

“Alfen: opgeladen en onder stroom”

Uit het departement: “Nieuwe opvolging”



Met het Klimaatakkoord van Parijs verbond de internationale gemeenschap zich ertoe om de toename van de wereldgemiddelde temperatuur beperkt te houden tot ruim onder 2°C boven het pre-industriële niveau. Daarin kan het Nederlandse Alfen mee een rol spelen. KBC Asset Management ziet het aandeel alvast als een unieke beleggingsopportunity binnen het thema van energietransitie en start de opvolging met een “Kopen”-aanbeveling.

Wie is het?

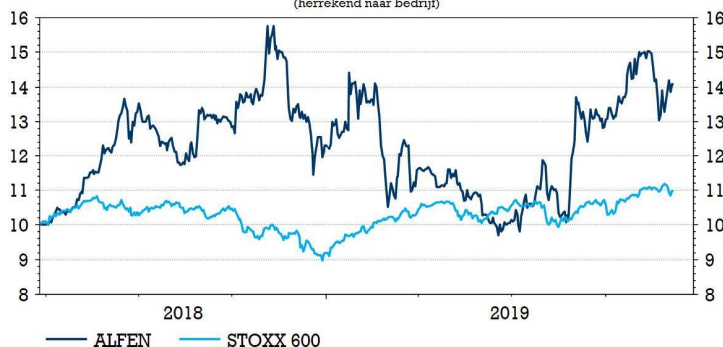
Alfen werd in 1937 opgericht als “J. van Alfen's fabriek van hoog- en laagspanningsapparaten”. Sinds 22 maart 2018 heeft Alfen een beursnotering op Euronext Amsterdam. Na de beursgang behield investeringsmaatschappij Infestos nog een klein meerderheidsbelang in Alfen van 35%. De kleine omvang (beurswaarde minder dan 300 miljoen euro) en de beperkte opvolging (slechts vier analisten) impliceren dat het verhaal nog niet goed gekend is bij het grote beleggerspubliek en dat is jammer.

Alfen is opgebouwd uit 3 divisies:

- **Smart grids** (70% van de omzet): prefab transformatiestations, aansluitingen van zon- en windmolenparken, oplossingen voor stroomnetautomatisering.
- **EV Charging** (19% van de omzet): elektrische laadpalen voor thuis, bedrijf en openbaar terrein zoals parkeergarages.
- **Energy storage** (11% van de omzet): ontwikkeling, productie en installatie van modulaire batterijopslagsystemen

Beursprestatie Alfen sinds beursgang

(herrekend naar bedrijf)



Source: Refinitiv Datastream

Sterke klantenrelaties en software maken het verschil

Alfen is de marktleider in de Benelux voor smart grids en heeft sterke commerciële relaties met zijn klanten. Investerings in het elektriciteitsnet, laadpalen en energieopslag zijn lange termijnprojecten waarvoor betrouwbaarheid, efficiëntie en een vlotte integratie in de backoffice-activiteiten de belangrijkste beslissingscriteria zijn voor klanten. Alfen heeft in Nederland een marktaandeel van 75% in transformatorstations en 30% marktaandeel in laadpalen. Omdat Alfen actief is in drie domeinen is de groep bovendien in staat om **totaaloplossingen** aan te bieden. Dit is een groot voordeel ten opzichte van concurrenten, omdat steeds meer klanten producten, systemen en oplossingen uit de verschillende bedrijfsonderdelen van Alfen moeten combineren (bijvoorbeeld EV-laadpalen aangesloten op energieopslagsystemen). Alfen heeft ook een voorsprong op pure fabrikanten van hardware die hun producten niet kunnen integreren in de backoffice van hun klanten. Daarom profiteert Alfen niet alleen van een sterkere prijszettingmacht, maar kan het ook meerdere producten en oplossingen uit de verschillende divisies verkopen als één totaaloplossing (bijvoorbeeld omdat men de opslagoplossing via een transformatorstation op het net moet aansluiten).

Alfen heeft ook sterk ingezet op de ontwikkeling van **software**. De ingenieurs van Alfen hebben zelf algoritmes ontwikkeld met eigen stuur-, controle- en communicatiesystemen. Dit is van cruciaal belang, aangezien alle producten (transformatorstations, EV-laders en oplossingen voor energieopslag) moeten kunnen communiceren met hun omgeving en 24/7 worden gemonitord.

Een laadpaal voor EV's moet in staat zijn om de hoeveelheid elektriciteit die in EV's wordt ingevoerd in realtime aan te passen aan de beschikbare capaciteit op het lokale elektriciteitsnet. Elke mismatch tussen vraag en aanbod van elektriciteit kan anders leiden tot een black-out. Technici moeten elk EV-oplaadpunt zo snel mogelijk en van op afstand kunnen repareren. Dit maakt dat Alfen een partner bij uitstek is voor sommige Benelux-klanten die hun activiteiten in heel Europa willen uitrollen. Het heeft de jongste jaren zijn **aanwezigheid buiten de Benelux** gevoelig verhoogd. Vandaag komt al ruim 30% van de omzet buiten de Benelux. Dit zal de komende jaren verder toenemen. Door de overname van het Finse Elkamo heeft Alfen nu ook een voet aan de grond in Scandinavië.

Forse groei van omzet en winst

Kort samengevat is de investment case van Alfen een combinatie van sterke omzet- en margegroei. Het management heeft de ambitie om zijn **omzet** op middellange termijn jaarlijks met minstens 30% te laten groeien. Alfen wist de omzet sinds 2015 te verdrievoudigen. In de eerste helft van 2019 klokte de omzetgroei zelfs af op meer dan 50% jaar-op-jaar.

- In de **smart grid**-divisie verwacht Alfen jaarlijks 20% omzetgroei. Dat is minder dan in 2019 maar nog altijd zeer stevig. De trend naar meer decentrale elektriciteitsopwekking via hernieuwbare energie stimuleert de vraag naar grotere en complexere transformatorstations en oplossingen voor stroomnetautomatisering.
- In **EV-laadpalen** groeide de omzet in de eerste helft van 2019 meer dan 70%, terwijl het aantal verkochte elektrische auto's met 38% toenam. Alfen is uitsluitend actief in de zogenaamde AC-opladers voor thuis en op kantoor. Alfen heeft de jongste maanden verschillende grote contracten afgesloten om laders te leveren aan Jaguar Landrover, D'Ieteren, Enexis, Eon, Vattenfall,...

Alfen levert zijn opladers in verschillende Europese landen, die elk hun eigen regelgeving hebben met andere technische specificaties per land. Alfen heeft een streepje voor op de concurrentie om het geen standaardproduct aanbiedt, maar verschillende producten aangepast aan het land waar het wordt verkocht. Ieder Europees land heeft zijn eigen regelgeving die andere eisen oplegt. Daarnaast zijn de laadpalen van Alfen uitgerust met software die gekoppeld kan worden met de slimme meter die het elektriciteitsverbruik in huis meet en waarop de vermogensafgifte ('dynamic charging') van de lader wordt afgestemd. Dit is eveneens mogelijk met meerdere laadpalen, bijvoorbeeld bij een bedrijfspand. In de praktijk betekent dit dat wanneer je 's nachts gaat slapen – en de meeste huishoudelijke apparaten niet worden gebruikt – er meer vermogen beschikbaar is en zodoende de wagen sneller wordt opgeladen. De markt van de DCopladers (snelladers langs snelwegen) is meer een mondiale markt met een vergelijkbare regelgeving waar de grote spelers zoals ABB op focussen.

Alfen verkocht in de eerste helft van 2019 zowat 9 600 oplaadsystemen t.o.v. 5500 een jaar terug. Voor heel 2019 zal Alfen meer dan 20.000 oplaadsystemen verkopen, in 2021 zal dit al oplopen naar meer dan 30.000. De Benelux (vooral Nederland) is nog steeds de belangrijkste markt, maar Alfen verkoopt ook laadsystemen in Duitsland, het VK, Finland, Zweden, Noorwegen, Frankrijk, Italië en Spanje.

- De **batterijopslag** divisie bleef tot dusver onder de verwachtingen. De meeste klanten vertrouwen op drie zaken om van een batterijopslagoplossing een winstgevende investering te maken: frequentieregeling, peak shaving (zelf opgewekte energie opslaan om dit op een ander tijdstip te gebruiken om zo pieken in verbruik te verlagen) en energiehandel (verkoop van de opgeslagen elektriciteit op de meest winstgevende momenten). Een onverwachte daling van de vergoeding voor frequentiebeheersing sinds 2018 zorgde ervoor dat verschillende projecten werden uitgesteld.

Naar onze mening is dit tijdelijk omdat er geen bestellingen verloren zijn gegaan en het orderboek verder is gegroeid. Deze markt staat nog in zijn kinderschoenen en heeft volgens ons een groot groeipotentieel. Alfen haalde onlangs een grote bestelling van 12 MW binnen van Vattenfall.

KBC Asset Management is van mening dat Alfen de **marges** kan opkrikken, niet door agressief de prijzen te verhogen, maar vooral dankzij de hefboom op de vaste kostenbasis. In de afgelopen drie jaar heeft Alfen zijn productiemogelijkheden aanzienlijk uitgebreid, waardoor het voldoende ruimte heeft om de productie tot 2025 te verhogen zonder nieuwe investeringen in fabrieken of machines. Het heeft bovendien een nieuw, "lean" productieproces geïntroduceerd dat het bedrijf moet helpen zijn efficiëntie en flexibiliteit te verbeteren.

Het is belangrijk op te merken dat Alfen een asset-light bedrijfsmodel hanteert en het dus geen dure machines hoeft te kopen naarmate de productie van hun systemen stijgt. Het productieproces is meer een assemblageproces; dus eerder arbeidsintensief in plaats van kapitaalintensief. Door extra personeel aan te werven kan men productie verhogen, terwijl het personeel op het hoofdkantoor en actief in R&D niet in dezelfde mate hoeft toe te nemen. Daarnaast kan Alfen door aan schaalgrootte te winnen ook besparen op de kosten van inkoop (grotere bestellingen van onderdelen aan lagere prijzen) en ook meer in te zetten op gebruik van standaardcomponenten in het productieproces. Alfen is op koers om al hogere brutomarges te realiseren. De brutomarge nam in de eerste helft 2019 toe van 31% naar 36%. Analisten mikken op 34% voor gans 2019, omdat de eerste helft van 2019 geholpen werd door extra investeringen eind 2018, alsook een hogere complexiteit bij de opgeleverde transformatorstations. Bij de beursintroduktie mikte het management op 30% brutomarge die jaarlijks met 1% zou stijgen.

In € '000	H1 2019	H1 2018
Revenue and other income	61,571	41,019
<i>Smart grids</i>	47,162	29,768
<i>EV charging</i>	9,721	5,614
<i>Energy storage</i>	4,688	5,637
Gross margin	22,253	12,581
<i>as % of revenues</i>	36.1%	30.7%
Personnel cost	13,343	7,799
Other operating cost	4,380	3,592
Impairment loss ¹	53	38
EBITDA	4,477	1,152
<i>as % of revenues</i>	7.3%	2.8%
Adjusted EBITDA	4,850	1,713
<i>as % of revenues</i>	7.9%	4.2%
Adjusted EBITDA (excl. IFRS lease adjustments)	3,973	1,713
<i>as % of revenues</i>	6.5%	4.2%
Adjusted net profit	1,435	639

Groeipijnen van 2018 en begin 2019 aangepakt

Alfen had in de tweede helft van 2018 te kampen met groeipijnen. Het had moeite om de sterke stijging van de vraag naar transformatorstations te volgen en toeleveranciers konden bepaalde onderdelen niet of maar laattijdig leveren. Daardoor moeten ze ook meer mensen inhuren bij de assemblage en de magazijnen en dit heeft wat gewogen op de resultaten van 2018.

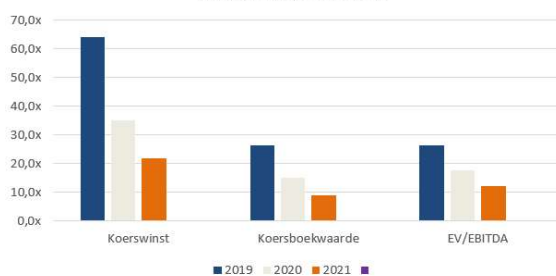
Het management van Alfen trok hieruit lessen en besliste daarom om het aantal leveranciers voor kritische onderdelen uit te breiden. Daarnaast hertekende het zijn planningsproces volledig en werkt het nu met een aantal productieslots per klant en heeft het zijn productieplanning geïntegreerd met die van zijn leveranciers. Alfen heeft ook de communicatie met klanten aangepast om te kunnen anticiperen op schommelingen in de vraag en zijn productieschema en planning te optimaliseren.

Het tempo van de groei van de markt is zeer onvoorspelbaar, de grootste uitdaging wordt het afstemmen van de groei van zijn organisatie met de groei van de markt.

Waardering

Alfen noteert aan een optisch dure 32x K/W'20 en 21 x K/W'21. Maar daartegenover staat een verwachte winstgroei per aandeel van 180% tegen 2021. Een PEG van minder dan 1 vinden we voor dit unieke groeiverhaal een zeer aantrekkelijke waardering. KBC Asset Management start de opvolging van dit unieke aandeel met een "Kopen"-aanbeveling en koersdoel 20 euro.

Waarderingsmultiples



Winst en verliesrekening								
(in lokale munt, miljoen)		12/2015	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021
Omzet		51	62	73	100	142	180	226
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-	21,7%	19,3%	36,5%	41,2%	27,2%	25,3%
Operationele winst (EBITDA)		2,3	2,8	3,0	0,7	12,0	18,0	25,5
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-	24,0%	8,7%	-77,3%	1634,1%	50,0%	41,7%
	<i>marge</i>	4,5%	4,6%	4,2%	0,7%	8,5%	10,0%	11,3%
Netto resultaat		1,0	1,1	1,7	-0,3	4,5	8,5	13,5
	<i>Jaarlijkse groei</i>	-	15,3%	51,6%	-115,3%	-1811,0%	88,9%	58,8%
	<i>marge</i>	1,9%	1,8%	2,3%	-0,3%	3,2%	4,7%	6,0%

Balans								
(in lokale munt, miljoen)		12/2015	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021
Activa		18	23	29	56	76	93	114
	Waarvan vlottende activa	1	1	-	1	-	-	-
Totale passiva		18	23	29	56	76	93	114
	Waarvan korte termijn schuld	0	0	1	10	-	-	-
	Waarvan termijn schuld	1	2	2	7	-	-	-

Winstgevendheid								
(in lokale munt, miljoen)		12/2015	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021
Rendement op activa		-	5,60%	6,57%	-0,61%	9,14%	5,92%	11,89%
Rendement op eigen vermogen		-	25,14%	28,95%	-	41,44%	43,30%	41,10%
Winst per aandeel		-	0,05	0,06	0,09	0,23	0,42	0,67

Bron: Factset

Auteurs: KBC Asset Management

Bijdrage door:

Gerelateerd: