

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023

Solar sænkede forud for årsregnskabet estimeret for salget i 2023, men fastholdt indtjeningsestimater. Der er oplevet vigende aktivitet mod slutningen af 2023, og tendensen er fortsat ind i 2024. Henset til makroøkonomisk usikkerhed og fortsat høj rente forventer Solar en nedgang i omsætningen på 5 % i 2024 og et EBITDA-resultat på 600 mio. kr. Guidance er baseret på en svag udvikling i forretningsområderne det meste af 2024 men forudsætter en bedring mod slutningen af året.

- Forud for årsregnskabet sænkede Solar forventningerne til årets omsætning til 13,0 mia. kr. mod hidtil 13,5 mia. kr. Guidance for EBITDA blev fastholdt på 900 mio. kr. De endelige tal viste et salg på 13.031 mio. kr. Solar oplevede således en negativ vækst i 2023 på 2,6 %. EBITDA-resultatet endte på 871 mio. kr.
- For 2024 guider Solar en negativ organisk salgsvækst på 5 % til et salg på 12,5 mia. kr. mens EBITDA forventes at falde til niveauet 600 mio. kr.
- Investorerne sendte aktiekursen ned med tæt på 25 % på formeldingen, men efter selve regnskabet rettede aktiekursen sig lidt.
- Aktieinfos konklusion er, at regnskabet for 2023 er godkendt, men at Guidance for 2024 berettiger til et vist fald i aktiekursen.
- På baggrund af estimerne for 2024 kan vi udregne et forventet resultat pr. aktie i 2024 på 28,5 kr., hvorved aktien prisfastsættes til P/E 2024E på 13,3. For nærværende anser vi aktien fair prisfastsat, hvorfor vi estimerer begrænset mulig opgang for aktiekursen på kort sigt.
- Det langsigtede perspektiv i aktien afhænger af, hvornår der igen kommer gang i byggeriet, og om der indføres politiske støttetiltag for at understøtte salget af eksempelvis varmepumper.
- Vi ser ingen hurtig genrejsning af aktiekursen, før ECB påbegynder sænkning af bankens renter. Renteniveauet har en afgørende betydning for igangsættelse af nybyggeri. Der er således en række usikre forhold, som formentlig vil holde aktiekursen nede på kort sigt.

AKTUEL KURS: 378,5**Børs: MidCap indekset****Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.786 mio. DKK****Antal aktier: 7,36 mio. styk (0,9 mio. A og 6,46 mio. B-aktier)**

- Langsigtet (18-36 måneder) er vi anderledes optimistiske. I denne tidsperiode har ECB sandsynligvis sænket renten med formentlig 1,0 %, og det kan kick-starte byggesektoren.
- Solar har i forbindelse med årsregnskabet løftet sløret for den nye strategiplan – Solve – dækkende perioden frem til og med 2026. I denne periode vil Solar arbejde på at knytte kunderne endnu tættere på sig med værdiskabende løsninger, der skal fastholde kunderne hos Solar over tid. Segmentet Klima & Energi skal vokse til at udgøre over 15 % af koncernomsætningen, og en vigtig bidragsyder til at nå dette mål skal være salg af industrielle varmepumper. Andelen af løsningsbaseret salg skal udgøre over 20 % af koncernomsætningen i 2026, og det skal samtidig bidrage til at trække indtjeningen op. De finansielle mål for strategiplanen er at opnå en EBITDA-margin på over 6 % og en gearing på 1,0-3,0x. Strategiplanen indeholder ikke markante nye tiltag, og vi bemærker, at den tidligere strategiplan havde som mål at øge EBITDA-marginen til 6,5 %.
- Solar er i høj grad afhængig af konjunkturudviklingen, og her ser vi ind i en vanskelig periode for især byggesektoren. En genrejsning af aktiekursen sker næppe på kort sigt, men langsigtet rummer Solar potentiale.
- Der vil blive indstillet et udbytte på 30 kr. pr. aktie til beslutning på førstkomende generalforsamling. Kursmål er for udbytte.

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.

AKTIEVURDERING

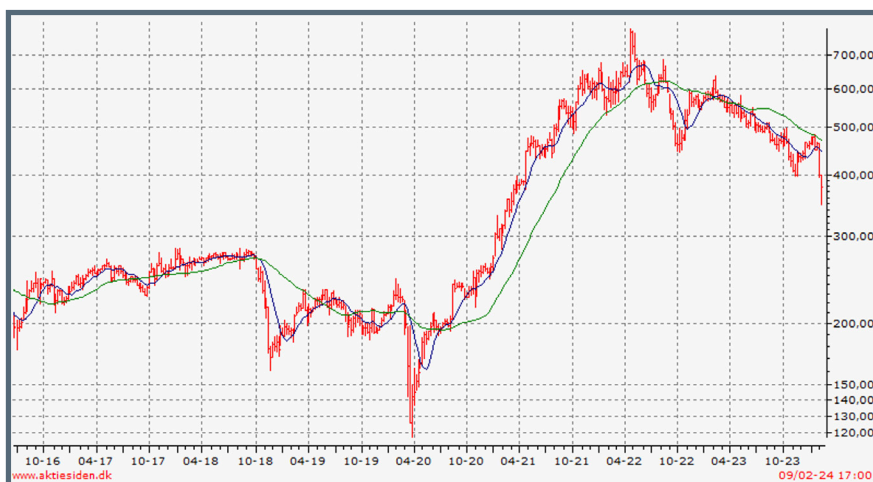
Kursudvikling 0-6 mdr.: 350 – 400

Kursudvikling 12-18 mdr.: 375 – 450

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 450 - 600

Næste regnskab: Q1 regnskab 02-05-2024.

Generalforsamling 15-03-2024.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 688 / Lav 348

Solar landede lidt under egne 2023-estimer efter en svag slutning på året.

Indtjeningsmæssigt imponerede Solar ved at opnå et EBITDA-resultat på 871 mio. kr., der korrigeret for engangsforhold er det næstbedste i selskabets mangeårige historie. Det lander tæt på selskabets mål på 900 mio. kr.

Ved starten af 2023 ventede Solar en omsætning på 13,7 mia. kr. Det blev i maj måned reduceret til 13,5 mia. kr. og endte 2023 på 13,0 mia. kr. svarende til en negativ vækst på 2,6 %. Det er en nedgang på lidt over 800 mio. kr. set i forhold til 2022, der blev er rekordår for Solar-koncernen. Industri-segmentet vækstede med 2 % efter to-cifret procentuel vækst i omsætningen fra MAG45. Installation og Trade opnåede en negativ vækst på 5 %. Det pointeres i regnskabet, at Solar trods nedgang har bevaret sin markedsandel. Installation omfatter undersegmentet Klima & Energi, hvor Solar opnåede et salg på 1,3 mia. kr. (uændret fra 2022) – altså nulvækst. Her var der ved starten af 2023 ventet en høj vækst henset til den store fokusering på energioptimering som følge af energiuudfordringerne i 2022. I 2023 købte Solar en ejerandel på 51 % af ThermoNova, der har udviklet varmepumper til industrivirksomheder, men her svigtede B2B-salget. Salg af almindelige varmepumper B2C afhænger i høj grad af skiftende statslige tilskudsordninger, men heller ikke her var tiderne med Solar. Konceptsalget præsterede vækst, men det kunne ikke fuldt ud kompensere for nedgang i andre aktiviteter.

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

Solar forventer negativ vækst i alle tre kernesegmenter, men ser basis for en forbedring af markedsudsigterne mod slutningen af året. Omsætningen ventes organisk at falde med 5 % til 12.500 mio. kr. EBITDA ses falde efter nogle år med rekord til niveauet 600 mio. kr. svarende til en margin på 4,8 % og dermed under selskabets langsigtede mål på gennemsnitligt 6,0 %. Strategiplanen Solve lanceres med et mål om i 2026 at opnå en EBITDA-margin på over 6,0 % og en gearing på 1,0-3,0x.

2026 AMBITIONER:

EBITDA-margin >6,0 %

Gearing på 1,0-3,0x

Klima & Energy skal udgøre >15 % af omsætningen.

Bruttomarginen skal forbedres med >0,7 %.

Løsningsbaseret salg skal udgøre >20 % af omsætningen.

Scope 1 & 2 emission skal reduceres med 65 % i forhold til 2020.

>95 % af værdikæden skal være dækket af Code of Conduct.

>25 % kvinder i senior management.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023

Solar er et konjunkturfølsomt selskab med højt salg til byggeindustrien (el, varme, vvs samt klima- og energiløsninger). Byggesektoren så en markant afmatning i 2023 henset til det stigende renteniveau, og det kan mærkes hos Solar. Udfordringerne for byggeriet ventes at fortsætte i 2024.

Set i lyset af den makroøkonomiske modgang med høj rente og usikkerhed som følge af krigen i Ukraine er Solar kommet pænt igennem 2023. Eksterne driftsomkostninger og lønninger blev fastholdt på 2,0 mia. kr., idet Solar i årets løb indførte mitigerende tiltag for at holde disse udgifter konstante. Set for året er driftsomkostningerne blevet reduceret i H2 2023 (med videre positiv effekt ind i 2024) set i forhold til H1. Det sikrede et EBITDA-resultat på 871 mio. kr. svarende til en EBITDA-margin på 6,5 %. Nedgangen set i forhold til 2022 skyldes i høj grad, at resultatet i 2022 blev begunstiget en af række engangstiltag med positivt bidrag til indtjeningen. En direkte sammenligning med 2022 giver således ikke et retvisende billede. Vi bemærker, at EBITDA-marginen på 6,5 % ligger over selskabets langsigtede mål.

Trods udfordrende tider for byggebranchen holder Solar tab på nede på 17 mio. kr. (28 mio. kr. i 2022). Det vidner om en stærk styring af finanserne. Det samme gælder for balancen på 6.112 mio. kr., der er præget af solide aktiver og kun i begrænset omfang af immaterielle aktiver. Nettorentebærende gæld udgør pr. statusdagen 1.157 mio. kr. svarende til en gearing på 1,3 x EBITDA. Egenkapitalen er bogført til 1.982 mio. kr. Der er således tale om en bundsolid balance præget af reelle aktiver og en høj egenkapitalandel.

Netto tjente Solar 348 mio. kr. svarende til 47,5 kr. pr. aktie. 63 % af overskuddet (219 mio. kr.) vil blive udloppet med 30 kr. i udbytte.

Kursmæssigt har 2023 været skuffende med et fald i aktiekursen på 25 %. Korrigeret for udbyttet på 45 kr. er faldet dog kun 17,7 %. Nedturen er fortsat i 2024, hvor aktien faldt markant på en melding forud for regnskabsdagen for siden at rette sig lidt igen. År til dato er aktiekursen faldet med 18,6 %. Vi forstår godt, at investorerne blev skuffede over guidance for 2024, men efter vores vurdering forekommer kursfaldet lidt overdrevet.

Solar forventer bedre tider mod slutningen af 2024

I Q4 2023 og i starten af 2024 har Solar oplevet vigende aktivitet. Derfor venter Solar i år en organisk nedgang i omsætningen på 5 % til 12,5 mia. kr. – en nedgang der ventes på alle kernemarkeder og i alle segmenter. Mod årets slutning forventer Solar mere normaliserede forhold. I Installation forventes Klima & Energi at vise forbedring set i forhold til et skuffende 2023. I Industri ventes stagnerede Marine/offshore salg og nedgang i øvrige forretningsenheder. Trade segmentet ventes også at opnå negativ vækst.

EBITDA ventes at falde til 600 mio. kr. som følge af det generelt faldende aktivitetsniveau, stigende fragtomkostninger og stigende udgifter til løn m.m. Der er blevet og vil blive iværksat tiltag for at mitigere for det lavere aktivitetsniveau. Indeholdt i EBITDA-estimatet er restruktureringsomkostninger på 35 mio. kr. og en ventet ekstraordinær indtægt fra salget af lagret i Duiven i Holland på 30 mio. kr.

Effektiviseringsprocessen fortsætter i 2024. Der er allerede sket automatisering af koncernens lagre. Et nyt moderne lager i Kumla i Sverige er under opførelse med forventet ibrugtagning i slutningen af 2026. To bestående lagre i Halmstad og Örebro bliver samlet i Kumla, og de tiloversblevne lagre vil blive frasolgt. Investeringerne løber op i ca. 400 mio. kr. Solar er begyndt at emballere med plastik baseret på genbrugsmaterialer. Automatisering af lagrene sikrer besparelser, optimal lagerstyring og effektiv levering til kunderne.

Usikkerheden for 2024 består i, hvor længe afmatningen i byggeriet varer, og om den strategiske beslutning om at gøre sig mindre afhængig af byggesektoren fuldt ud kan mitigere for ventet nedgang. Byggeriet og dermed også Solar vil være presset på kort sigt, men langsigtet vil der jo igen komme gang i byggesektoren.

På baggrund af ledelsens estimater for 2024 kan vi udregne et resultat pr. aktie på 28,5 kr., hvorved aktien prisfastsættes til P/E2024E på 13,3. Umiddelbart er vores holdning, at Solar-aktien for nærværende er fair prisfastsat. Kortsigtet ser vi derfor ikke



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023

noget stort potentiale i aktiekursen, men med mulighed for bedre udsigter fra slutningen af 2024 og frem. Byggeriet er rentefølsomt, og begyndende fald i ECB's rentesatser kan genskabe optimisme i branchen og dermed også for Solar. For nærværende gælder det om at holde fast i aktien og vente. På længere sigt (fra slut 2024 og frem) kan en ny optur i aktien formentlig starte.

Solar sætter nye mål med strategiplanen Solve dækkende til og med 2026.

De seneste strategiplaner Core og Core+ har fokuseret på automatisering og digitalisering af lagre og forretningsgange med henblik på at styrke effektiviteten og indtjeningen. Alle hovedmål er mere eller mindre blevet nået, og nu sættes der nye mål med Solve strategien.

Strategiperioden dækker 2024, 2025 og 2026 med et klart mål om at blive knyttet endnu tættere til kunderne ved at tilbyde og udvikle værdiskabende løsninger, der bidrager til at løse kundernes behov på bæredygtig vis.

De finansielle mål er at opnå en EBITDA-margin på over 6 % i 2026 og at holde en gearing på 1,0-3,0x.

Det vigtige i Solve strategien er at maksimere vækstpotentialet i Klima & Energi via mersalg af løsninger til blandt andet industrikunder. Rentabiliteten skal øges ved at anvende selskabets styrker til at komme tidligt ind i en samarbejdsproces med kunderne. Løsningsbaseret salg skal udvide samarbejdet med bestående kunder og tiltrække nye B2B-kunder.

De strategiske mål er at udvide forretningsbenet **Klima & Energi**, så andelen af koncernsalget i 2026 overstiger 15 %. Det skal ske ved at maksimere vækstpotentialet med fokus på salg af varmepumper, solpaneler, el-ladestandere og ventilationsløsninger både til eksisterende og nye kunder. Sidste års køb af en ejerandel i ThermoNova har styrket Solar indenfor salg af varmepumper til industrikunder. Fokus på Klima & Energi segmentet skal bidrage til, at Solar når sit eget mål om at blive CO2 neutral, men også hjælpe kunderne i deres bæredygtige transformation.

Indenfor **Konceptsalg** vil Solar styrke sin position som en troværdig partner i en tidligere del af værdikæden, ved at tilbyde logistikservices og rådgivning, der bidrager til en mere effektiv håndtering af kundernes daglige forretning. Det skal ske via de allerede forhåndenværende og mangeartede løsninger, der vil blive udvidet i takt med, at der opstår nye muligheder og/eller behov hos kunderne. Ved hele tiden at kunne tilbyde, hvad kunderne har brug for, fremstår Solar som den rigtige partner, der skal danne basis for mangeårige samarbejdsaftaler. En rød tråd i Solve strategien er, at der skal udbydes bæredygtige løsninger til gavn for kunderne, Solar og miljøet.

Løsningsbaseret salg skal bidrage til vækst og forbedret indtjening. Målet er, at salget skal stige og udgøre over 20 % af koncernsalget i 2026. Fokus er på salg af value-addedede løsninger, så kunderne knyttes tættere på Solar, hvor salg til nuværende tilfredse kunder skal danne basis for tilgang af nye kunder. Det skal ske ved at gøre brug af selskabets stærke kompetencer og viden på kerneområderne.

Solar vil i strategiperioden fortsætte arbejdet med at fremme diversiteten og kulturen for at fastholde, udvikle og tiltrække medarbejderne.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023

STYRKER

Solar blev etableret i 1919. Igennem mere end 100 år har Solar opbygget et stærkt brand som en troværdig samarbejdspartner. Ordentlighed, de rette produkter og løsninger, hurtig og fejlfri levering (via automatiserede lagerprocesser) og effektiv bestilling (via webshops) samt løbende udvikling af værdiskabende kundeløsninger gør, at Solar har årelange samarbejder med kunderne, der vægter kvalitet og troværdighed højere end prisen. Solar har formået at følge med tiden ved konstant at udvikle og siden forfine løsninger, der skaber værdi for kunderne. Internt fremstår Solar toptrimmet efter år med store investeringer i digitaliseringsprocesser og lageroptimeringer. Fokus er rettet mod kerneområder og lande, hvor Solar kan tilbyde ekspertrådgivning. Solar tapper ind i en megatrend med produkter målrettet den grønne omstilling.

SVAGHEDER

Solar er et konjunkturfølsomt selskab, hvor aktuel svaghed i byggesektoren rammer aktiviteterne negativt. B2C-efterspørgslen for grønne løsninger (varmepumper og energioptimering) er afhængigt af statslige støtteordninger. Internt har Solar i de senere år foretaget en række effektiviseringer af lagre, drift og salg, hvilket har gavnet indtjeningen, og her er de lavthængende frugter blevet høstet. Det skal dog nævnes, at ledelsen fortsat ser muligheder for yderligere optimeringer. Solar er afhængig af den makroøkonomiske udvikling i lande primært i Nordeuropa.

solar

MULIGHEDER

Internt har ledelsen fortsat fokus på optimeringer. Det er til en vis grad muligt at skalere virksomheden til konjunkturforholdene. Sidste år blev der åbnet for et nyt forretningssegment med salg af store varmepumper til industrikunder, der på sigt kan ruller ud på alle kernemarkederne. Koncept- og løsningsbaseret salg til store industrikunder rummer upside for salg og indtjening. Solar arbejder målrettet på at skabe langvarige kundeforhold ved at tilbyde de produkter og services, som kunderne efterspørger. Det skal føre til, at kunderne samler deres indkøb hos én grossist - Solar. Det vil kunne udvide det samlede forretningsomfang med kunderne.

TRUSLER

Solar er afhængig af konjunkturerne i byggebranchen og industrien, hvilket udgør den største trussel på den korte bane. Solar har dog bevidst valgt at gøre sig mere uafhængig af konjunkturerne ved blandt andet at satse på Klima & Energi og unikke tilbud med værdiskabende løsninger for kunderne. Det er derfor vigtigt, at Solar konstant sikrer, at kunderne forbliver villige til at betale en umiddelbar merpris for produkter og services, ved at de forstår, at det langsigtet betaler sig at samarbejde med Solar.

SENESTE ANALYSER

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling		
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 måneders sigt
09-11-2023	410	400-450	450-500	500-650
17-08-2023	480	475-550	675-750	
08-05-2023	530	500-625	675-750	
17-02-2023	622	575-675	675-750	

OM SOLAR A/S

- Solar er en førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs samt klima- og energiløsninger med fokus på B2B-kunder inden for 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 produktions- og forsyningsvirksomheder, infrastruktur, offshore og marine samt logistikforretningen MAG45 og ThermoNova. Trade dækker B2B-salg, Solar Polaris og Højager Belysning.
- Solar har fokus på fire forretningsområder som underkategorier til **installation, industri og handel: Konceptsalg, Klima & Energi, Industri og Trade**.
- Kerneforretningen er centreret om produktsourcing med målrettede og værdiskabende tjenester, der optimerer kundernes drift. Det drejer sig om 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 en række energibesparende løsninger, der kan bidrage til at reducere kundernes CO2-aftryk. Dette segment er blevet styrket via sidste års køb af en ejerandel af på 51 % af ThermoNova A/S, hvorved der tilbydes salg af varmepumper til store industrikunder.
- Salgsfordeling i 2023: Installation 56 %, Industri 35 % og Trade 9 %. Opdelt på produkter: el 73 %, varme og vvs 17 %, klima & energi 10 %. Konceptsalg udgjorde 23 % af sidste års omsætning. Geografisk fordelte salget sig i 2023 på Danmark 32 %, Holland 24 %, Sverige 19 %, Norge 15 %, Polen 3 % og øvrige 7 %.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Solar har et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og Holland samt et i Norge. Solar beskæftigede 3.036 ansatte pr. ultimo 2023 mod 3.019 ultimo 2022.
- Ledelse: CEO Jens Andersen (født 1968) og CFO Michael Jeppesen (født 1966).
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 31-12-2023 (stemmerettighed angivet i parentes): Fonden af 20. december, Vejen, 17,0% (60,5%) og Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,8% af de udestående aktier. 44 % af alle aktier ejes af de ti største aktionærer. Selskabet har pr. 08-02-2024 10.864 aktionærer, hvilket er en markant fremgang fra ca. 8.100 ultimo 2022.
- Solar vil for 2023 udlodde 30 kr. svarende til 219 mio. kr. eller 63 % af sidste års nettooverskud. Solar har en politik om mindst at udlodde 35 % af årets nettoresultat i udbytte. I de seneste tre år er der udloddet 1,3 mia. kr. i udbytte.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Jens E. Andersen
CEO



Michael H. Jeppesen
CFO



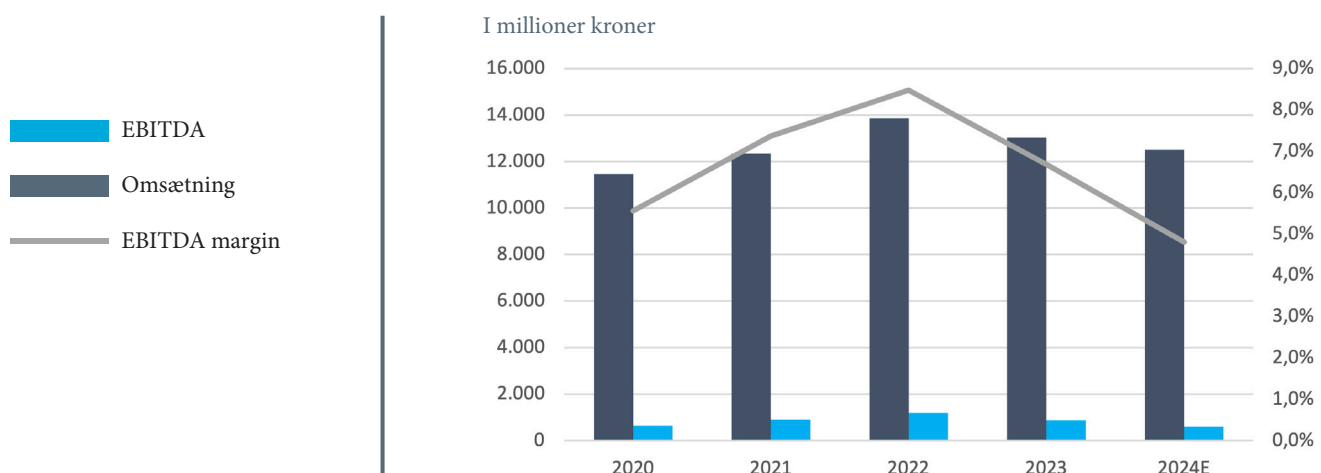
Michael Troensegaard Andersen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023



REGSKABSTAL (TAL FOR 2023 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

Mio. kr.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	11.098	11.679	11.465	12.354	13.863	13.031	12.500
EBITDA	379	538	637	911	1.175	871	600
EBITA	327	360	455	727	978	648	425
EBIT	224	260	248	672	909	558	325
Resultat før skat	237	120	300	322	858	468	275
Nettoresultat	133	64	222	531	660	348	210
Balance	4.633	4.990	4.607	5.305	5.901	6.112	6.200
Nettogæld	461	921	128	-37	1.074	1.157	1.200
Egenkapital	1.638	1.592	1.696	1.952	1.931	1.982	2.000
Antal ansatte	2.941	3.039	2.935	2.908	3.019	3.036	3.000
Res. pr. aktie DKK	18,2	8,8	30	72,7	90,4	47,5	28,5
Udbytte i DKK	14	14	28	43	90	30	20
Indre værdi i DKK	224	218	232	265	262	265	272
EBITDA/omsætning %	3,4	4,6	5,6	7,4	8,5	6,7	4,8
EBITA/Omsætning %	2,9	3,1	4,0	5,9	7,1	5,0	3,4
Egenkapitalforrentning %	8,2	4,0	13,5	29,1	34,0	18,0	10,5
Egenkapitalandel %	35	32	37	36,8	32,7	31,6	32,3





ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2023

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.