEK och förväntas vara 632,2 MSEK år 2023. Förbättringarna i verksamheten förväntas resultera i en mer skalbar verksamhet vilket höjer EBIT-marginalen för styckehus från 1,3 % år 2020 (6,0 % år 2019) till 6,5 % år 2023. För projektutveckling väntas EBIT-marginalen öka från 4,2 % år 2020 (7,1 % år 2019) till 8,2 % år 2023. Tillsammans, förväntas koncernens EBIT-marginal öka från 2,2 % år 2020 (5,9 % år 2019) till 6,8 % år 2023, medan vinstmarginalen stiger från 1,1 år 2020 (4,0 % år 2019) till 5,4 % år 2023. Under kvartal fyra år 2020 minskade EBIT-resultatet kraftigt till -7,9 MSEK genom engångsnedskrivningar av goodwill och varumärke om totalt 16,8 MSEK. EBIT-marginalen minskade på grund av ovanligt många sålda projekt till professionella beställare, som beställer stora projekt till lägre pris. Q4 2020 var således ett ovanligt kvartal, men estimeras inte fortsätta i den riktningen.

**ÖKAD EBIT-  
MARGINAL  
FRÅN 2,2 %  
ÅR 2020 TILL  
6,8 % ÅR 2023**

### EBIT-marginalen estimeras öka från 5,9 % år 2019 till 7,2 % år 2023.

EBIT och EBIT-marginal för koncernen 2016-2019



Analyst Groups prognos

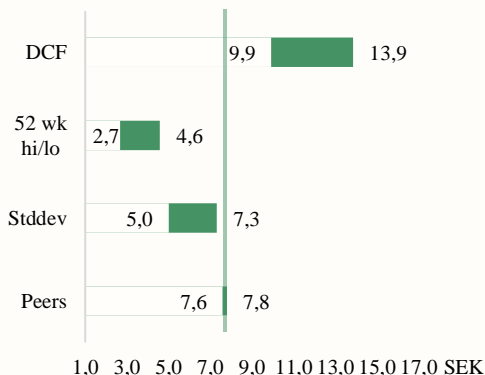


# VÄRDERING

Bolag	Börsvärde Nuvarande (MSEK)	Omsättning 23E	Omsättning CAGR 20E-23E	EBIT CAGR 20E-23E	EBIT- marginal 23E	EV/EBIT 23E	P/E 23E
Renew holdings	4 658,9	8 335,2	3,7%	10,8%	6,5%	9,0x	10,9x
Consti Springfield properties	777,8	-	-	17,8%	-	6,6x	-
JM	1 486,0	2 856,8	12,9%	26,0%	10,0%	8,1x	7,0x
JM	20 763,6	16 291,0	1,5%	-0,6%	13,2%	12,8x	12,2x
Huscompagniet	3 274,0	6 040,1	7,4%	20,0%	8,4%	9,5x	-
Genomsnitt	5 375,2	7 174,1	5,7%	14,8%	9,5%	9,2x	10,1x
Median	3 274,0	7 187,7	5,6%	17,8%	9,2%	9,0x	10,9x
Götenehus Group	416,8	1 544,5	15,3%	67,4%	6,8%	4,5x	5,3x

Nuvärde om 7,8 kr.

Nuvärde enligt olika värderingsmetoder



Källa: Analyst Groups prognos samt Bloomberg

## Värdering: Base scenario

Samtliga bolag i ovan tabell är aktiva inom nybyggnation av bostäder. Bolagen är verksamma på fler geografiska marknader än Götenehus, som vid jämförelse bör värderas till en liknande multipel som sedan justeras för storleks- och marginalskillnader, baserat på följande:

**MOTIVERAT  
NUVÄRDE  
OM 7,8 KR I  
ETT BASE  
SCENARIO**

- Götenehus väntas uppnå en högre årlig tillväxt i nettoomsättning för åren 2020-2023 än peers. Koncernen estimeras för denna period uppnå en årlig omsättningstillväxt om 15,3 % samtidigt som peers estimeras uppnå ett genomsnitt om 5,7 % årlig omsättningstillväxt för samma period.
- Koncernen estimeras nå en årlig tillväxt i EBIT-resultatet åren 2020-2023 om 67,4 %, jämfört med genomsnittet för peers om 14,8 % för åren 2020-2023. Den årliga tillväxten i EBIT är avsevärt större än peers på grund av att år 2020 resulterade i en ovanligt låg EBIT till följd av bland annat stora engångsnedskrivningar.

Koncernen är relativt mindre än peers i både börsvärde och omsättning samt har en lägre EBIT-marginal. Götenehus har ett börsvärde om 416,8 MSEK och estimeras uppnå en omsättning år 2023 om 1 544,5 MSEK jämfört med genomsnittet av peers om 5 375,2 MSEK respektive 7 174,1 MSEK. Således anses en rabatt om 20 % nödvändig. En målmultipel om EV/EBIT 9,2x år 2023 som justeras ned till 7,4x samt ett estimerat EBIT-resultat om 108 MSEK implicerar ett nuvärde om 7,8 kr per aktie. En DCF-värdering med diskonteringsränta om 11,3 % stödjer multipelvärdningen och ger ett nuvärde om 9,9 kr per aktie. Sammantaget motiveras ett nuvärde om 7,8 kr per aktie i ett Base scenario

**MOTIVERAT  
NUVÄRDE  
OM 9,9 KR I  
ETT BULL  
SCENARIO**

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella drivare i ett Bull scenario:

- Pandemin har lindrigare ekonomiska effekter vilket medför högre antal sålda bostäder, vilket i sin tur resulterar i att omsättningen ökar till 1 652,6 MSEK istället för 1 544,5 MSEK år 2023.
- Den nybyggda fabriken är mer effektiv än väntat i ett Base scenario, och ökar EBIT-marginalen genom bättre automatisering vilken sänker kostnad för sålda varor och höjer marginalen till 7,6 % år 2023, jämfört med 6,8 % år 2023 i ett Base scenario.

I ett Bull scenario motiveras ett pris per aktie om 9,9 kr per aktie genom ett EBIT-resultat år 2023 om 125 MSEK och en EV/EBIT-multipel om 7,4x.

**MOTIVERAT  
NUVÄRDE  
OM 4,3 KR I  
ETT BEAR  
SCENARIO**

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Långvariga effekter från Covid-19 ger lägre efterfrågan och sämre konjunktur av nya bostäder, vilket väntas resultera i att omsättningen för år 2023 blir 1 436,4 MSEK istället för 1 503,6 MSEK.
- Till följd av den lägre omsättningen blir den nya fabriken och Bygg Online inte lika lönsamma som i ett Base scenario, och EBIT-marginalen för år 2023 estimeras till 3,8 % istället för 7,2 %.

I ett Bear scenario motiveras ett pris per aktie om 4,3 kr per aktie genom ett EBIT-resultat år 2023 om 54,1 MSEK och en EV/EBIT-multipel om 7,4x.

## APPENDIX

Base scenario, MSEK	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	823,9	1 096,1	1 004,7	822,6	1 007,3	1 257,6	1 393,2	1 544,5
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>824</b>	<b>1 096</b>	<b>1 005</b>	<b>823</b>	<b>1 007</b>	<b>1 258</b>	<b>1 393</b>	<b>1 544</b>

Handelsvaror	-669,7	-909,9	-811,5	-659,0	-858,0	-997,2	-1 099,5	-1 213,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>154,7</b>	<b>186,4</b>	<b>193,2</b>	<b>164,0</b>	<b>149,3</b>	<b>260,3</b>	<b>293,7</b>	<b>331,5</b>
Bruttomarginal	18,8%	17,0%	19,2%	19,9%	14,8%	20,7%	21,1%	21,5%

Försäljningskostnader	-82,6	-86,8	-90,5	-89,9	-100,9	-146,6	-162,1	-179,1
Administrationskostnader	-21,4	-21,9	-23,8	-25,6	-26,9	-39,1	-43,2	-47,8
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>50,6</b>	<b>77,7</b>	<b>79,0</b>	<b>48,5</b>	<b>22,3</b>	<b>74,6</b>	<b>88,4</b>	<b>104,7</b>
EBIT-marginal	6,1%	7,1%	7,9%	5,9%	2,2%	5,9%	6,3%	6,8%
Finansiella poster, netto	-3,6	-3,2	-3,6	-4,1	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5
<b>EBT</b>	<b>47,0</b>	<b>74,5</b>	<b>75,4</b>	<b>44,4</b>	<b>18,2</b>	<b>70,4</b>	<b>84,0</b>	<b>100,2</b>
Skatt	-10,4	-16,5	-15,8	-9,7	-7,2	-14,5	-17,3	-20,6
Övrigt, totalresultat, netto	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>36,8</b>	<b>57,5</b>	<b>59,5</b>	<b>34,7</b>	<b>11,4</b>	<b>55,9</b>	<b>66,7</b>	<b>79,5</b>
Nettomarginal	4%	5%	6%	4%	1,1%	4,4%	4,8%	5,1%

Bull scenario, MSEK	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	823,9	1 096,1	1 004,7	822,6	1 007,3	1 345,6	1 490,7	1 652,6
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>824,4</b>	<b>1 096,3</b>	<b>1 004,7</b>	<b>823,0</b>	<b>1 007,3</b>	<b>1 345,6</b>	<b>1 490,7</b>	<b>1 652,6</b>

Handelsvaror	-669,7	-909,9	-811,5	-659,0	-858,0	-1 056,4	-1 164,6	-1 284,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>154,7</b>	<b>186,4</b>	<b>193,2</b>	<b>164,0</b>	<b>149,3</b>	<b>289,2</b>	<b>326,1</b>	<b>367,7</b>
Bruttomarginal	18,8%	17,0%	19,2%	19,9%	14,8%	21,5%	21,9%	22,2%

Försäljningskostnader	-82,6	-86,8	-90,5	-89,9	-100,9	-156,9	-173,4	-191,6
Administrationskostnader	-21,4	-21,9	-23,8	-25,6	-26,9	-41,9	-46,3	-51,1
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>50,6</b>	<b>77,7</b>	<b>79,0</b>	<b>48,5</b>	<b>22,3</b>	<b>90,5</b>	<b>106,3</b>	<b>125,0</b>
EBIT-marginal	6,1%	7,1%	7,9%	5,9%	2,2%	6,7%	7,1%	7,6%
Finansiella poster, netto	-3,6	-3,2	-3,6	-4,1	-4,1	-4,5	-4,7	-4,8
<b>EBT</b>	<b>47,0</b>	<b>74,5</b>	<b>75,4</b>	<b>44,4</b>	<b>18,2</b>	<b>86,0</b>	<b>101,7</b>	<b>120,1</b>
Skatt	-10,4	-16,5	-15,8	-9,7	-3,7	-17,7	-20,9	-24,7
Årets resultat avvecklade verksamheter	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>36,8</b>	<b>57,5</b>	<b>59,5</b>	<b>34,7</b>	<b>14,9</b>	<b>68,3</b>	<b>80,7</b>	<b>95,4</b>
Nettomarginal	4%	5%	6%	4%	1,5%	5,1%	5,4%	5,8%

Bear scenario, MSEK	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	823,9	1 096,1	1 004,7	822,6	1 007,3	1 169,5	1 295,7	1 436,4
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>824,4</b>	<b>1 096,3</b>	<b>1 004,7</b>	<b>823,0</b>	<b>1 007,3</b>	<b>1 169,5</b>	<b>1 295,7</b>	<b>1 436,4</b>

Handelsvaror	-669,7	-909,9	-811,5	-659,0	-858,0	-957,3	-1 055,5	-1 164,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>154,7</b>	<b>186,4</b>	<b>193,2</b>	<b>164,0</b>	<b>149,3</b>	<b>212,2</b>	<b>240,2</b>	<b>271,9</b>
Bruttomarginal	18,8%	17,0%	19,2%	19,9%	14,8%	18,1%	18,5%	18,9%

Försäljningskostnader	-82,6	-86,8	-90,5	-89,9	-100,9	-140,7	-155,6	-171,9
Administrationskostnader	-21,4	-21,9	-23,8	-25,6	-26,9	-37,5	-41,5	-45,9
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>50,6</b>	<b>77,7</b>	<b>79,0</b>	<b>48,5</b>	<b>22,3</b>	<b>33,9</b>	<b>43,1</b>	<b>54,1</b>
EBIT-marginal	6,1%	7,1%	7,9%	5,9%	2,2%	2,9%	3,3%	3,8%
Finansiella poster, netto	-3,6	-3,2	-3,6	-4,1	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5
<b>EBT</b>	<b>47,0</b>	<b>74,5</b>	<b>75,4</b>	<b>44,4</b>	<b>18,2</b>	<b>29,7</b>	<b>38,7</b>	<b>49,6</b>
Skatt	-9,7	-15,3	-15,5	-9,1	-3,7	-6,1	-8,0	-10,2
Årets resultat avvecklade verksamheter	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>37,5</b>	<b>58,7</b>	<b>59,8</b>	<b>35,2</b>	<b>14,5</b>	<b>23,5</b>	<b>30,7</b>	<b>39,4</b>
Nettomarginal	5%	5%	6%	4%	1,4%	2,0%	2,4%	2,7%

## APPENDIX

Styckehus	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning före koncerne.	418,0	503,1	481,6	414,7	418,2	596,5	639,6	685,8
Koncerneliminering	-11,6	-10,8	-11,1	-10,9	-10,3	-10,1	-10,1	-9,9
<b>Omsättning</b>	<b>406,4</b>	<b>492,3</b>	<b>470,5</b>	<b>403,8</b>	<b>407,9</b>	<b>586,4</b>	<b>629,6</b>	<b>675,9</b>
COGS + OPEX	-384,0	-457,4	-452,7	-379,6	-402,4	-556,9	-593,7	-632,2
<b>EBIT</b>	<b>22,4</b>	<b>34,9</b>	<b>17,8</b>	<b>24,2</b>	<b>5,5</b>	<b>29,5</b>	<b>35,9</b>	<b>43,7</b>
Fin. Poster, netto	-3,5	-5,5	-5,3	-3,2	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Resultat efter fin. Poster	18,9	29,4	12,5	21,0	4,1	28,1	34,4	42,2
Skatt	-3,4	-5,5	-5,3	-3,2	-2,4	-4,8	-5,8	-6,9
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>15,5</b>	<b>23,9</b>	<b>7,3</b>	<b>17,8</b>	<b>1,7</b>	<b>23,2</b>	<b>28,7</b>	<b>35,3</b>

Projektutveckling	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning före koncerne.	394,3	581,4	512,7	398,2	576,8	645,2	735,0	837,2
Koncerneliminering	-11,6	-10,8	-11,1	-10,9	-10,3	-10,2	-10,1	-9,9
<b>Omsättning</b>	<b>382,7</b>	<b>570,6</b>	<b>501,6</b>	<b>387,3</b>	<b>566,5</b>	<b>635,0</b>	<b>724,9</b>	<b>827,2</b>
COGS + OPEX	-354,0	-525,1	-438,3	-359,8	-542,9	-583,0	-665,4	-759,1
<b>EBIT</b>	<b>28,7</b>	<b>45,5</b>	<b>63,3</b>	<b>27,5</b>	<b>23,6</b>	<b>52,1</b>	<b>59,6</b>	<b>68,1</b>
Fin. Poster, netto	-1,2	-1,1	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Resultat efter fin. Poster	27,5	44,4	62,1	26,1	22,2	50,6	58,1	66,6
Skatt	-3,5	-5,5	-5,3	-3,2	-2,4	-4,8	-5,8	-6,9
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>24,0</b>	<b>38,9</b>	<b>56,8</b>	<b>22,9</b>	<b>19,8</b>	<b>45,8</b>	<b>52,3</b>	<b>59,8</b>

Övrigt	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning före koncerne.	46,4	43,9	43,7	42,3	43,3	46,3	48,7	51,2
Koncerneliminering	-11,6	-10,8	-11,1	-10,9	-10,3	-10,2	-10,1	-9,9
<b>Omsättning</b>	<b>34,8</b>	<b>33,1</b>	<b>32,6</b>	<b>31,4</b>	<b>33,0</b>	<b>36,2</b>	<b>38,7</b>	<b>41,3</b>
COGS + OPEX	-35,3	-35,8	-34,7	-34,6	-39,8	-43,1	-45,7	-48,5
<b>EBIT</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,2</b>
Fin. Poster, netto	-1,2	-1,1	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Resultat efter fin. Poster	-1,7	-3,8	-3,3	-4,6	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7
Skatt	-3,5	-5,5	-5,3	-3,2	-2,4	-4,8	-5,8	-6,9
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-5,2</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-10,6</b>	<b>-13,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>-15,5</b>

Känslighetsanalys		WACC						
	25,4	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%	
	0,0%	22,8	18,5	15,4	13,0	11,2	9,7	
	0,5%	23,6	19,0	15,7	13,2	11,3	9,8	
	1,0%	24,5	19,5	16,0	13,4	11,4	9,8	
Terminal Growth Rate	1,5%	25,6	20,1	16,4	13,6	11,6	9,9	
	2,0%	27,0	20,9	16,8	13,9	11,7	10,0	
	2,5%	28,7	21,8	17,3	14,2	11,9	10,2	
	3,0%	30,9	22,9	17,9	14,5	12,1	10,3	
	3,5%	34,0	24,3	18,6	14,9	12,4	10,5	
	4,0%	38,4	26,1	19,5	15,4	12,6	10,6	



# APPENDIX

Marginaler och tillväxt (%), Base scenario

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Styckehus</b>								
<b>Marginaler</b>								
EBIT-marginal	5,5%	7,1%	3,8%	6,0%	1,3%	5,0%	5,7%	6,5%
% av EBIT	44,3%	44,9%	22,5%	49,9%	24,7%	39,5%	40,6%	41,7%
Vinstmarginal	3,8%	4,9%	1,5%	4,4%	0,4%	4,0%	4,6%	5,2%
% av vinst	50,7%	45,9%	47,9%	50,4%	41,5%	47,4%	45,9%	44,4%

<b>Tillväxt</b>								
Omsättningstillväxt	-	21,1%	-4,4%	-14,2%	1,0%	43,8%	7,4%	7,4%
COGS+OPEX-tillväxt	-	19,1%	-1,0%	-16,1%	6,0%	38,4%	6,6%	6,5%
EBIT-tillväxt	-	55,8%	-49,0%	36,0%	-77,3%	435,8%	21,8%	21,8%
Vinsttillväxt	-	54,2%	-69,6%	144,6%	-57,6%	1239,8%	23,4%	23,2%

<b>Projektutveckling</b>								
<b>Marginaler</b>								
EBIT-marginal	7,5%	8,0%	12,6%	7,1%	4,2%	8,2%	8,2%	8,2%
% av EBIT	56,7%	58,6%	80,1%	56,7%	105,8%	69,8%	67,4%	65,1%
Vinstmarginal	6,3%	6,8%	11,3%	5,9%	3,5%	7,2%	7,2%	7,2%
% av vinst	47,9%	53,0%	51,0%	48,4%	57,3%	51,3%	52,8%	54,2%

<b>Tillväxt</b>								
Omsättningstillväxt	-	49,1%	-12,1%	-22,8%	46,2%	12,1%	14,2%	14,1%
COGS+OPEX-tillväxt	-	48,3%	-16,5%	-17,9%	50,9%	7,4%	14,1%	14,1%
EBIT-tillväxt	-	58,5%	39,1%	-56,6%	-14,2%	120,6%	14,4%	14,4%
Vinsttillväxt	-	61,9%	46,0%	-59,7%	-1,1%	131,0%	14,2%	14,2%

<b>Övrigt</b>								
<b>Marginaler</b>								
EBIT-marginal	-1,4%	-8,1%	-6,4%	-10,2%	-20,6%	-19,1%	-18,2%	-17,3%
% av EBIT	-1,0%	-3,5%	-2,7%	-6,6%	-30,5%	-9,3%	-8,0%	-6,8%
Vinstmarginal	-14,8%	-28,0%	-26,3%	-24,8%	-32,1%	-36,4%	-36,9%	-37,6%
% av vinst	5,6%	4,0%	4,3%	5,1%	4,3%	3,7%	3,5%	3,3%

<b>Tillväxt</b>								
Omsättningstillväxt	-	-4,8%	-1,7%	-3,5%	4,9%	9,7%	7,0%	6,8%
COGS+OPEX-tillväxt	-	1,5%	-3,3%	-0,1%	14,8%	8,3%	6,1%	6,1%
EBIT-tillväxt	-	440,0%	-22,2%	52,4%	112,5%	1,7%	1,7%	1,7%
Vinsttillväxt	-	79,9%	-7,6%	-8,9%	-1,1%	24,5%	8,4%	8,9%

<b>Koncernen</b>								
<b>Marginaler</b>								
EBIT-marginal	6,1%	7,1%	7,9%	5,9%	2,2%	5,9%	6,3%	6,8%
Vinstmarginal	4,2%	4,9%	5,5%	4,0%	1,1%	4,4%	4,8%	5,1%

<b>Tillväxt</b>								
Omsättningstillväxt	-	33,0%	-8,3%	-18,1%	22,5%	24,8%	10,8%	10,9%
COGS+OPEX-tillväxt	-	31,7%	-9,1%	-16,4%	27,2%	20,1%	10,3%	10,4%
EBIT-tillväxt	-	53,6%	1,7%	-38,6%	-54,0%	234,5%	18,5%	18,4%
Vinsttillväxt	-	55,7%	3,7%	-40,9%	-31,5%	408,0%	19,4%	19,2%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Koncernen.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Koncernen.

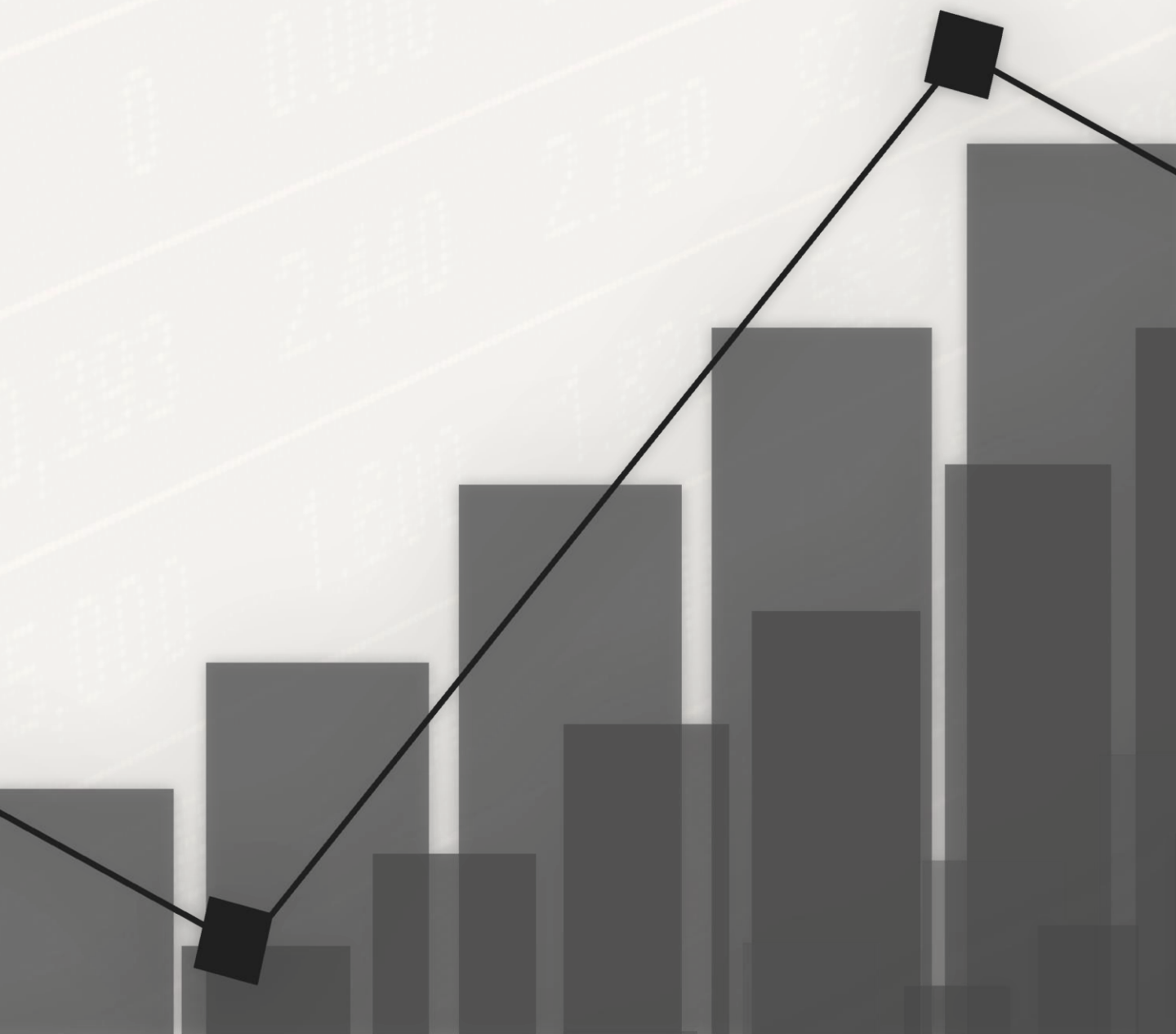
## Övrigt

**Götenehus Group AB** (vidare Koncernen) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Koncernen, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger inte aktier i Koncernen.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund