

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab

Sidste år løftede Solar tre gange årets forventninger til en omsætning på 12.300 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 900 mio. kr. Begge tal endte over seneste guidance. MAG45 inkluderes nu i fremtidig guidance. Ledelsen løfter de finansielle ambitioner for perioden 2021-2023. Aktien er billig målt på P/E.

- Salget steg organisk med 5,9 % til 12.354 mio. kr., mens EBITDA-resultatet forbedredes med hele 43 % til 911 mio. kr., hvoraf 112 mio. kr. dog skyldes engangsposter, herunder prisstigninger. Fremgangen er bredt funderet i alle markeder.
- De finansielle mål via Core+ strategien, der blev lanceret primo 2021 frem til og med 2023, er allerede nået. Nu sætter Solar nye mål, herunder at EBITDA-marginen skal overstige 6,5 % i 2023, og at afkast af den investerede kapital skal nå 20 %. Derudover er den række mål for fokusområderne conceptsalg, klima & energi, handel og industri. Selvom målene løftes, anser vi dem for konservative med mulighed for flere opjusteringer inden udløbsperioden i 2023.
- Solar fortsætter med at søge effektiviseringer med henblik på at øge indtjeningen. Hovedlageret i Vejen er ved at blive udvidet markant med en kapacitetsudvidelse på 25 %. Det samme sker på lageret i Alkmaar i Holland med en kapacitetsudvidelse på 20 %. Det muliggør lukning af mindre lagre i de to lande, reduceret energiforbrug, generelle stordriftsfordele og øget effektivitet ved brug af robotter m.m.

43 %

EBITDA steg sidste år med hele 43 % til 911 mio. kr.

AKTUEL KURS: 720

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 5.299 mio. DKK

Antal aktier: 7,36 mio. styk (0,9 mio. A og 6,46 mio. B-aktier)

- På generalforsamlingen i marts stilles forslag om et udbytte på 45 kr. + eventuelt et ekstraordinært på op til 50 kr. Solar fører en meget aktionærvenlig politik, idet man sidste år udloddede 28 kr. i ordinært udbytte og 15 kr. ekstraordinært. Trods en stigning i aktiekursen sidste år på 121 % er aktien ikke dyr med handel til en P/E 2022E på 10,3. Langsigtet køb er vores vurdering.

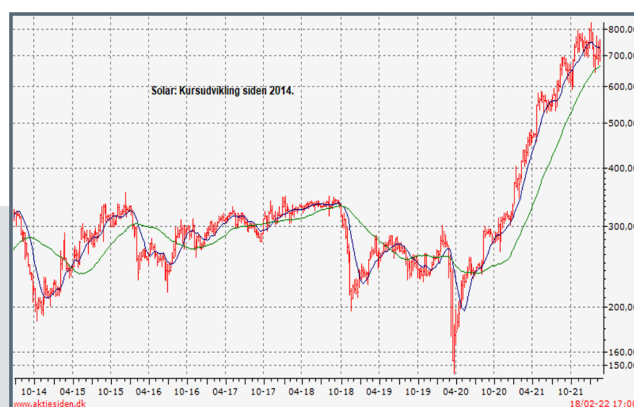
AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 650-750 (inkl. udbytte på 45 kr.)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 750-900

Generalforsamling 19-03-2022.

Næste regnskab: Q1 den 05-05-2022.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 826 / Lav 421

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab

2021 blev et rekordår for omsætning og indtjening. Aktionærerne fik et afkast på 121 % + et udbytte på 43 kr. (28 kr. ordinært og 15 kr. ekstraordinært). Baseret på 2022-estimerne handler aktien til en P/E 2022 på blot 10,3.

Året var præget af stigende efterspørgsel efter Solars kerneprodukter inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger. Lav rente gav medvind til ejendomsmarkedet, hvilket har løftet salget af el, varme og vvs. Megatrenden med fokus på den grønne omstilling har haft en positiv indvirkning på salget af varmepumper og el-ladestandere. Solar har således nydt godt af en megatrend indenfor den grønne omstilling. Her er de gode tider langt fra ovre.

På de interne linjer høster Solar af tidligere års massive IT-investeringer, der har gjort forretningen digital (online-salget udgør nu 65 % af koncernomsætningen – ca. 80 % i Danmark) og agil med effektiv og automatiseret drift af lagre, hurtig og præcis levering til kunderne, konceptsalg, TCO (Total Cost of Ownership), grønne energiløsninger, handel og løsninger til industrikunder på tværs af lande. Industri-segmentet er vokset og udgør nu 32 % af omsætningen. Dermed bliver Solar mindre afhængig af udviklingen i byggesektoren (installation), der er meget cyklisk.

Strategiske tiltag som Better Business og Core+ har i den grad bidraget til at løfte indtjening og salg. Med Better Business tog Solar en strategisk beslutning om at udfase produkter med for lave marginer. Det har kostet på top-linjen men forbedret bundlinjen. I starten af 2021 lancerede ledelsen Core+ strategien med henblik på at forbedre indtjeningen frem til og med 2023 via et bedre produktmiks til industrikunder, konceptsalg, handel og klima- & energisektoren. Allerede i 2021 er de finansielle mål nået, og nu sætter man barren endnu højere (læs herom senere i analysen).

Det er gået så godt i 2021, at Solar tre gange i årets løb har opjusteret. Det endte med et koncernsalg på 12.354 mio. kr. svarende til en organisk vækst på 5,9 %. Better Business kostede 250 mio. kr. i omsætning, så uden dette strategiske tiltag var væksten reelt 8 %. Alle forretningsenheder og datterselskaber i kernelandene bidrog med vækst bortset fra Holland, der blev påvirket af Better Business. Installationssegmentet løftede salget med 3 % især trukket og af Danmark og Polen. Industrisegmentet vækstede med ca. 9 % især trukket af MRO og OEM-salg. Trade (mindste forretningsben) opnåede to-cifrede vækstrater. Det hele er gået op i en højere enhed med stigende konceptsalg, stigende andel af salg til industrikunder, øget salg af produkter med høje marginer, ligesom forretningen løftes af den grønne omstilling, hvor Solar tilbyder produkter som solceller, varmepumper, el-ladestandere og ventilation.

Solar er lykkedes med at gennemføre prisstigninger på en række produkter. Det har gavnnet bruttomarginen, der steg til 22,4 % (op fra 21,0 %). Engangsprisstigningerne løftede alene bruttomarginen med 0,8 %-point. EBITDA steg med 274 mio. kr. og endte på 911 mio. kr. og dermed over selskabets egen guidance på 900 mio. kr. Forbedringen kommer som følge af fokusering på konceptsalg, industrikunder, klima & energiløsninger og handel – altså Core+ strategien. Alle enheder og lande (mest Danmark) bidrog med stigende EBITDA. Marginen steg således til 7,4 % mod 5,6 % i 2020. EBT steg med 322 mio. kr. til 622 mio. kr. og på bundlinjen var der et nettoresultat på 531 mio. kr. (222 mio. kr. i 2020). Det svarer til et resultat pr. aktie på 72,7 kr., hvorfor P/E 2021 kan udregnes til blot 10,9 baseret på ultimokursen på 795. Baseret på 2022-estimer og nugældende kurs er P/E-niveaet på 10,3. Aktien er således fortsat billig målt på dette nøgletal.

Selskabets forventninger til 2022

Efter et rekordår i 2021 med en vækst på 5,9 % (korrigeret for udfasede lav-margin produkter reelt ca. 8 %) til en omsætning på 12.354 mio. kr. og en stigning på 43 % i EBITDA til 911 mio. kr. forventer Solar også i 2022 fremgang.

Guidance er et salg på 12.750 mio. kr. (+3,2 %) og et EBITDA-resultat i niveauet 850 mio. kr. Det skal bemærkes, at EBITDA i 2021 blev positivt påvirket af ekstraordinære indtægter på 112 mio. kr. Guidance om et EBITDA-resultat på 850 mio. kr. er således udtryk for fortsat indtjeningsfremgang.

De finansielle mål i Core+ strategien frem mod 2023 er nået. Selskabet har i forbindelse med præsentationen af årsregnskabet løftet ambitionerne.

Højdepunkt

Core+ strategien er blevet opdateret med udvidede ambitioner for 2023 – nu også inklusive MAG45.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab

Nettoarbejdskapitalen over de sidste fire kvartaler er steget til 10,2 % mod 9,7 % for et år siden. EBITDA-marginen er forbedret til 7,4 % fra 5,6 %. Afkastet af den investerede kapital er steget til 24,6 % (13,8 %) og den gennemsnitlige gearing ligger på faktor 0,3 målt på EBITDA. Pr. årsskiftet havde Solar ingen gæld men derimod et indestående på 37 mio. kr. i banken. Gearingen ligger betydeligt under målet på 1,5-3,0x. Balancen og likviditeten er således meget stærk, til trods for at Solar sidste år sendte 314 mio. kr. retur til aktionærerne i form af et samlet udbytte på 43 kr. Baseret på 2021-resultatet er det hensigten at udlodde 45 kr. i udbytte svarende til 329 mio. kr. eller en payout ratio på 62 %.

Regnskabet må betegnes som særdeles tilfredsstillende.

Udsigterne for 2022

Trods et fremragende resultat i 2021 har Solar identificeret en række tiltag, der skal bringe indtjeningen yderligere op. Hovedlageret i Vejen er ved at blive udvidet med 11.000 kvm. Det vil øge kapaciteten med 25 % og muliggøre lukning af tre eksterne lagre placeret i og omkring Vejen. AutoStore med brug af 125 robotter og et plukkesystem til håndtering af 108.000 bokse bliver en integreret del af det nye store lager. I Holland vil lageret i Alkmaar blive udvidet med 20 %, hvilket gør det muligt at lukke et lager i byen Duiven. Ledelsen overvejer lignende tiltag i Norge og Sverige. Alt dette sammenholdt med, at man nu har SAP eWM managementsystemet implementeret på alle lagre vil give stordriftsfordele, skalerbarhed og reducere energiforbruget. I løbet af 2022 vil Solar lancere nye bæredygtighedsmål.

Arbejdet med webshops i Sverige og Holland er færdigt og tager digitalisering til et nyt niveau i disse lande. Implementering af nye webshops i Danmark og Norge afsluttes i nær fremtid. Disse fremtidsrettede tiltag vil gøre Solar endnu mere digital med brug af webshops, robotter og automatiserede lagre. Investeringerne forventes i 2022 at løbe op i 250 mio. kr., hvoraf de 144 mio. kr. bogføres i første halvår.

I 2022 forventer Solar fortsat høj efterspørgsel efter produkter til elektrificering, men alligevel forventes kun moderat vækst i installations-segmentet. Der forventes solid vækst i industri-segmentet og handel. Omsætningen forventes derfor at stige med ca. 3 % til 12.750 mio. kr. Better Business vil også i år påvirke salget negativt med estimeret 200 mio. kr., hvorfor den reelle vækst kan estimeres til ca. 5,0 %.

EBITDA-resultatet i 2021 blev positivt påvirket af engangseffekt af prisstigninger. Det forventes der ikke i 2022. Et ventet EBITDA-resultat på 850 mio. kr. er på papiret lavere end resultatet på 911 mio. kr. i 2021. Man forventer, at vækst i indtjeningen i fokussegmenterne, koncept, industri, handel og klima & energi forventes at kompensere for ca. halvdelen af sidste års prisstigninger. Korrigeret for de ekstraordinære indtægter sidste år, svarer et EBITDA-resultat i 2022 på 850 mio. kr. reelt til en forbedring på ca. 50 mio. Vi bemærker, at Solar sidste år opjusterede forventningerne tre gange. Aktieinfo er overbevist om, at Solar har meldt så tilpas forsigtigt ud, at man er meget sikker på at nå Guidance. Vi har derfor i efterstående skema for regnskabstal estimeret salg og indtjening højere, end Solar selv gør.

I 2022 og årene fremover er strategien at fastholde og tiltrække nye store kunder, som gerne betaler for kvalitet samt hurtig og sikker levering, så kunderne ikke skal binde penge i varelagre. Solars services passer godt til tidens megatrends med digitalisering, urbanisering, elektrificering og bæredygtighed. Den grønne omstilling vil de næste mange år sikre høj efterspørgsel efter solceller, varmepumper og el-ladestander. Tiltaget med udvidelsen af lageret i Vejen og i Alkmaar i Holland viser, at ledelsen fortsat ser gevinster ved at foretage investeringer i fremtiden.

I Installation er Solar afhængig af udviklingen i byggesektoren, hvor rentestigninger kan ramme sektoren negativt. Set i det lys er det positivt, at Solar bruger de gode tider til at udvide i Industri-segmentet ved at knytte kunderne tæt til sig og skabe langsigtede kundeforhold.

Vi estimerer et resultat pr. aktie på 70 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2022E på 10,3. Trods den markante optur i aktiekursen i 2021 (og henset til et set-back i aktiekursen i år) ser vi basis for fortsat stigning. Efter Aktieinfos mening gør Solar alt rigtigt. Man reducerer afhængigheden af byggesektoren, satser på den grønne megatrend, begunstiger aktionærerne med høje udbytter og sandsynliggør, at de gode tider kan vare ved. Balancen er særdeles stærk med ingen gæld, et højt afkast på investeret kapital, høj egenkapitalandel og flot forrentning af egenkapitalen. Langsigtet køb er derfor vores vurdering.

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab

Strategiplanen for 2021-2023 - Core+

De finansielle mål i Core+ strategiplanen er nået to år før tid. Core+ planen bygger på fokusområderne: **Industrikunder, Konceptsalg, Handel samt Klima & Energi.**

I industrisegmentet satses der på Total Cost of Ownership konceptet, hvor Solar står for hele værdikæden og gør kundernes drift enklere og mere profitabel. MAG45 indregnes med virkning fra 2021, hvor industri stod for 32 % af koncernsalget (op fra 31 % året før). Det oprindelige mål var at bringe andelen op på 30 %, men dette mål løftes nu til 35 % i 2023 (mod 27 % i 2020), da satsningen hurtigere end forventet har skabt positive resultater med høj vækst og forbedret lønsomhed drevet af MRO og OEM-salg.

Value-tilværdede digitale tilbud skal videreudvikles, så kunderne knyttes tættere på selskabet. Fokus er at udvide konceptsalget inklusive MAG45 på tværs af alle markeder, så andelen af koncernsalget bringes over 25 % i 2023 mod før 25 %. I 2021 udgjorde konceptsalget 22 % af omsætningen mod 21 % i 2020.

Trade dækker salg til butikker rettet mod ”gør-det-selv” kunder og webshops, der sælger specialiserede sortimenter inden for Solar’s forretningsområde. Strategien går især på at indsælge energibesparende produkter. Gennemsnitlig årlig vækstrate ligger på 17 % med et mål for 2023 på over 7,5 % mod før 5 %. Målsætningen forekommer henset til sidste års udvikling meget konservativ.

Salg af energirigtige løsninger i form af varmepumper, energilagring, el-ladestander og ventilationsanlæg rummer vækstmuligheder. Dette segment udviser en gennemsnitlig årlig vækstrate på 7 % nu med et mål for 2023 på over 5 % mod før 5 %. Også dette mål forekommer at være meget konservativt.

Målet er at øge kundernes kendskab til Solar og selskabets produkter med henblik på at skabe mersalg og indtjening. De finansielle mål for 2023 er at løfte EBITDA-marginen til mere end 6,5 % mod før 6 % (7,4 % i 2021) og afkastet af den investerede kapital efter skat til 20 %. Målet for gearingen er fortsat 1,5-3,0 x EBITDA. Stadig mere salg skal generes digitalt og vokse til at udgøre 70 % af koncernomsætningen mod 65 % i 2021.

STYRKER

Solid balance uden gæld. Det giver mulighed for udlodning af høje udbytter, investering i fortsat effektivisering og plads til eventuelle opkøb. Indtjeningen er blevet bragt op til et meget tilfredsstillende niveau. Solar’s services er i god tråd med tidens megatrends, fx deleøkonomi, digitalisering, urbanisering og elektrificering samt indsats omkring CO2 og bæredygtighed. Forretningen er skalerbar og giver stordriftsfordele.

SVAGHEDER

Flere års investeringer i at øge effektiviteten giver ikke plads til at justere ret meget mere internt for at presse omkostningerne yderligere ned. Solar er et konjunkturfølsomt selskab, der er afhængig af konjunkturerne i selskabets kernelande.

MULIGHEDER

Solar har en række services, der reducerer kundernes lagerbinding (Total Cost of Ownership). Det gælder derfor om at fastholde og tiltrække store kunder med international aktivitet, der kan se fordelene i et langsigtet samarbejde med Solar. Flere industrikundeopgaver og håndtering af tværnationale kundeopgaver (Cross Border) rummer upside for salget. Solar har de rette produkter til den igangværende grønne omstilling, hvilket giver mulighed for at fastholde et højt aktivitetsniveau mange år frem.

TRUSLER

Den største trussel er holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving i Nord-europa. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor. Konkurrence fra lavprisudbydere. Udfordringer med fremskaffelse af komponenter og varer.

solar

OM SOLAR A/S

- Solar er en førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger med fokus på B2B-kunder indenfor segmenterne installation, industri og handel. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet. Industri dækker over salg af komponenter mv. til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Trade dækker B2B-salg.
- Salgsfordeling i 2021: Installation 60 %, Industri 32 % og Trade 8 %. Geografisk: Danmark 33 %, Holland 23 %, Sverige 21 %, Norge 16 %, Polen 4 % og øvrige 3 %. Danmark, Holland, Sverige og Norge er de vigtigste lande, hvortil kommer en mindre del af salget i Polen og på Færøerne. MAG45 (logistik) indregnes fremover som en del af kerneforretningen.
- Sidste år lancerede Solar Core+ strategien med fokus på fire forretningsområder som subkategorier til installation, industri og trade. Fokus er på konceptsalg, klima & energi, industri og trade. En række mål for 2023 er allerede nået, og Solar har derfor løftet ambitionerne, der skal sikre øget indtjening via organisk salgsvækst.
- Solar er en digital virksomhed, og over 65 % (i Danmark ca. 80 %) af alle kundeordrer gennemføres digitalt. Det sikrer en nem og hurtig bestillingsmetode for kunderne, en effektiv ordreafvikling hos Solar samt en hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen.
- Solar tilbyder en række værdiskabende løsninger for kunderne, bl.a. drift af lagre og logistik, konceptsalg, cross border løsninger til kunder med aktivitet i flere lande og TCO-konceptet (Total Cost of Ownership). Hovedsigtet er at være kundernes totalleverandør ved at tilbyde værdiskabende løsninger, der sikrer kunderne lavere udgift over tid. Desuden tilbydes energibesparende løsninger.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Man råder over et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og et i hhv. Norge og Holland. Koncernen beskæftigede 2.908 ansatte pr. 31-12-2021 mod 2.935 på samme tid sidste år.
- Ledelse: Jens Andersen (født 1968) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2021: Fonden af 20. december, Vejen, 17,0% (60,5%) og Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%). Det skal bemærkes, at RWC Asset Management LLC og Nordea Invest begge medio oktober sidste år nedbragte ejerandelen til under 5 % (hhv. 10,0 og 5,0 % pr. 30-06-2021). Solar ejer egne aktier svarende til 0,7%. Selskabet har 7.184 aktionærer, hvoraf 93,6 % er navnoterede.
- Kursudvikling i 2021: Aktiekursen steg sidste år fra 360 til 795 ultimo 2021 – en stigning på 121 %. Dertil kom udloddet udbytte på 43 kr. For 2021 stilles der forslag om udlodning af et udbytte på 45 kr. pr. aktie svarende til 329 mio. kr. (pay-out ratio på 62 %). På den kommende generalforsamling søges opbakning til udlodning af op til 50 kr. i ekstraordinært udbytte. Solar følger altså en meget aktionærvenlig politik.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Jens E. Andersen
CEO



Hugo Dorph
CCO



Michael H. Jeppesen
CFO



Jens Borum
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab



REGSKABSTAL (TAL FOR 2022 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

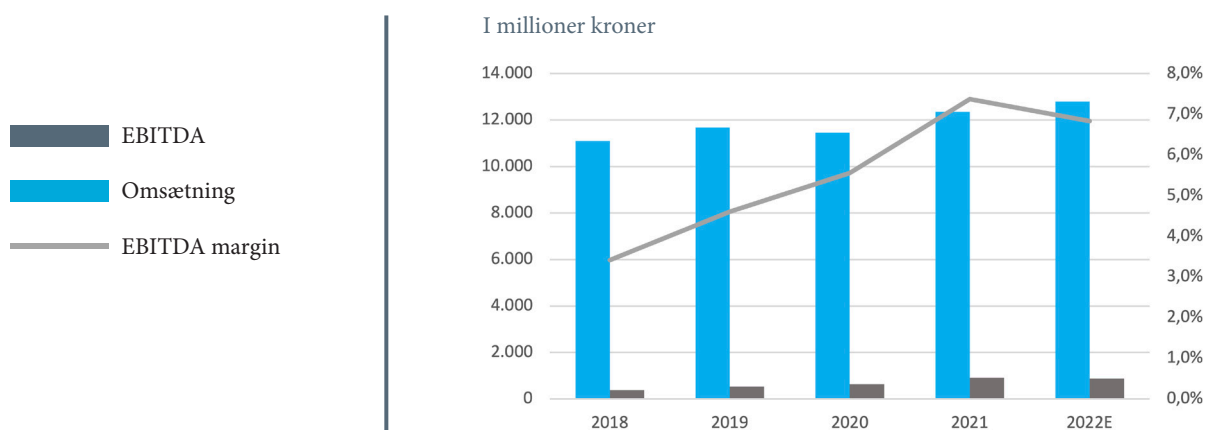
Mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Omsætning	11.072	11.105	11.098	11.679	11.465	12.354	12.800
EBITDA	368	362	379	538	637	911	875
EBITA	278	295	327	360	455	727	700
EBIT	222	126	224	260	248	672	640
Resultat før skat	223	126	237	120	300	622	610
Nettoreultat	125	19	133	64	222	531	515
Balance	4.506	4.717	4.633	4.990	4.607	5.305	5.500
Nettogæld	43	483	461	921	128	-37	200*
Egenkapital	1.683	1.591	1.638	1.592	1.696	1.952	2.100
Antal ansatte	3.032	2.901	2.941	3.039	2.935	2.908	2.900
Res. pr. aktie DKK	16,5	2,6	18,2	8,8	30	72,7	70
Udbytte i DKK	12	10	14	14	28	43	45*
Indre værdi i DKK	231	218	224	218	232	265	272
EBITDA/omsætning %	3,3	3,3	3,4	4,6	5,6	7,4	6,8
EBITA/Omsætning %	2,5	2,7	2,9	3,1	4,0	5,9	5,5
Egenkapitalforrentning %	7,1	1,2	8,2	4,0	13,5	29,1	25,4
Egenkapitalandel %	37	34	35	32	37	36,8	38,2

Niveauet for den positive nettogæld er baseret på en udlodning på 45 kr. pr. aktie. Såfremt der udloddes ekstra op til 50 kr. i udbytte vil gælden formentlig blive negativ i niveauet 100 mio. kr.

SENESTE ANALYSER

Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
17-11-2021	770	750-850	850-950
31-08-2021	692	650-725	725-800
18-05-2021	574	550-625	625-675
26-02-2021	450	430-480	480-530





JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet fire gange årligt, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj ejer ikke aktier i Solar på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.