

Brdr. AO: 87% vækst i Q1 i B2C-online

Brødrene A&O Johansen A/S ("AO") er den førende digitale B2B og B2C e-commerce leverandør i byggebranchen inden for fagområderne VVS, EL, værktøj og vand & afløb. AO købte BilligVVS (og LavprisVVS) i 2015 for 240M DKK, Greenline (EL online) for 60M DKK i 2016 samt CompletVVS.dk i 2021. AO har ca. 50 håndværkerbutikker fordelt over hele landet.

| | |
|-----------------------------|---------|
| Aktie kurs | 940 |
| Markedsværdi (DKKm) | 2.556,8 |
| Antal aktier (justeret) (m) | 2,72 |
| Free float | 61% |
| P/E 2022 | 8,7 |

Markant vækst i AO e-commerce

Internetomsætningen har været væksts-kabende. Den digitale andel af omsætningen ligger i 2021 på ca. 51% (Web, Mobile og App). AO leverer meget til markedet for ReMoVe (Reparation, Modernisering og Vedligeholdelse). AO har derfor et væsentligt omsætnings-element på 65%-75% af den samlede omsætning, som ikke er konjunkturfølsomt.

AO lukkede på nedlukningen i Q1 og formåede at levere en vækst på hele 87% i B2C-online. Selskabet har opbygget et fantastisk online-team og har vundet flere priser (fx e-handelsprisen). Vi forventer, at AO kan holde momentum på online-delen – især indenfor B2C – og med det seneste opkøb af CompletVVS.dk, er der blandt andet åbnet op for salg af nye stærke varemærker som blandt andet Quooker (kendt for den kogende vandhane).

AO365 – ligner en stor succes

Selskabet har haft stor succes med AO365, hvor kunderne døgnet rundt selv kan åbne butikken via mobil-telefonen, selv handle og betale – for herefter at lukke butikkens rullegritter igen og køre hjem. Det er smart, fordi kunderne kan handle, når det passer dem – men også fordi kunderne ikke behøver have så meget på eget lager.

Ledelsen

Bestyrelsesformand Henning Dyremose har i 2020 købt aktier i selskabet og bestyrelsesmedlem Preben Damgaard er garant for forsat stærk IT-udvikling/digitalisering. Selskabets CEO er Niels A. Johansen, der ejer 30,5% af kapitalen, men flertallet af stemmerne i AO. Selskabets CFO Per Toelstang har med et stærkt økonomisk fokus sat fokus på kapitalallokeringen, hvilket er meget positivt.

Høj vækst fremover

Selskabet har oplevet en pæn vækst i omsætningen. Væksten er steget fra 14,4% i 2020 til nu 27% vækst i omsætningen i Q1 2021. Vi forventer, at væksten fortsætter fremover, og har efter et flot Q1 hævet omsætningsvæksten til 14% i 2021 og 9% i 2022. Selskabets guidance fra marts for 2021 var et overskud før skat (EBT) på mellem 240 og 260 mio. DKK. Dette blev hævet til 260M til 280M ved Q1 2021, hvilket er en væsentlig forøgelse i forhold til sidste år, hvilket kan tolkes som et bullish signal fra ledelsen.

Nedenfor har vi indarbejdet vores forventninger til 2021 og 2022.

| i mio. DKK | 2018 | 2019 | 2020A | 2021E | 2022E |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nettoomsætning | 3.373,0 | 3.582,0 | 4.098,0 | 4.671,7 | 5.092,2 |
| Bruttoresultat | 803,8 | 830,6 | 914,0 | 1.041,8 | 1.145,7 |
| Eksterne omkostninger | -177,0 | -165,4 | -192,0 | -200,0 | -210,0 |
| Personaleomkostninger | -387,0 | -383,6 | -393,8 | -430,0 | -450,0 |
| EBITDA | | 281,6 | 328,2 | 411,8 | 485,7 |
| Af- og nedskrivninger | -86,1 | -105,7 | -104,5 | -101,0 | -106,0 |
| Andre driftsomkostninger | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Resultat af primær drift (EBIT) | 154,8 | 175,9 | 223,7 | 310,8 | 379,7 |
| Finansielle indtægter | 8,0 | 2,4 | 3,9 | 0,0 | 0,0 |
| Finansielle omkostninger | -12,6 | -8,8 | -6,9 | -2,5 | -2,5 |
| Nedskrivninger | | -1,0 | | | |
| Resultat før skat (Guidance) | 150,2 | 168,5 | 220,7 | 308,3 | 377,2 |
| Skat af årets resultat | -31,7 | -37,1 | -47,9 | -67,8 | -83,0 |
| Årets resultat | 118,5 | 131,4 | 172,8 | 240,5 | 294,2 |

AO har ikke tidligere opjusteret allerede i Q1, så det er et meget stærkt signal. Og en vækst på 87% i B2C-websitet må også give selvtillid i forretningen.

Som det fremgår af ovenstående tabel, tror vi, at AO kan lave et EBT på 308M DKK i 2021. Derfor er der mulighed for endnu en opjustering omkring halvårsregnskabet / Q3.

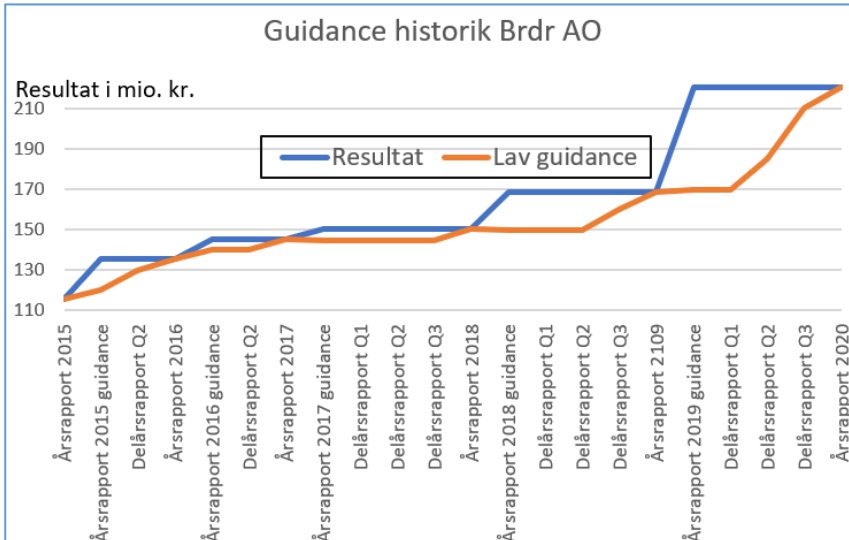
Forudsætningen for dette, er bl.a. en vækst på 14% i 2021 - hvilket virker højt – men baseret på de signaler vi ser år-til-dato, er der p.t. meget høj vækst i AO – måske omkring 20%. På basis af rørforeningens tal for VVS-markedet har AO taget store markedsandele.

| Nøgletal | 2019 | 2020A | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsætningsvækst | 6,2% | 14,4% | 14,0% | 9,0% |
| Brutto margin | 23,2% | 22,3% | 22,3% | 22,5% |
| EBIT-margin | 4,9% | 5,5% | 6,7% | 7,5% |
| EBT-margin | 4,7% | 5,4% | 6,6% | 7,4% |
| Skattesats | 22,0% | 21,7% | 22,0% | 22,0% |

Pengestrømmene fra driftsaktiviteten blev i 2020 i alt 375,4 mio. kr. mod 302,7 mio. kr. i 2019. Et cash flow på 375M DKK målt op imod markedsværdien på 2,6 mia. DKK er for billigt. Og cash-flow vil forbedres i årene der kommer. Selskabets egne mål er bl.a. EBT-marginen til 6% eller derover. Så der er fortsat pæne muligheder for at øget omsætningsvolumen og de nye robot lager-effektiviseringer kan lede til en større bundlinje i Brdr. AO.

Guidance historik

Som det fremgår af nedenstående grafik, har AO outperformet sin guidance over de sidste mange år. Guidance er plottet ind på det nederste tal i intervallet (lav guidance). Guidance i AO er på Earnings before Tax (EBT).



Ud af de sidste fire opjusteringer, er de to af disse kommet i Q2 og to af opjusteringerne er kommet i Q3.

Alene i 2020 var der to opjusteringer – én i Q2 2020 fra 170M til 185M i overskud før skat. Derefter kom der en opjustering i Q3 2020 fra 185M til 210M. Slutresultat 220,8M DKK:

| | Resultat | Lav guidance | Høj guidance |
|--------------------------|----------|--------------|-----------------|
| Årsrapport 2019 guidance | 220,8 | 170 | 180 |
| Delårsrapport Q1 | 220,8 | 170 | 180 |
| Delårsrapport Q2 | 220,8 | 185 | 200 opjustering |
| Delårsrapport Q3 | 220,8 | 210 | 220 opjustering |
| Årsrapport 2020 | 220,8 | 220,8 | 220,8 |

Og nu har vi så modtaget en opjustering i Q1 2021.

Værdifastsættelse via P/E-multipel

I vores sidste analyse fra 2017/18, beregnede vi, at selskabet handlede til en 2017 P/E-ratio på 10,0x, hvilket var billigt. På dette basis, er aktiekursen steget pænt på 4 år.

I dag kan vi beregne Forward-P/E, altså P/E 2022 til 8,7 jævnfør nedenstående tabel. Så på trods af den pæne udvikling i aktiekursen, er potentialet i aktien i dag større end i 2017:

| | 2019 | 2020A | 2021E | 2022E |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|
| Antal aktier (m) | 2,72 | 2,72 | 2,72 | 2,72 |
| Indtjening per aktie | 48,32 | 63,54 | 88,41 | 108,18 |
| P/E | 19,5 | 14,8 | 10,6 | 8,7 |

Antal aktier er tillagt selskabets unoterede stam-aktier samt fratrukket egne aktier (3%).

Vurderet på P/E er det vores vurdering, at AO let kan bære en P/E på 12-15x – især givet, at man vokser ganske pænt med ca. 14% for øjeblikket, samt at gælden i selskabet er markant reduceret over de seneste år – og snart forsvinder helt væk - jf. nedenstående afsnit. Derfor er der i vores optik pænt over 50% upside i Brdr AOs aktiekurs, hvis den skal handle til en normal P/E.

Værdifastsættelse af AO via DCF-model

Nedenfor har vi lavet en værdifastsættelse af AO ved hjælp af Discounted Cash Flow modellen (DCF-model). Først beregnes det frie cash-flow for perioden 2021 til 2027. Vi tager udgangspunkt i EBITDA, der er et udtryk for de kontanter, der skabes i driften. Herfra trækker vi ændringer i pengestrømme, skat samt alle fremtidige investeringer:

| (DKKm) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| DCF | | | | | | | |
| EBITDA | 412 | 486 | 505 | 525 | 546 | 568 | 591 |
| - Ændringer i pengestrømme/arb.kapital | 35 | -20 | -25 | -30 | -35 | -40 | -45 |
| - Skat | -68 | -83 | -87 | -91 | -96 | -101 | -106 |
| - Investeringer | -185 | -80 | -50 | -60 | -70 | -70 | -70 |
| Free Cash Flow | 194 | 303 | 343 | 344 | 345 | 357 | 370 |

Som det fremgår, er der høje investeringer i 2021 og 2022, hvilket bl.a. skyldes investeringen i et fuldautomatiseret højlager med robot-arme til 200M DKK.

De fremtidige cash flow fra selskabet tilbagediskonteres til nutidsværdier. Det gør vi med en diskonteringsfaktor (WACC) på 9,5%. Det er en temmelig høj og dermed konservativ diskonteringsfaktor. Vi tilbagediskonterer også det frie cash-flow for 2021, således at vores target price gælder fra nu.

Terminalvæksten er den vækst, der forventes at være ved udløbet af budget-perioden – Det vil i dette tilfælde sige efter 2027. Terminalvæksten har vi sat til 2%, svarende til den langsigtede vækst i BNP og inflationen. Fra nutidsværdien fratrukker man så markedsværdien af den rentebærende gæld og dividerer med antallet af udestående aktier (fratrukket selskabets egne aktier).

Fair value for AO

Herefter fremkommer vi til nedenstående fair value / "sande værdi" af en aktie i Brdr. AO:

| | |
|-------------------------------|-------|
| Discount factor (WACC) | 9,5% |
| Terminal growth | 2,0% |
| Nutidsværdi 2021 - 2027 | 1.553 |
| Terminal-værdi | 2.614 |
| EV | 4.167 |
| Minus Gæld | 235 |
| Værdi af egenkapital | 3.932 |
| Antal aktier i mio. (diluted) | 2,72 |
| Fair value per aktie | 1.446 |
| Aktiekurs | 960 |
| Upside til fair value | 51% |

Vores DCF-model når frem til en fair value på AO på 1.446 kr. Med nuværende aktiekurs betyder det, at vi ser en upside i aktien på 51% herfra.

DCF-modellen er altså en smule mere konservativ end P/E-analysen, der faktisk peger i retning af en endnu højere fair pris, hvis man går efter den høje ende af P/E-multiplet.

Faktorer, der kan drive aktiekursen yderligere

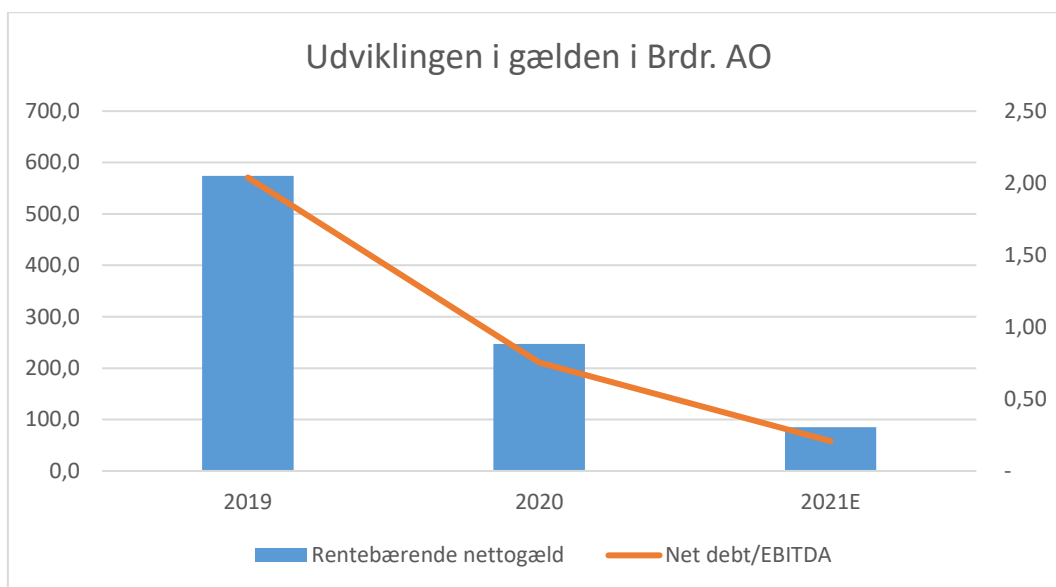
- Et aktiesplit i AO-aktien, så 1 aktie bliver til 10 aktier.
- Forsættelse af den organiske vækst over 5% p.a. (tager markedsandele)
- Yderligere vækst og synergier fra opkøbet af CompletVVS.dk (2021)
- Flere synergier fra BilligVVS.dk og vækst i det digitale salg.
- Kæmpe potentiale for online-salg i Sverige og Norge for AOs produkter.
- Man fortsætter forøgelsen af EBT-margin over 6% (Ahsell er på 7,5% i SE)
- Eliminering af selskabets gæld.
- Opstart af nyt aktietilbagekøb, vi forventer nyt herom til august 2021.
- Vi forventer en strategisk udmelding fra AO vedr. aktietilbagekøb og udbytte.

Gæld og cash flow

AO har leveret en meget imponerende udvikling i cash-flowet over de sidste år.

Dette har betydet, at AO har været i stand til at nedbringe gælden i selskabet meget markant over de sidste år. Til dem der ikke kan huske så langt tilbage, så skyldes selskabets oprindelige gældsoptagelse bl.a., at man ønskede at tilbagekøbe en meget stor post egne aktier, der var faldet i hænderne på to konkurrenter. Selskabets egne aktier blev købt af Sanistål A/S og Lemvigh-Müller Holding A/S i 2016/17 – og købet svarede til 51% af aktiekapitalen – og prisen for aktierne var 586,4 mio. DKK.

I 2016 var den netto rentebærende gæld på 900M DKK, som følge af købet af egne aktier samt som følge af opkøbet af BilligVVS.dk og Greenline.dk. Det er meget imponerende, at selskabet efterfølgende har reduceret nettogælden, jf. nedenstående figur.



Det er vurderingen, at gælden i selskabet nu er så lav og på vej mod nul, at fokus i selskabet nu vil være på skabe kontanter til især aktietilbagekøb. Samtidig er der fjernet en stor risikofaktor i selskabet, der vil betyde, at selskabet kan bære en væsentlig højere P/E-ratio.

Konkurrencesituationen

AO har over de seneste år taget markedsandele i Danmark. AOs markedsandel er størst på VVS-markedet (steget fra 25% i 2018 til ca. 29% i 2020) og lidt mindre på markedet for EL-artikler (steget fra 15% i 2017 til 20% i 2020). AO er en betydelig markedsaktør, men der er flere store internationale konkurrenter, som de børsnoterede Solar og Sanistål samt Lemvigh-Müller og Brdr. Dahl. Den børsnoterede Sanistål har haft underskud på 180M i 2018, underskud på 192M DKK i 2019 – også 2020 lader til at blive et underskud. Solar lavede et nettoresultat på 64M DKK i 2019. Brdr. Dahl (Saint-Gobain Distribution Denmark A/S) har haft underskud i både 2019 og 2018 på hhv. 59M og 18M DKK. Svenske Ahlsell

har forsøgt at penetrere det danske marked i flere år. Dette dog uden at skabe en omsætning af en størrelse (og med underskud), der retfærdiggør, at Ahlsell skal blive på det danske marked.

Vores vurdering er, at det ikke er let for en stor international spiller at penetrere det danske marked. Blandt andet som følge af den lave overskudsgrad i branchen og flere spillere med underskud. Konkurrencen er hård¹. Den letteste adgang vil være at opkøbe en virksomhed, der allerede er i gang på det danske marked. Vi vurderer ikke, at det vil være let / rentabelt at entrere markedet med en ren onlinemodel, med fx Amazon-modellen. Årsagen er bl.a., at en væsentlig del af de danske VVS og EL-produkter er tilpasset til det danske marked, samt at salget fortsat involverer et væsentligt element af håndværker-service i forbindelse med salget. Omvendt betyder konkurrencesituationen også, at man som investor ikke skal forvente, at AO skal handle på P/E-multipler langt over 25x, bl.a. som følge af den lave overskudsgrad.

Risiko-faktorer:

- En nedgang i byggeriet – AO er dog relativt modstandsdygtig (65-75% af omsætningen er ikke konjunktur-følsom = ReMoVe-markedet).
- Fald i væksten
- Fejlslagne tilkøb af virksomheder i stedet for udbytte og aktietilbagekøb (vigtigt at ledelsen forstår, at RoI ved aktietilbagekøb af egne aktier (i AO) er høj og RoI ved tilkøb af virksomhed skal være højere) – Det seneste tilkøb af CompletVVS.dk, tror vi har kostet ca. 25M DKK, da det er vores vurdering, at selskabet er købt til en fornuftig multipel på 6x EBITDA.
- At value-aktier fortsat vil være billige – trods vækst.
- Priskonkurrence kan føre til underskud / lavere EBT-margin.
- Fortsat manglende IR-arbejde, manglende investor-præsentationer m.v. fører til lille interesse fra investorerne, hvilket medfører lavere likviditet og lavere valuation.
- Usikkerhed omkring et salg/generationsskifte af stifterens ejerpost og stamaktier.

Udbytte og aktietilbagekøb

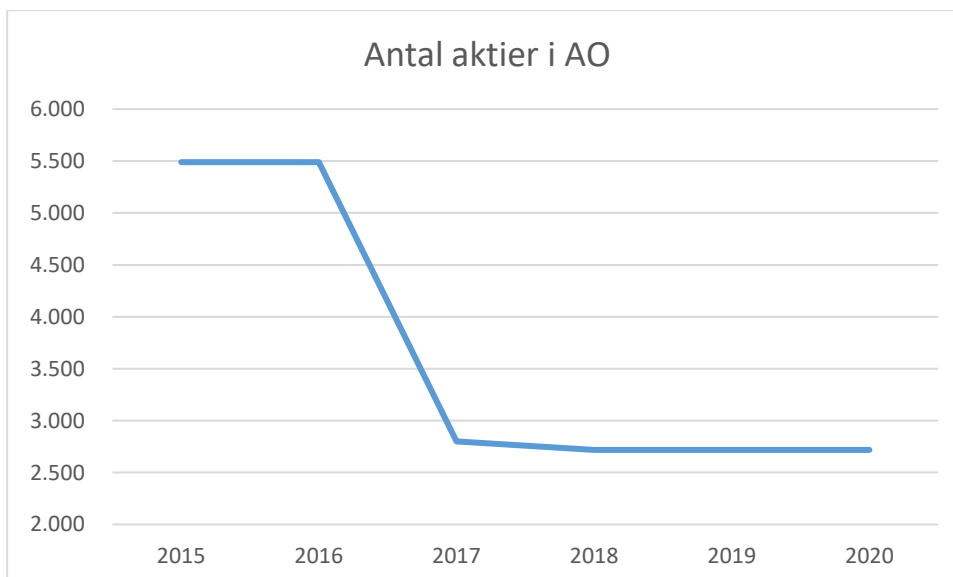
Som det fremgår nedenfor, har der været et løbende udbytte fra Brdr AO. I 2017 udbetalte man et opsparet udbytte på 10 x 6,- kroner. Årsagen var, at AO havde sparet op til at købe en meget stor portion egne aktier tilbage og derfor ikke havde udbetalt udbytte i 10 år. AO var således nødt til at udbetale det akkumulerede udbytte til præferenceaktierne, idet disse jo netop har præference for mindst 6% årligt udbytte. I 2020 er udbyttet steget med 150%:

¹ https://www.building-supply.dk/article/view/131847/hard_konkurrence_presser_vvsgrossister

| Udbetalingstidspunkt | Udbytte per aktie |
|----------------------|-------------------|
| 2017 | 60 |
| 2018 | 6 |
| 2019 | 6 |
| 2020 | 6 |
| 2020 | 15 |

Det er vurderingen, at AOs nuværende udbytte payout-ratio er meget lav (ca. 23% af overskuddet efter skat i 2020). Der er derfor væsentlig kapacitet til både et aktietilbagekøb samt en fastholdelse af udbyttet i de kommende år.

Som det fremgår af figuren nedenfor, har der ligeledes været en markant reduktion af antallet af udestående aktier (i grafen x 1.000). Reduktionen har uden tvivl været særdeles værdiskabende for aktionærene.



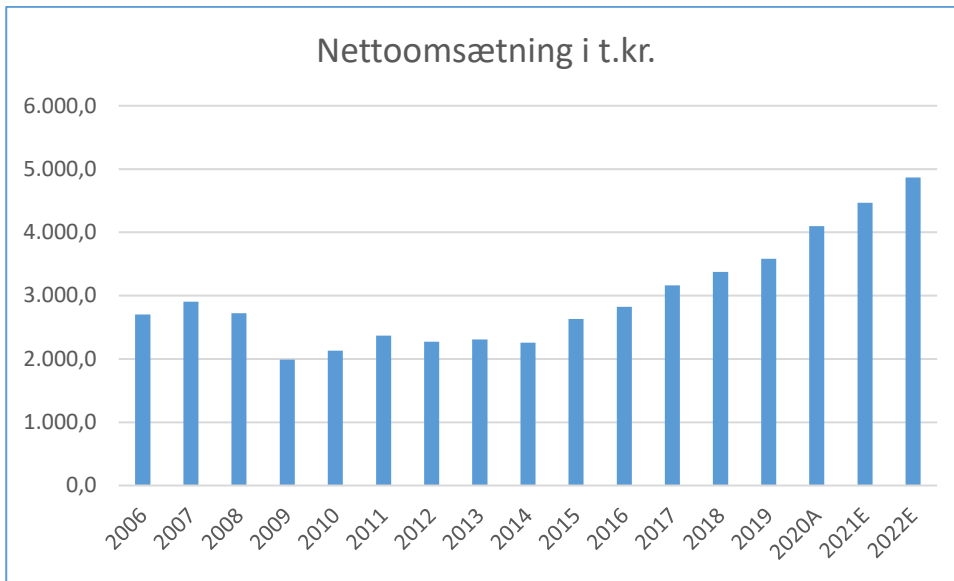
For aktionærene er der en skattemæssig fordel i aktietilbagekøb frem for udbytte.

Konjunktur-følsomhed

Som det fremgår af grafen nedenfor, er omsætning ikke specielt konjunktur-følsom. Selv under finanskrisen / ejendoms-krisen var der stadig en pæn omsætning. Og her taler vi om en historisk kæmpe nedgang i byggeriet og i hele ejendomsmarkedet. Vi forventer ikke, at næste konjunktur-nedgang bliver nær så voldsom for byggeriet og for ejendomsmarkedet.

Dette argument om, at Brdr AO er meget byggeri-følsom, er det argument, som vi oftest hører som årsag til, at man ikke køber Brdr AO aktien. Det er en fejl-slutning.

Brdr. AO bliver mindre og mindre konjunktur-følsom efterhånden som det digitale salg øges (til 51% i 2021 mod 39,8 % i 2019). Og ReMoVe udgør 65-75% af den samlede omsætning – det er en stor del af salget.



Disclaimer: forfatteren ejer aktier i Brdr. AO.