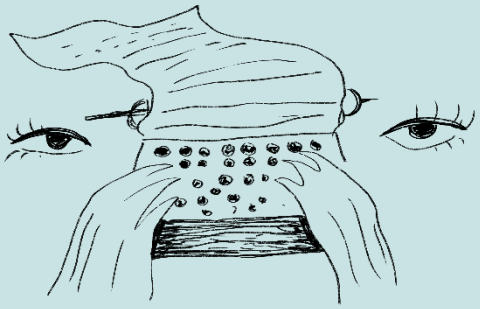
Brødrene A&O Johansen

Rapportkommentar Q4'22



Brødrene A&O Johansen ökade både nettoomsättning och rörelseresultat i sin Q4'22. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 1 146,0 MDKK (1 267,0), vilket är en ökning med 16,5% y-o-y
- Rörelseresultatet (EBIT) uppgick till 112,0 MDKK (83,0), vilket är en ökning om 35,5%
- EBIT-marginalen uppgick till 7,6% (6,6%)
- Vinst per aktie uppgick till 3,1 DKK (2,4)

Nettoomsättning, EBITDA och vinst före skatt för helåret 2022 kom in i linje med A&O:s förväntningar. Omsättningstillväxten var hänförlig till pris- och volymökningar samt förvärvet av EA Værktøj Engros. Bruttomarginalen uppgick till 24,4% vilket var en ökning från 23,3% 2021. Marginalen gynnades av förvärvet samt pris- och volymökningarna, men missgynnades av ökad försäljning från B2B-segmentet. Finansiella poster ökade i kvartalet på grund av en försvagad svensk krona och ökade räntekostnader.

A&O förväntar sig att omsättningen förblir på samma nivå under 2023 medan vinsterna minskar något drivet av kostnadsinflation och högre räntekostnader. Bolagets guidence var lägre än vad vi förväntade oss och vi har justerat våra estimat därefter. I våra reviderade estimat ökar omsättningen med 0,7% medan vinst per aktie minskar med 8,5% under 2023. För helåret 2023 förväntar vi oss en nettoomsättning på 5 412,0 MDKK (5 375,0), en EBIT på 357,4 MDKK (383,6) och ett resultat på 274,3 MDKK (294,5).

På kursen 85,6 DKK handlas A&O till EV/EBIT 8,2x och EV/FCF 12,2x på våra estimat för helåret 2023. På längre sikt ser vi A&O som en god investeringsmöjlighet.

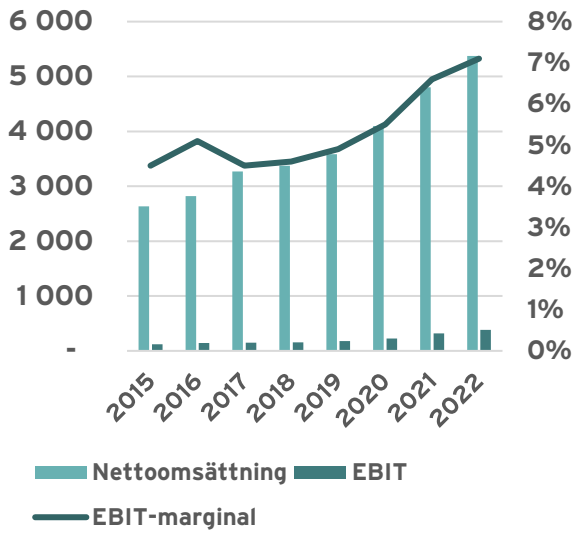
Fakta	
VD	Niels. A. Johansen
Lista	Köpenhamnsbörsen
Ticker	AOJ B
Aktiekurs (DKK)	85,6
Börsvärde (MDKK)	2 396,8

Analytiker

Jacob Stjernberg

jacob.stjernberg@kalqyl.se

Twitter: @jacobstjernberg



Key Insights

Strukturella trender

Grön omställning och renovering av VA-systemet i Sverige stimulerar VVS- och VA-marknaden på kort och lång sikt.

Låg värdering

A&O handlas kring EV/EBIT 8x och EV/FCF 12x på våra estimat för helåret 2023 vilket vi tror erbjuder investeraren en begränsad nedsida.

Defensiva element

Trots en konjunkturkänslig bransch har A&O defensiva element som möjliggör för bolaget att, till skillnad från konkurrenter, stå stabilt under tuffa perioder.

"So we are looking ahead to 2023 and finding it very difficult to work out what we need to prepare for as a company. All we know is that being prepared and agile is more important now than ever!"

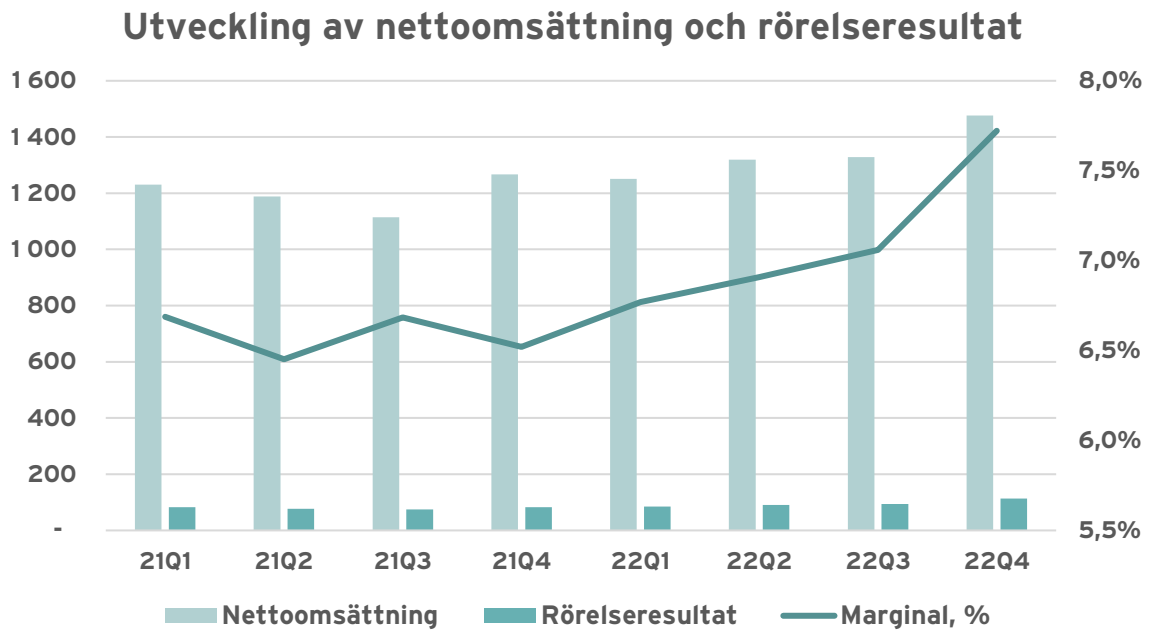
- Niels A. Johansen, VD Brødrene A&O Johansen

Investeringscase

- Strukturella trender
- Defensiva element
- Låg värdering
- Förvärv
- Innovation (Robotlager, AO365)
- Marknadsledare

Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 1 446,3 MDKK (1 266,7), vilket motsvarade en ökning med 16,5% y-o-y. För helåret 2022 uppgick omsättningen till 5 375,0 MDKK (4 800,5), vilket är en ökning med 12,0% y-o-y. Rörelseresultatet uppgick till 383,6 MDKK (316,1) för helåret 2022, en ökning med 21,4% jämfört med föregående år.



Brødrene A&O Johansen leverade ett starkt fjärde kvartal, helt i linje med våra och bolagets förväntningar. Vi gillar den höga omsättnings- och vinsttillväxten samt de ökade marginalerna. Däremot presenteras blygsamma förväntningar inför 2023 vilket får oss att revidera ner våra estimat.

Innan rapporten räknade vi med att A&O:s exponering mot underhåll, reparation och renovering, i kombination med att bolaget äger majoriteten av fastigheterna där deras butiker och lager är belägna, skulle möjliggöra för ensiffrig tillväxt under 2023. Detta trots en svagare marknad. Efter rapporten kan det däremot konstateras att bolaget inte delar vår ursprungliga syn på 2023.

Under 2023 förväntar sig A&O att omsättningen förblir på samma nivåer som under 2022 medan vinsterna minskar något, drivet av kostnadsinflation och ökad ränta. Vi har därför justerat ned våra estimat för intäkterna med 6,4%, EBIT med 10,2% och nettoresultatet med 9,7%. För helåret 2023 förväntar vi oss en nettoomsättning på 5 412,0 MDKK (5 375,0), en EBIT på 357,4 MDKK (383,6) och ett resultat på 274,3 MDKK (294,5).

Den kraftiga ökningen av CAPEX som uppkom i samband med expansionen av Albertslund är (från och med Q3 2022) över. A&O förväntar sig att CAPEX förblir på en förhöjd nivå under 2023 drivet av investeringar i EA:s butiker. För helåret 2023 förväntas CAPEX landa inom intervallet 100-125 MDKK. Halveringen av CAPEX jämfört med föregående år möjliggör för god kassaflödesgenerering under året.

I tabellen nedan återges utfallet för helåret 2022 jämfört med bolagets förväntningar (kommunicerade i Q3'22). Nettoomsättningen, EBITDA och EBT inkom inom det förväntade intervallet.

(MSEK)	Nettoomsättning	EBITDA	EBT
Utfall 2022	5 375,0	491,6	377,4
Förväntningar	5 300-5 400	480-495	365-380
Differens	0	0	0

Finansiell ställning

A&O:s totala tillgångar för helåret 2022 uppgår till 3 318,0 MDKK, varav 26,1% i varulager, 15,1% i goodwill och 24,0% i fastigheter. Tillgångarna finansieras till 42,4% av det egna kapitalet och till 17% av räntebärande skulder. Nettoskulden uppgår till 543 MDKK vilket ger en nettoskuld/EBITDA på 1,1x. Trots att den gröna omställningen ökar innovationstakten är en stor majoritet av lagret fortfarande säljbart. Vi bedömer att A&O:s balansräkning är solid och att man inte är i behov av att ta in externt kapital.

Vi tror att en svagare marknad kan skapa förvärvsmöjligheter för A&O. Halveringen av CAPEX y-o-y möjliggör för god kassaflödesgenerering, vilket i sin tur kan stärka kassan under året. Likväl förväntas EBITDA vara stabil, varpå skuldsättningen förblir låg (nettoskuld/EBITDA 1,1x). En svagare efterfrågan sänker bolagens värderingar på marknaden, vilket A&O skulle kunna kapitalisera på.

(MSEK)	2021	2022
Varulager (%)	23,7%	26,1%
Fastigheter (%)	25,1%	24,0%
Soliditet (%)	41,1%	42,4%
Nettoskuld/EBITDA	0,5	1,1

Risker

Konjunkturen. Ränteökningar och inflation sätter press på hushållen vilket minskar aktiviteten på A&O:s marknader. SCB och Byggföretagen prognotiserar att bygginvesteringar under 2023 kommer att minska jämfört med föregående år. Totala bygginvesteringar förväntas minska med 12% och investeringar i nybyggnation med 17%.

Lager-problematik. Problematik i något av A&O:s centrallager skulle kunna resultera i ökad kostnadsbas och minskad omsättning. Om till exempel centrallagret i Albertslund brinner ned eller får problem med det nya robotlagret skulle stora resurser krävas för att åtgärda svårigheterna.

Förvärvsrisker. I samband med förvärv uppstår alltid risker. Oväntade kostnader kan uppstå och det är inte säkert att kommunicerade synergier realiseras. Historiskt har A&O integrerat förvärven väl och dessutom har förvärven skett inom en bransch som bolaget kan bra, vilket minskar sannolikheten för att riskerna realiseras.

Marknad, trender och defensiva element

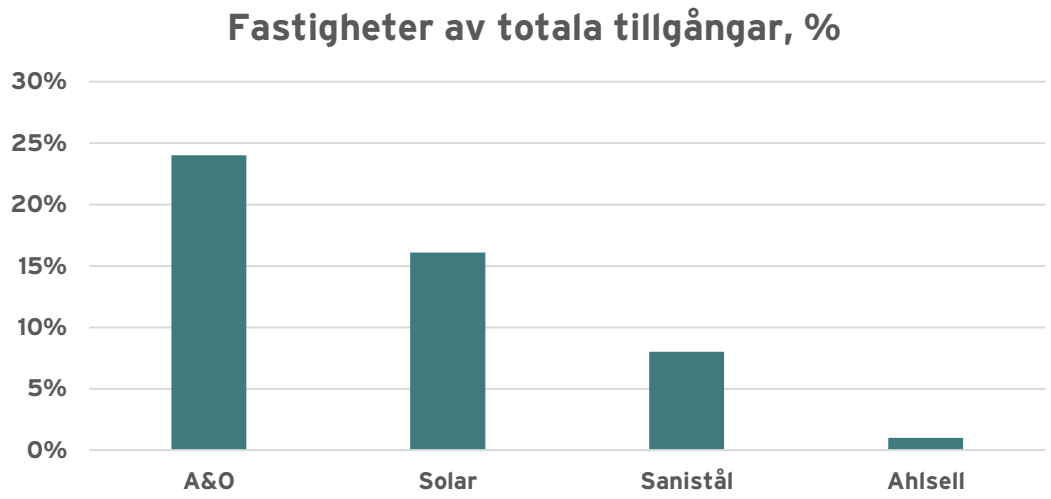
Brøderna A&O Johansen distribuerar industriprodukter på den danska marknaden. Bolaget förser bland annat rörmokare, elektriker, byggentreprenörer med tekniskt installationsmaterial och förnödenheter. A&O:s marknad påverkas negativt av förhöjd ränta och inflation, vilket bolaget var tydliga med i rapporten för det fjärde kvartalet. Men trots att bygg- och anläggningssektorn förväntas uppleva en viss avmattning under 2023, gynnas marknaden av strukturella trender.

Sveriges infrastruktur för vatten är underfinansierad och sliten. Enligt branschorganisationen Svenskt Vatten bedöms det totala investeringsbehovet uppgå till 23 miljarder SEK per år. Idag investeras ungefär 12 miljarder SEK årligen, vilket innebär att investeringarna måste dubbleras för att åtgärda renoveringsbehoven. A&O:s svenska verksamhet, som under 2021 stod för 9% av A&O:s totala EBIT, är marknadsledare inom vatten- och dräneringsprodukter (VA) i Skåne och Västsverige. Vi tror att ökade investeringar inom VA kommer att gynna verksamheten i Sverige.

Vidare vill EU att samtliga befintliga bostadshus och nya byggnader ska vara nollutsläppsbyggnader senast 2050 respektive 2030. Enligt EU är byggsektorn helt avgörande för att nå deras ambitiösa mål. A&O:s utbud av exempelvis värmepumpar gynnas starkt av detta. Renoveringarna kommer stimulera A&O:s marknader under många år framöver.

Utöver att strukturella trender balanserar marknaden i tuffare tider, gynnas A&O:s verksamhet av bolagets defensiva element. A&O har sedan finanskrisen fokuserat på att öka sin exponering mot underhåll, reparation och renovering, vilket lett till minskad exponering mot nybyggnation. Aktiviteterna på marknaderna för underhåll, reparation och renovering stimuleras av stabila strukturella trender. A&O består idag till 70% av underhåll, reparation och renovering och till 30% av nybyggnation.

Förutom stor exponering mot solida marknadssegment, äger A&O hälften av de fastigheter där deras butiker är belägna och samtliga av de fastigheter där lagren finns. Eftersom de inte betalar hyreskostnader för majoriteten av sina fastigheter kan de, till skillnad från sina konkurrenter, erbjuda kunderna låga priser på sina produkter under perioder av hög inflation. Vi anser att detta möjligen kan resultera i att A&O vinner marknadsandelar.



Nuläge och outlook

Brøderna A&O Johansen visade en stark vinsttillväxt och förbättrade marginaler trots en svagare marknad under det fjärde kvartalet. Tillväxten och marginalökningen är hänförlig till pris- och volymökningar samt förvärvet av EA Værktøj Engros gynnade bolaget. Den starka vinstutvecklingen ser inte ut att fullföljas under 2023 på grund av att A&O:s marknad påverkas negativt av ökad inflation och ränta.

Vi tror att strukturella trender och defensiva element möjliggör för A&O att stå stabilt under 2023 trots en svagare marknad. Vår tro är att A&O presterar inom förväntade intervall för omsättning, EBITDA och EBT. För helåret 2023 förväntar vi oss en nettoomsättning på 5 412,0 MDKK (5 375,0), en EBIT på 357,4 MDKK (383,6) och ett resultat på 274,3 MDKK (294,5).

Värdering

Antal aktier	28 000 000,0	
Aktiekurs	85,6	DKK
Börsvärde	2 396,8	MDKK
Nettoskuld	543,0	MDKK
Enterprise value	2 940,8	MDKK

Historisk värdering	P/S	EV/EBIT	P/E	EV/OP
Snitt 3 år	0,5	9,6	10,4	11,9
Snitt 5 år	0,4	9,5	9,0	9,8
R12	0,55	7,7	8,0	13,6

Bolag	Börsvärde (MSEK)	EV/EBIT, R12	EV/EBIT, snitt 3 år	EV/EBIT, snitt 5 år	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, 5 år	EBITDA%	EBIT%
Ahsell	24 604,8	11,5	-	-	-	-	6,8%	8,7%
Uponor	14 683,2	10,4	10,2	10,1	3,4%	7,9%	13,7%	9,8%
Solar	6 587,6	6,1	10,4	11,0	4,5%	104,1%	8,5%	6,6%
Sanistål	1 587,2	14,8	*neg.*	*neg.*	-5,1%	5,0%	6,5%	2,8%
Snitt	**11 848,6**	**10,7**	**10,3**	**10,6**	**0,9%**	**39,0%**	**8,9%**	**7,0%**
Median	**10 635,2**	**11,0**	**10,3**	**10,6**	**3,4%**	**7,9%**	**7,7%**	**7,6%**
A&O	3 499,3	7,7	9,3	9,3	10,5%	20,7%	9,1%	7,1%

Brøderna A&O Johansen handlas till lägre EV/EBIT i jämförelse med branschkollegornas genomsnitt och median på rullande tolv månader, tre år och fem år. Detta trots att man har haft högre genomsnittlig vinst- och omsättningstillväxt under de senaste fem åren samtidigt som marginalerna, på rullande tolv månader, ligger i linje med snittet och medianen.

(MDKK)	**2022A**	**2023E**
Nettoomsättning	5 375,0	5 412,0
% y-o-y	12,0%	0,7%
EV/S	*0,6*	*0,6*
Rörelsekostnader	4 991,4	5 054,6
% y-o-y	11,3%	1,3%
EBIT	383,6	357,4
EBIT-marginal	*7,1%*	*6,6%*
% y-o-y	21,4%	-7,5%
EV/EBIT	*7,9*	*8,2*
Fritt kassaflöde, justerat för förvärv	10,3	240,6
FCF-marginal	0,2%	4,4%
% y-o-y	neg.	2 236,2%
EV/FCF	*287,9*	*12,2*

I vårt huvudscenario står sig A&O relativt stabilt under 2023. Vi har valt att endast estimera 2023 på grund av osäkerheterna som råder på marknaden. Våra estimat ligger i linje med A&O:s förväntningar för helåret 2023. Förhöjd inflation och ränta resulterar i en svagare marknad samtidigt som strukturella trender och defensiva element balanserar den negativa utvecklingen.

För att värdera Brøderna A&O Johansen estimerar vi bolagets omsättning, rörelsekostnader, EBIT och fria kassaflöde för att sedan applicera en EBIT-multipel som vi anser är rimlig.

Vi anser att A&O förtjänar en EV/EBIT multipel om 10 (7,8 på rullande 12 månader). EV/EBIT 10 är i linje med branschkollegornas snitt under de senaste 12 månaderna, 3 åren och 5 åren. Bolaget är till 70% exponerade mot reparation, underhåll och renoveringar – områden som gynnas av strukturella trender oavsett konjunktur. Likväl har A&O en stark position på den danska marknaden (där optioner för fler förvärv finns) och de äger majoriteten av fastigheterna där deras butiker och lager finns på. Trots en viss konjunkturskänslighet, tycker vi att en EV/EBIT multipel om 10 är motiverad.

Värdering				
	Multipel	**EBIT 23E**	**Enterprise value (MDKK)**	**Aktiekurs (DKK)**
2023E	10,0	357,4	3 574,3	108,3
Säkerhetsmarginal (10%)	*10,0*	*321,7*	*3 216,9*	*97,4*

Nedan följer en tabell som visar den potentiella avkastningen som kan realiseras om bolaget utvecklas i linje med våra estimat och om en multipelexpansion sker.

Potentiell avkastning						
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (10%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2023E	1,26	26,5%	26,5%	1,14	13,8%	13,8%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vårat estimerade rörelseresultat för 2023E, där utfallet redovisas vid olika angivna EV/EBIT-multiplar.

Känslighetsanalys						
	Huvudscenario 2023E			Säkerhetsmarginal (10%)		
EV/EBIT	Enterprise value (MDKK)	Aktiekurs (DK)	Förändring %	Enterprise value (MDKK)	Aktiekurs (DK)	Förändring %
8	2 859,5	82,7	-3,4%	2 573,5	74,5	-13,0%
9	3 216,9	95,5	11,6%	2 895,2	85,9	-0,4%
10	3 574,3	108,3	26,5%	3 216,9	97,4	13,8%
11	3 931,8	121,0	41,4%	3 538,6	108,9	27,2%
12	4 289,2	133,8	56,3%	3 850,3	120,4	40,7%

I huvudscenariot ser vi en uppsida på 26,5% i Brøderna A&O Johansen. Med en säkerhetsmarginal på 10% är uppsidan 13,8%. Idag handlas A&O kring EV/EBIT 8 på våra estimat för 2023, vilket vi tror erbjuder investeraren en begränsad nedsida.

Vi utesluter inte att A&O har varit för konservativa i sina förväntningar inför helåret 2023 eftersom det skulle vara i linje med hur de guidade under 2022. Under 2022 tvingades bolaget höja sina förväntningar i samband med kvartalens slut eftersom deras ursprungliga helårsestimat var för konservativa. Om förväntningarna återigen är för låga, och bolaget tvingas höja förväntningarna under årets gång, tror vi att den potentiella avkastningen är mycket högre.

Oavsett tycker vi att en investering i Brøderna A&O Johansen erbjuder investeraren en begränsad nedsida och god uppsida.

Källor

1. https://ao.dk/globalassets/download/regnskabsdata/2022/ao-annual-report-2022.pdf
2. https://www.ncc.se/vart-erbjudande/infrastruktur/mark-och-anlaggning/hur-kan-sveriges-va-system-moderniseras/
3. https://www.regeringen.se/faktapromemoria/2021/11/202021fpm35/
4. https://byggforetagen.se/statistik/byggkonjunkturen-20202/

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys.

Analytikern Jacob Stjernberg äger aktier i det analyserade bolaget.