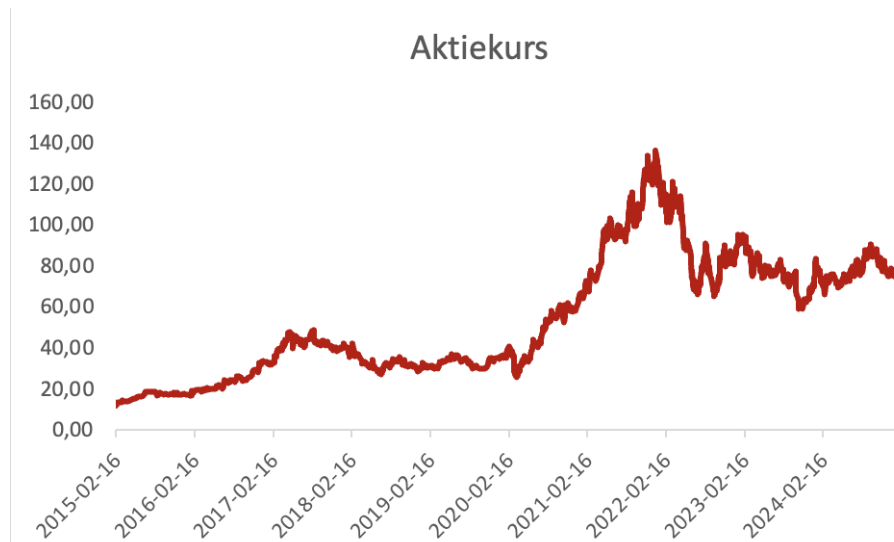


Brdr. A & O Johansen (AO)

AO spikar tillväxten och murar upp marginalerna

Brdr. A & O Johansen (AO) står i centrum för byggsektorns digitala och hållbara transformation. Med en ledande marknadsposition, en snabbt växande e-handelsverksamhet och starka satsningar på AI och automation, driver bolaget effektivitet och kundvärde. Expansionen i Sverige, ökande förvärv och ett ambitiöst mål om koldioxidneutralitet till 2030 skapar attraktiva tillväxtmöjligheter. Trots en tuff marknad ger AO:s diversifierade affärsmodell och fokus på energieffektivisering och renoveringssegmentet en stabil grund för framtida lönsamhet. Med en konservativ värdering ser vi fortsatt uppsida i aktien.



Analytiker

Agust Busch Palm
Jocke Ros

Nyckeltal

Handelsplats	Mid cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MDKK)	2 209
Enterprise Value	3 543
Nettoskuld/EBITDA	3,9
Direktavkastning (%)	4,8
P/E	14,6
EV/EBIT	15,8
EPS	5,3
ROE (%)	10,1
ROIC (%)	6,4
ROA (%)	3,9

Värdering

Aktiekurs	79,7
Riktkurs DCF	114,85
Riktkurs Peers	133,1
Uppsida/nedsida	48,4-67%
Rekommendation	Behåll



Investment Case

Brdr. A&O Johansen är en aktör och distributör av VVS-, el- och VA-produkter i Norden. Bolaget har en stark marknadsposition i Danmark med marknadsandelar på cirka 25 % inom VVS och 15 % inom elprodukter, vilket ger en stabil intäktsbas. Genom en välutvecklad omnikanalstrategi, där 50 % av omsättningen kommer från digital försäljning via AO365, kan bolaget erbjuda hög servicegrad samtidigt som det effektiviserar sin verksamhet. Dessutom har AO ett av de mest automatiserade logistiksystemen i branschen, med centrallager där upp till 90 % av plockningen är automatiserad. Detta skapar betydande kostnadsfördelar och stärker bolagets konkurrenskraft.

Expansion & Förvärvsstrategi

Tillväxtmöjligheterna framåt är starka, drivet av fortsatt expansion i Sverige med planerade etableringar under 2025. Bolaget satsar också stort på AI och automation för att optimera lagerstyrning, prissättning och kundinsikter. Förvärvsstrategin har varit en viktig tillväxtmotor, där de senaste förvärven av Svenska VA-Grossisten, Designkupp och Workwear Group stärker bolagets position inom både B2B och B2C-segmentet. Särskilt e-handeln har visat stark tillväxt och förväntas bli en allt viktigare del av bolagets affärsmodell.

Trend & Marknad

Bolaget gynnas av flera långsiktiga megatrender, där efterfrågan på hållbara lösningar såsom solenergi, energieffektivisering och laddinfrastruktur fortsätter att växa. Renoveringsmarknaden, som AO har en stark exponering mot, växer stabilt med cirka 3 % årligen och är mindre konjunkturkänslig än nybyggnation. Dessutom driver offentliga investeringar inom grön energi och elektrifiering en stark efterfrågan på AOs produkter.

Lönsamhet

Finansiellt står bolaget stabilt med en förväntad omsättning på DKK 5 300-5 500 miljoner för 2024, trots en utmanande makromiljö. EBIT-marginalen har historiskt legat på 5-7%, men lönsamheten har under de senaste kvartalen varit pressad av investeringar i tillväxt och digitalisering samt hårdnande konkurrens. Förvärven förväntas dock ge betydande synergier och bidra positivt till lönsamheten från 2025 och framåt, vilket vi ser positivt på för lönsamheten framöver.

Vi anser, baserat på vår analys, att AOs nuvarande värdering inte fullt ut reflekterar bolagets långsiktiga tillväxtpotential. Vår DCF värdering såväl som peer-värdering pekar på en kraftig uppsida, vilket gör att vi kan motivera en rekommendation om att behålla AO i portföljen.



Affärsmodell

Affärsmodell och struktur

Brdr. A & O Johansen (AO) har en omnikanalbaserad affärsmodell som fokuserar på att erbjuda en sammanhängande kundupplevelse genom flera kanaler, både digitalt och fysiskt. Bolaget riktar sig till två huvudsegment: B2B, som står för 88,5 % av omsättningen som primärt omfattar byggindustrin och professionella hantverkare, samt B2C, som utgör resterande 11,5 % via en rad olika e-handelsplattformar. Centralt för verksamheten är det automatiserade lagret i Albertslund, som tillsammans med logistikcentret i Horsens hanterar över 600 000 artiklar, där 90 % av plockningen sker automatiskt, vilket ger hög effektivitet och skalbarhet för framtida tillväxt. Digitaliseringen är en viktig del av affärsmodellen, och genom plattformen **AO365** erbjuds kunder självbetjäning dygnet runt, vilket skapar flexibilitet och bekvämlighet. AO har också ett starkt hållbarhetsfokus med målet att vara koldioxidneutralt för scope 1 och 2 senast 2030.

Affärsmodellens utveckling 2024

Under 2024 står AO inför en fortsatt utmanande marknad men ser flera möjligheter att stärka sin position. Trots en förväntad nedgång i den totala marknadsaktiviteten räknar AO med att uppnå en omsättning på 5 300-5 500 miljoner DKK. Bolaget fokuserar på att expandera sitt EA-produktutbud samt öka sin närvaro i Sverige, där två nya enheter i Stockholm förväntas öppna under första halvan av 2025. Digitala kanaler står för cirka 50 % av den totala omsättningen, och under 2024 kommer bolaget att satsa ytterligare på AI och automation för att förbättra lagerstyrning, prissättning och kundinsikter. Hållbarhet är fortsatt ett prioriterat område, och AO har satt upp ambitiösa mål att halvera sina CO2-utsläpp till 2025. Detta sker genom investeringar i energieffektiva lösningar och ett utökat utbud av klimatvänliga produkter.

Förvärven av Svenska VA-Grossisten, Designkupp och Workwear Group förväntas bidra positivt till både omsättning och marginaler, särskilt inom B2C-segmentet.

Framtidsutsikter och strategisk riktning

Framåtblickande ser AO flera tillväxtmöjligheter genom geografisk expansion, nya förvärv och ett fortsatt fokus på den gröna omställningen. Bolaget har identifierat den ökande digitaliseringen och elektrifieringen som två avgörande trender för framtiden, vilket innebär att AI och automatisering kommer att spela en nyckelroll i att optimera interna processer och förbättra kundupplevelsen. AO planerar också att ytterligare stärka sin närvaro i Sverige och undersöka fler M&A-möjligheter för att bredda sin produktportfölj och marknadsnärvaro. Genom att kombinera fysisk närvaro med innovativa digitala lösningar har AO skapat en stabil grund för att möta framtida utmaningar. Hållbarhetsarbetet förväntas fortsätta vara ett konkurrensfördel, med ambitionen att vara ledande inom den gröna omställningen i byggindustrin.



Marknad och Konkurrens

Den nordiska marknaden för tekniska installationsmaterial växer kontinuerligt, med särskilt fokus på hållbara och energieffektiva lösningar. Branschen präglas av en stark efterfrågan från både den privata och offentliga sektorn, där renoveringar, energieffektiviseringar och gröna investeringar driver tillväxten. Marknaden gynnas också av ökat fokus på förnybar energi och elektrifiering av transporter, vilket skapar ytterligare efterfrågan på elinstallationer och VVS-lösningar.

Brdr. A & O Johansen har en stark närvaro i Danmark, där företaget är en av de ledande leverantörerna av VVS- och elartiklar med en uppskattad marknadsandel på cirka 25 % inom VVS-komponenter och 15 % inom elprodukter. Den svenska marknaden utgör också en viktig del av företagets expansionsstrategi, där förvärv och nya butiksöppningar har stärkt AO:s position. Makroekonomiskt påverkas marknaden positivt av ökade offentliga investeringar i infrastruktur och hållbarhet. Samtidigt kan stigande räntor och inflation dämpa nybyggnadsprojekt, vilket gör renoveringssegmentet ännu viktigare för tillväxt.

I takt med att hållbarhet och energieffektivitet blir allt mer centrala teman inom byggsektorn har AO fokuserat på att bredda sitt produktutbud för att möta dessa behov. Ett exempel är företagets satsningar inom gröna lösningar för vattenförbrukning, solenergi och laddstationer för elbilar. Marknaden för tekniska installationsmaterial är också starkt påverkad av digitalisering, där kunder förväntar sig snabba, flexibla och digitala lösningar. AO:s omnikanalstrategi och satsning på digitala plattformar som **AO365** har därför varit avgörande för företagets framgång och för att attrahera nya kundgrupper.

Konkurrenslandskap och positionering

Brdr. A & O Johansen verkar i en konkurrensutsatt bransch där flera större aktörer konkurrerar om marknadsandelar, både i Danmark och på den bredare nordiska marknaden. Bland de främsta konkurrenterna återfinns flera börsnoterade bolag:

- **Solar A/S** (Danmark): En ledande distributör av el- och VVS-produkter i norra Europa. Bolaget har en diversifierad kundbas och erbjuder logistiklösningar samt digitala tjänster för sina kunder. Solar har en stark ställning på elmarknaden men har visat ett större beroende av industrikunder än AO.

- **Ahlsell AB** (Sverige): En av Nordens största leverantörer av tekniska installationer, med verksamhet inom VVS, el, verktyg och personlig skyddsutrustning. Ahlsell är starkt positionerat på den svenska marknaden och har expanderat aggressivt genom förvärv i både Norge och Finland.

Konkurrensen på marknaden är hård, men AO har lyckats stärka sin marknadsposition genom strategiska förvärv och sin digitaliseringsstrategi. Förvärven av **Svenska VA-Grossisten**, **Designkupp** och **Workwear Group** under de senaste åren har inte bara breddat produktportföljen utan också skapat möjligheter för korsförsäljning och ökade marginaler. Dessutom har AO:s fokus på kundupplevelse och digital innovation varit en viktig differentieringsfaktor gentemot konkurrenterna

Makroekonomiska trender och framtidsutsikter

Den tekniska installationsbranschen påverkas av flera makroekonomiska faktorer. Ökande investeringar i energieffektivitet, renoveringar och infrastrukturprojekt driver marknaden framåt, särskilt i Norden där



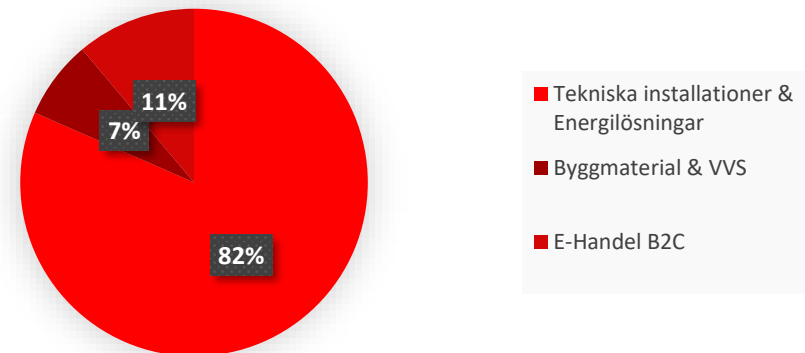
Marknad och Konkurrens

regeringarna prioriterar gröna investeringar och elektrifiering. Särskilt sektorer som vattenhantering, solenergi och laddstationer för elbilar förväntas växa kraftigt under de kommande åren. Samtidigt skapar det nya flödesbaserade marknadskopplingssystemet för elmarknaden i Norden ytterligare möjligheter för aktörer som AO att stärka sin position inom elektriska installationer.

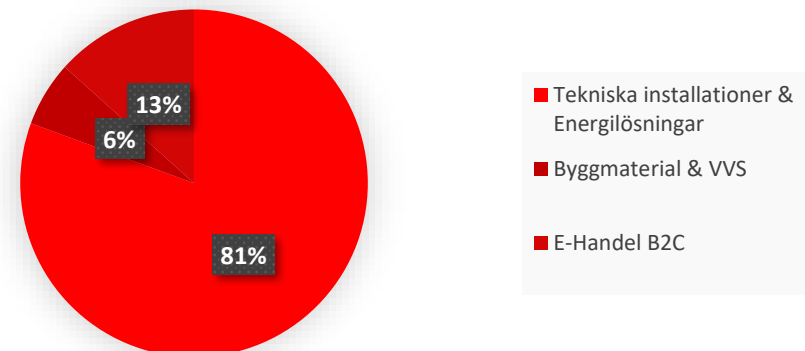
Utmaningar finns dock, framför allt i form av stigande räntor, höga råvarupriser och inflation som kan påverka bygg- och renoveringsprojekten negativt. Detta gör det viktigare för AO att fortsätta diversifiera sin kundbas och produktutbud för att minska beroendet av enskilda segment. Företagets starka balansräkning och investeringar i digitalisering ger dock ett bra utgångsläge för att hantera dessa utmaningar och samtidigt dra nytta av de långsiktiga trenderna på marknaden.

Framåt förväntas AO fortsätta ta marknadsandelar genom att kombinera sin fysiska närvaro med digitala lösningar och kundfokuserade innovationer. Expansionen i Sverige, tillsammans med nya satsningar på hållbarhet och e-handel, stärker företagets framtidsutsikter och gör det väl positionerat att möta kommande utmaningar och möjligheter.

Omsättningsfördelning



EBIT-fördelning



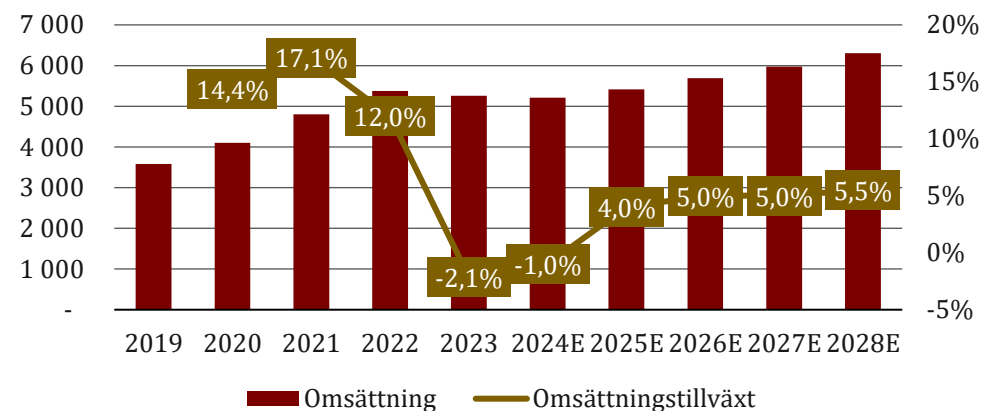
Värdering

Historisk Utveckling och Finansiell Prestation

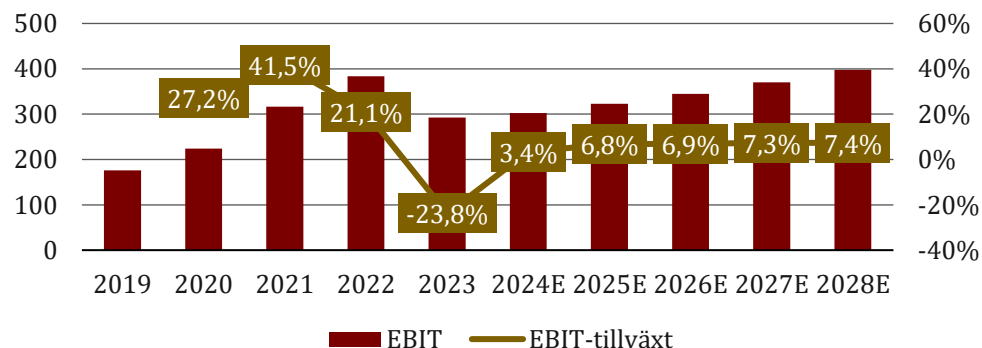
Brdr. A & O Johansen (AO) har genomgått en betydande transformation de senaste fem åren, där bolaget gått från att vara en traditionell distributör av byggmaterial och tekniska installationer till att bli en modern, digitalt fokuserad koncern med starka satsningar på hållbara lösningar. Mellan 2019 och 2022 har AO uppvisat en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt (CAGR) på 10,1 %, vilket är imponerande för en aktör i en relativt mogen bransch. EBIT-marginalen förbättrades under samma period från 4,9 % till 7,1 %, vilket reflekterar framgångsrika kostnadsbesparingar, förbättrad produktmix och synergier från tidigare förvärv.

Trots denna starka tillväxt blev 2023 ett mer utmanande år. Omsättningen minskade med 2,1 % till DKK 5 261 miljoner, och EBIT-marginalen sjönk till 5,6%. Den negativa utvecklingen kan tillskrivas flera faktorer, däribland ökade inköpskostnader på grund av råvaruprisvolatilitet och högre operativa kostnader kopplade till digitalisering och logistik. Samtidigt har bolaget valt att fortsätta sina långsiktiga investeringar, vilket på kort sikt pressat lönsamheten men är avgörande för att stärka konkurrenskraften i en snabbt föränderlig marknad.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Framtidsutsikter och Marknadsdrivna Möjligheter

Framtiden för AO ser lovande ut. Bolaget befinner sig i en gynnsam position för att dra nytta av flera strukturella trender, såsom digitalisering av byggsektorn, ökande fokus på hållbara energilösningar och en stark tillväxt inom renoveringsmarknaden.

Marknadstrender och Tillväxt drivare

1. Digitalisering och e-handel:

Byggsektorn genomgår en digital transformation, där fler aktörer väljer digitala plattformar för inköp och projektstyrning. AO har tagit fasta på denna trend med sin plattform AO365, som ger kunderna en enkel och effektiv lösning för beställningar och logistikhantering. E-handelsmarknaden inom byggrelaterade produkter förväntas växa med cirka 12 % årligen under de kommande fem åren, och AO har genom förvärv av Designkupp och Svenska VA-Grossisten etablerat en stark position inom detta segment.

2. Hållbara energilösningar:

Övergången till förnybar energi och energieffektivisering driver en stor del av tillväxten i AO:s segment för tekniska installationer och energilösningar. EU:s gröna omställning och nationella incitament för energieffektiva lösningar skapar långsiktiga möjligheter för bolaget. Efterfrågan på produkter som solceller, laddstationer för elbilar och smarta belysningslösningar väntas växa med över 8 % årligen. AO har redan positionerat sig som en ledande leverantör inom detta område, vilket gör att vi ser stor potential för framtida marginalförbättringar.

3. Renoveringsmarknaden:

Till skillnad från nybyggnation, som är mer räntekänslig, är renoveringsmarknaden stabil och förväntas växa med cirka 3 % årligen de

kommande åren. Konsumenter och fastighetsägare fokuserar allt mer på energieffektivisering och modernisering av befintliga installationer, vilket gynnar produkter inom VVS och byggmaterial.

WACC	Change in Revenue						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
7,3%	20%	23%	25%	28%	30%	33%	35%
7,1%	26%	29%	32%	34%	37%	39%	42%
6,9%	33%	36%	38%	41%	44%	47%	49%
6,7%	40%	43%	46%	48%	51%	54%	57%
6,5%	47%	50%	53%	56%	60%	63%	66%
6,3%	56%	59%	62%	65%	68%	72%	75%
6,1%	65%	68%	72%	75%	78%	82%	85%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
7,3%	-54%	-27%	1%	28%	55%	82%	110%
7,1%	-51%	-23%	6%	34%	63%	91%	119%
6,9%	-47%	-18%	12%	41%	70%	100%	129%
6,7%	-44%	-13%	18%	48%	79%	110%	141%
6,5%	-40%	-8%	24%	56%	89%	121%	153%
6,3%	-35%	-2%	32%	65%	99%	132%	166%
6,1%	-31%	5%	40%	75%	110%	145%	180%



Värdering

Prognoser och Segmenttillväxt

Baserat på dessa marknadstrender har vi gjort en segmentuppdelad prognos för AO:s framtida tillväxt:

- Tekniska Installationer & Energilösningar (B2B): Förväntas växa med 6 % årligen fram till 2030. Detta segment kommer att vara den främsta tillväxt drivaren för AO, särskilt tack vare investeringar i förnybar energi och energieffektiva lösningar.
- Byggmateriel & VVS (B2B): Stabil tillväxt på 2–3 % årligen, främst drivet av renoveringsprojekt och ökande fokus på hållbarhet. Vi räknar med en gradvis marginalförbättring i takt med att bolaget stärker sin produktmix och breddar sitt erbjudande.
- E-handel (B2C): Detta segment förväntas växa med över 10 % årligen de kommande tre åren. Investeringar i AI-baserad personalisering och logistikautomation kommer att vara avgörande för att maximera lönsamheten.

Bolagsförvärv och Synergier

AO:s förvärvsstrategi spelar en central roll i vår värdering. De senaste förvärven av Designkupp, Svenska VA-Grossisten och Workwear Group förväntas bidra med cirka DKK 200 miljoner till omsättningen 2024. Förvärven breddar inte bara produktutbudet utan skapar också betydande korsförsäljningsmöjligheter i både B2B- och B2C-segmenten.

Integration av dessa bolag innebär också möjligheter för kostnadssynergier, särskilt inom logistik och inköp. Vi räknar med att dessa synergier kommer att synas fullt ut från 2025 och bidra positivt till EBIT-margi

Peers-värdering

Brdr. A & O Johansen (AO) framstår som attraktivt värderat i en jämförelse med sina branschkollegor. Baserat på multipelvärdering ligger bolaget på en P/E-multipel om 11,55x för innevarande år, vilket är betydligt lägre än peer-gruppens snitt på 19,34x. Denna rabatt indikerar att marknaden inte fullt ut har prisat in AO:s långsiktiga potential och förmåga att kapitalisera på strukturell tillväxt inom hållbara energilösningar och digital handel.

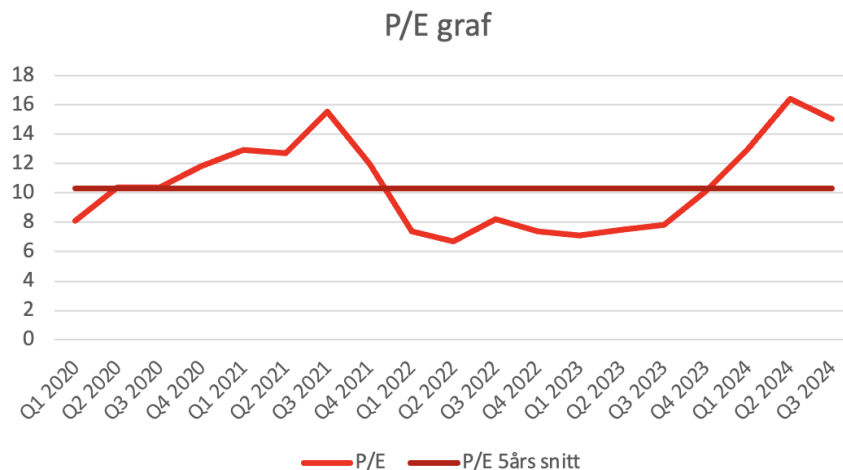
Även sett till EV/EBIT och EV/EBITDA-multiplar är AO undervärderat jämfört med sina konkurrenter. EV/EBIT för AO ligger på 8,89x, medan peer-snittet är 12,88x, vilket ytterligare understryker bolagets attraktiva position. Detsamma gäller för EV/EBITDA, där AO:s multipel om 13,59x är något högre än snittet på 12,47x, men detta kan delvis förklaras av investeringar i digitalisering och nyligen genomförda förvärv, vilka ännu inte fullt ut bidragit till resultatförbättringar.

Denna multipelvärdering ger stöd för en betydande uppsida i aktiekursen. Baserat på nuvarande nivåer indikerar jämförelsen en potentiell uppsida om 67 % sett till P/E och hela 79 % för EV/EBIT. Detta stärker caset för AO som en långsiktigt attraktiv investering med tydlig värderingspotential, särskilt i takt med att synergier från förvärven realiserar och marginalerna successivt förbättras under kommande år.



Värdering

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
BHG Group	-6,80	-14,10	13,50
Solar	12,80	11,40	4,90
Bergman & Beving B	42,20	24,80	14,00
Bufab	31,10	23,00	17,50
Systemair	29,40	19,60	13,40
Malmbergs Elektrisk	-14,00	-15,30	23,50
Lindab International	50,10	27,70	11,90
Inwido	22,60	15,90	11,00
Beijer Alma B	16,00	26,40	9,70
Nilfisk Holding	10,80	9,50	5,00
Brd. Klee B	18,50	12,80	12,80
Average	19,34	12,88	12,47
A&O J	11,55	8,89	13,59
Upside/downside	67%	79%	-14%



Värderingsantaganden

I vår DCF-modell har vi valt att lägga oss i den undre delen av bolagets egen prognos för 2024, där vi räknar med en omsättning i det nedre intervallet av bolagets guidning (5 300-5 500 MDKK). Detta ger oss en extra margin of safety i värderingen och minskar risken för att våra estimat ska vara överdrivet optimistiska.

Med en antagen WACC på 6,7 % och en terminaltillväxt på 2 % har vi byggt en konservativ modell som fortfarande visar på betydande uppsida. Vår motiverade rikt Kurs är DKK 114,85 per aktie, vilket innebär en betydande potential från dagens kurs.

Terminal value	3 519,02 kr
Present value of terminal value	2 347,86 kr
Enterprise value	3 427,08 kr
(+) Cash & cash equivalents	54,00 kr
(-) Debt	913,00 kr
Equity value	2 568,08 kr
Shares outstanding	22,36
Price target	114,85 kr
Current share price	77,40 kr
Upside/downside	48,33%
Bolagsnamn	A&O J
Discount Rate:	6,7%
Terminal growth rate:	2,0%



Rekommendation

Vi ser fortsatt en potential i Brdr. A&O Johansen (AO) trots en utmanande marknadsmiljö. Bolagets digitaliseringsfokus, automatiserade logistiklösningar och omnikanalstrategi skapar starka konkurrensfördelar. Förvärven av Svenska VA-Grossisten, Designkupp och Workwear Group förväntas bidra positivt till både omsättning och marginaler, särskilt inom B2C-segmentet.

Trots en förväntad nedgång i marknadsaktiviteten under 2024, estimerar AO en omsättning på 5 300-5 500 MDKK, vilket vi bedömer som realistiskt givet bolagets starka marknadsposition och expansion. Investeringar i AI och automation väntas förbättra lagerstyrning och effektivitet, vilket bör stärka marginaler och ge snabbare leveranser än konkurrenter. Den teknologiska fördelen minskar operativa kostnader och skapar en effektiv modell med goda tillväxtutsikter, vilket ger goda förutsättningar för att bolaget ska kapitalisera på en återhämtning i sektorn.

Marknaden för tekniska installationsmaterial gynnas av den pågående elektrifieringen och det växande renoveringssegmentet, vilket minskar bolagets exponering mot cykliska svängningar i nybyggnation. På kort sikt finns flera potentiella trigger-event. Kommande rapporter kan visa på ökad försäljning och marginalförbättringar, särskilt om bolaget gynnas av en stabilare konjunktur. Konsolideringen inom sektorn ökar sannolikheten för ett uppköp, vilket kan driva upp kursen.

Vår analys pekar på att marknaden i dagsläget diskonterar en alltför försiktig vinstutveckling, vilket skapar en begränsad nedsida samtidigt som det finns potential för en uppvärdering vid en normalisering av affärsklimatet. Baserat på vår DCF värdering med en WACC på 6,7% får vi en motiverad

riktkurs på 114,85 DKK, vilket motsvarar en uppsida på 48,39%. Vilket även ligger i linje med vår peer-värdering som också pekar på en kraftig uppsida. Givet den starka långsiktiga potentialen och AOs strategiska och starka marknadsposition i kombination med vår värdering så ser vi en attraktiv uppsida och rekommenderar därmed **behåll**.

