

In med Nelly

BÖRSEN TUFFAR PÅ uppåt och centralbankerna har gett hopp om fallande räntor under 2024 vilket ökar riskaptiten. Vi passar på och gör ett par förändringar. In kliver Nelly bland annat. **SID 14**

13%

” Den hopplösa kronan

ARGUMENTEN FÖR ATT behålla kronan och en självständig Riksbank blir allt tunnare. Än har det inte riktigt tippat över för mig att överge kronan men det börjar banne mig närma sig. **SID 3**



Spännande tider i Guideline Geo

Efter många år med skral lönsamhet så var det proppen ur för Guideline Geo under 2023. Lönsamheten överträffade de finansiella målen och tillväxten var urstark mot slutet av året. Finns det mer att hämta här?

SID 4-5

Embellence

TAPETBOLAGET KLARADE 2023 på ett bra sätt och skulle marknaden förbättras härifrån så ser uppsidan i aktien attraktiv ut, kursuppgången senaste halvåret till trots. **SID 6**

Byggpartner

DEN TIDIGARE BV-FAVORITEN har tyvärr omvandlats från ett litet välskött byggbolag till en härva. Kan bolaget komma tillbaka? **SID 7**

Advenica

DET LILLA CYBERSÄKERHETSBOLAGET har haft svårt att nå lönsamhet i många år. Nu förbättras möjligheterna tack vare NATO-tillträdet. Räcker det för ett köp? **SID 10**

ABEM Terrameter LS 2 för geotekniska, grundvatten-, mineral- eller miljöundersökningar och forskningsarbete.



Spännande tider i Guideline Geo

Efter många år med skral lönsamhet så var det proppen ur för Guideline Geo under 2023. Lönsamheten överträffade de finansiella målen och tillväxten var urstark mot slutet av året. Finns det mer att hämta här?

TEXT: PETER HEDLUND | peter.hedlund@borsveckan.se

GUIDELINE GEO ÄR ett tämligen anonymt bolag trots att det ifjol firade 100 år som företag. Verksamheten är närapå global (USA, EMEA, APAC), främst via partnersäljning men också egen direktsäljning med slutkunder i över 100 länder totalt. Verksamheten består av utveckling, design, tillverkning och försäljning av utrustning för att kartlägga vad som finns under jordytan. Det rör sig då exempelvis om utrustning för att hitta ledningar, kablar och annan infrastruktur för kunder som byggbolag eller konsulter som behöver ta reda på vad marken innehåller innan projekt inleds.

För det används primärt en radarteknologi som också används av flertalet konkurrenter och den delen av verksamheten är tämligen konkurrensutsatt. Addtech förvärvade exempelvis under 2022 en lokal konkurrent vid namn Impulseradar som grundades 2015 av tidigare anställda i nuvarande Guideline Geo. Impulseradar hade under 2023 en omsättning på 104 Mkr under 2023 och en rörelsemarginal på drygt 30 procent som referens.

Men förutom radar används också tre andra teknologier för att göra markutredningar för byggprojekt, liksom även gruvnäringen och miljöforskning etc.

Därtill så erbjuder Guideline Geo också en teknik för att hitta grundvatten som inte används brett av konkurrenterna, nämligen elektromagnetik och Resistivitet/IP. Även seismisk teknik används. Under 2022 vässades även erbjudandet med flertalet funktioner där det tidigare krävdes kunskaper i geofysik för att nyttja produkterna men nu når alltså sortimentet en bredare användargrupp.

Två varumärken

Försäljningen är instrument med tillhörande mjukvara men också en mindre del med återkommande intäkter för databehandling och visualisering som säljs som prenumeration. Produkterna säljs under två egna varumärken, ABEM (som var en del av Atlas Copco för längesen) och MALÅ. En normalorder är maximalt 1 procent av årsomsättningen så något särskilt beroende av enskild marknad eller kund föreligger inte.

Förutom byggbolag och konsulter är offentligt verksamhet samt akademiska motparter stora kundgrupper.

Tillväxten har med undantaget pandemiåret 2020 varit stabilt ökande från 120 Mkr 2018 till 201 Mkr 2023 (10,8% i årligt genomsnitt). Lönsamheten har det varit sämre med men även på den fronten har det lossnat de sista åren med en rörelsemarginal som nådde 9,4 procent (4,0) under 2023. Men det verkar också som att bruttomarginalen är tillfälligt hög då kostnaden för råmaterial och förnödenheter faktiskt minskade 11 procent i absoluta tal och bruttomarginalen nådde 74,5 procent (70,9). Övriga kostnader och personal ökar dock i linje med eller snabbare än nettoomsättningen och marginalförstärkningen kommer främst från lägre avskrivningar och den högre bruttovinsten snarare än en effektivare organisation. Men man har satsat på tillväxt i säljorganisationen och därtill har produktportföljen utökats så effektivitetsvinster har inte varit i fokus.

Fjolåret vilar också en hel del på ett starkt andra halvår där bolaget hade en till-

Genom radarteknik kartläggs marken.



växt på 35 procent i Q4, varav 27 procent organiskt. Orderingången ökade också den med fina 31 procent, uppskattningsvis omkring 24 procent organiskt. Helåret summerade dock i en tillväxt på klart lägre 16 procent och om man dessutom justerar för valutamedvind blev det knappt 10 procent organiskt. Q4 som är det säsongsmässigt starkaste kvartalet blev också extra bra tack vare lanseringen av radarprodukten Mira Compact i september där merparten ska ha gått till partners som demoexemplar. Det kan bli väldigt positivt för tillväxten framgent om den tas emot väl av slutkunderna. Storsäljaren är annars ABEM Terrameter LS2 som användas för vattenprospektering och markundersökningar.

Hög kapitalbindning

Kassaflödet är lite klen men det beror på att tillväxt kräver rörelsekapital, och för ett litet bolag som växer på en global marknad så är det något man får räkna med.

Balansräkningen är däremot i ypperligt

skick med en nettokassa på 22 Mkr och därtill underskottsavdrag värda 9 Mkr och fastigheter bokade till drygt 5 Mkr. Fastigheterna inbringade 1,2 Mkr i hyra under 2023, och har därmed sannolikt har ett högre marknadsvärde.

I organisationen så hände en hel del under 2022 då fd vd sade upp sig och likaså ekonomichefen. Men med nya vd:n Malin Siberg på plats sedan september 2022 verkar bolaget inte ha tappat tempo. Faktum är att bolagets första förvärv på väldigt länge gjordes under 2023 (tillträdde i januari 2024) då en distributör till bolaget i Australien med en omsättning på 12 Mkr förvärvades för 8 Mkr. Ett par OEM-samarbeten har också tecknats vilket breddar Guideline Geos sortiment likaså nya partneravtal med återförsäljare.



Mira Compact är det senaste tillskottet i produktportföljen.

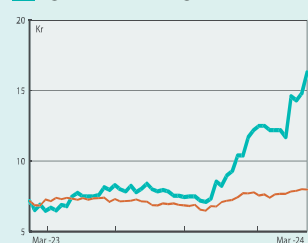
När vi blickar framåt räknar vi med en lägre tillväxttakt eftersom valutamedvinden klingar av och därtill möter bolaget tuffa jämförelsetal. Vi räknar också med att bruttomarginalen kommer ned mot 70 procent vilket är närmare ett historiskt genomsnitt. Men med en så hög bruttomarginal är det förstås tillväxt som är prioriterat. Värderingen för 2023 är inte högre än ev/ebit 8 eller p/e 12. Det finns dock en överhängande risk att den fina lönsamheten från 2023 inte kan bibehållas. Vi räknar därmed med ett mellanår 2024, men över tid torde rörelsemarginalen kunna nå klart högre om man kan upprätthålla tillväxten man uppvisat historiskt. Chanserna torde vara goda för det med nya produkter och ett bredare återförsäljarnätverk.

I början av mars tog bolaget en större order i USA på 5,4 Mkr i gruvsegmentet bland annat. De finansiella målen är under översyn då rörelsemarginalmålet på 8 procent till 2027 redan nu överträffades. På tillväxtfronten siktar ledningen på tvåsiffrig tillväxt, i huvudsak organiskt.

Bra på sight

Guideline Geo är ett spännande bolag där vi också hittar Investment AB Spiltan som störste ägare efter Nordnet Pension följt av det av Spiltan delägda investmentbolaget Chiffonjén samt styrelseordförande Anders Gemfors. Visst kan man motivera en småbolagsrabatt, men över några år borde det bli bra. Sedan är det alltid svårt att sja om kommande året då småbolag med potentiellt fallande vinster sällan överpresterar index. Inte minst då kursen mer än dubblats sedan november, om än med två starka rapporter i ryggen. Men fundamentalt känns bolaget attraktivt värderat med en ev/ebit-multipel på knappt 7x för 2025 och vi lutar ändå åt ett köpråd. ■

Guideline Geo



Kurs: 16,4 kr
Börsvärde: 177 Mkr
Nettokassa: 22 Mkr
Rapport: 7/5
Råd: Köp
OMXSPI

(Mkr)	2023	2024E	2025E
Omsättning	201	220	242
Tillväxt	16%	9%	10%
Rörelseresultat	19,2	17,0	22,0
Rörelsemarginal	9,5%	7,7%	9,1%
Vinst/aktie (kr)	1,29	1,26	1,63
Utdelning/aktie (kr)	0,00	0,00	0,00
P/E	12,7	13,1	10,1
EV/EBIT	8,1	9,1	7,0
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%