

## Analyse Brdr. AO Johansen

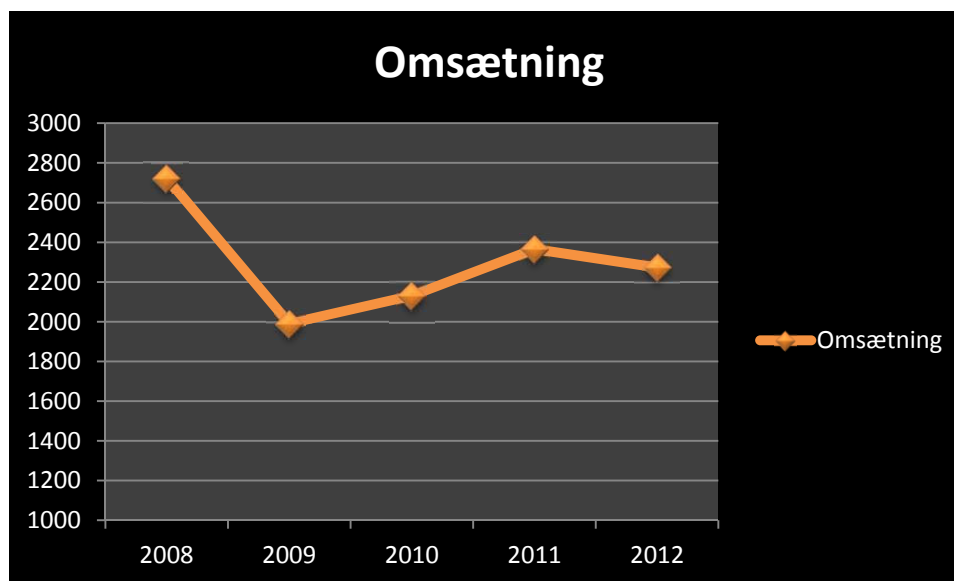
Brdr. AO Johansen (fremover AO eller selskabet) er et dansk aktieselskab noteres på fondsbørsen i København. Det er et selskab der lever et meget stille liv på børsen med forholdsvis lidt omtale og opmærksomhed. Selskabet leverer varer / fungerer som grossist indenfor især VVS produkter og andre byggematerialer. Kunderne er "gør det selv" kunder samt håndværksmestre og mindre VVS forretninger.

Selskabets varer distribueres via en masse varehuse rundt omkring i landet. Herudover ejer selskabet en række varehuse i Sverige og Baltica hvor man forsøger sig med en langsom vækstplan. Varelageret styres fra et stort centrallager i Danmark som fordeler varerne rundt til de lokale butikker.

AO blev hårdt ramt af finanskrisen som især ramte byggeriet i Danmark hårdt. Både salget viste svagheder, men især tab på debitorer voldte store problemer, da kreditkvaliteten af kunderne blev dårligere i takt med at finanskrisen begyndte at ramme de danske håndværkere, hvilket altså førte til store debitorstab for AO.

Den underliggende forretning har dog løbende hele tiden været sund, og selskabet har formået at lave en turn around og skabe en god indtjening. Fremadrettet har de positioneret sig stærkt når der igen kommer et opsving i økonomien, da de har lanceret nogle spændende produkter, et godt distributionsystem og en god og sund kapitalstruktur.

-----  
Finansielle resultater:



Det første vi ser på er selskabets omsætning. Som det ses af grafen har den været rimelig statistisk henover de seneste 5 år. Den faldt fra 2007 til 2008 og videre ned i 2009 i takt med at finanskrisen satte ind og ramte byggeriet hårdt. Selskabet har dog fundet en stabil base lige over 2 mia. DKK i årlig omsætning. Væksten skal således komme fra udvidelse af flere butikker. Jeg tror dog ikke der vil blive en nævneværdig vækst på toplinjen før vi ser en større konjunkturvending i Danmark og et byggeboom igen.

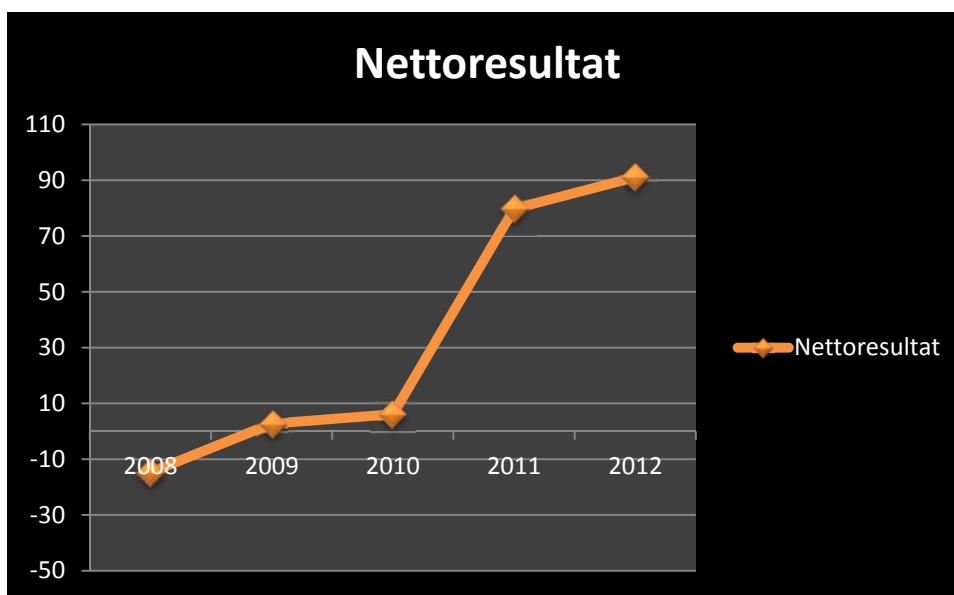
Selskabet bør således fokusere på effektiviseringer af butikken, hæve deres marginer og forbedre produkterne, redskaberne og forretningsgangene således at de står stærkt rustet til den næste optur indenfor byggeriet.

Bruttoresultat	753	602	598	669	676
Bruttomargin	27,64%	30,24%	28,06%	28,28%	29,74%

Det næste jeg har kigget lidt mere på er selskabets bruttoresultat samt bruttomarginer. Det bedste år rent omsætningsmæssigt (2008) var også det år med de laveste bruttomarginer.

Selskabet arbejder konstant på at effektivisere deres salgsprocesser og på den måde reducere lagerspild mv. Det er for mig glædeligt at se at 2012 var det år med højeste bruttomargin siden 2009 og at selskabet også håber at kunne hæve bruttomarginen løbende fremover.

Det skal dog nævnes at selskabet opererer indenfor et noget prisfølsomt segment hvor der også er en del konkurrence.



Det der har imponeret mig mest ved selskabet har været deres turn around i forhold til at genskabe rentabiliteten i selskabet. Dette afspejles af ovenstående graf der viser selskabets nettoresultat efter skat.

Resultatet er fremkommet ved at foretage besparelser, forbedringer og andre effektiviseringer og er altså ikke sket som konsekvens af en stigende omsætning. Man har simpelthen skåret alle de overflødige udgifter væk. Herudover har man løbende nedbragt gælden via et imponerende frit cash flow, hvilket så afledt har givet nogle lavere renteudgifter.

Selskabet guider selv for et resultat for 2013 der er bedre end det de havde i 2012.

Det imponerende ved selskabet er herfor ikke kun deres nettoresultat, men deres måde at arbejde med deres cash flow på de sidste par år. Da omsætningen har været stagneret har man kunne arbejde effektivt med at mindske kapitalbindingerne i såvel lagre som tilgodehavender.

Selskabets cash flow fra driften har i 2011 og 2012 været henholdsvis 293 og 267 mio. kr. Dette gør at man i 2013 er gået fra at have en større kortfristet gæld (i 2008+) nu har en god kassebeholdning der løbende opbygges samtidig med at den kortfristede gæld er helt barberet væk.

Man kan nu bruge sine cash flows på aktionærvenlige tiltag såsom udbytter, aktietilbagekøb og andre væksthæmmende initiativer.

EPS	-26	5	11	144	165
Indre værdi	1007	1019	1047	1178	1344

Et blik på selskabets EPS (earning per share) samt selskabets indre værdi pr. aktie viser også at disse er fortsat flot opad de seneste par år. Dette skal ses i forhold til selskabets aktiekurs som i 2013 har været ca. 1100-1200 kr. pr. aktie.

Til selskabets generalforsamling i 2013 blev selskabets udbyttepolitik vendt. Det blev her påpeget at selskabet ikke har udbetalt udbytte for 2012 fordi de vil have muligheden for at foretage nogle større aktietilbagekøb. Selskabets aktionærbase består primært af stifteren Niels Johansen som ejer alle A-aktierne og dermed stemmemajoriteten.

Herudover består aktionærbasen af såvel Sanistol (39 %) som JF Lemwich-Müller (13 %). Dette er selskaber der selv har deres problemer at lås med såsom høj gæld og faldende resultater. Det er derfor naturligt at disse selskaber (især Sanistål der er ejet af bankerne) godt vil ud af investeringen i AO. Det vil for AO's nuværende aktionærer være yderst lukrativt hvis selskabet tilbagekøber egne aktier fra eksempelvis Sanistål i kurs 1100-1150 niveauet. Det få såvel EPS som indre værdi pr. aktie til at stige.

---

#### Værdiansættelse:

Ved en aktiekurs på 1.150 værdiansættes AO til en 2012 P/E på 7 og en K/I på 0,85. Forudsættes en EPS på 170 for 2012 og en indre værdi på 1500 ultimo året vil selskabet have en 2013 P/E på 6,7 og K/I på 0,76. Dette syntes jeg er rigtig pænt set i forhold til selskabets gode kapitalstruktur med lav kortfristet gæld, gode pengestrømme samt en fornuftig kassebeholdning.

Hvis selskabet i løbet af året vælger at foretage nogle større tilbagekøb af egne aktier til en fornuftig kurs, vil dette kunne gøre øge EPS og Indre værdi endnu mere, hvilket vil gøre værdiansættelsen af selskabet endnu mere attraktivt.

**Disclaimer: Symmetry Invest ApS ejer selv aktier i Brdr. AO Johansen. Det anbefales at investorer selv foretager deres egen due diligence før en eventuel investering i selskabet.**