

2020: COVID-19 giver usikkerhed – derfor midlertidigt ingen Guidance. Langsigtet er Solar en spændende aktie

- EBITA steg i Q1 med over 20 % og sikrede Solar en overraskende god start på året. Målsætningen er at bringe EBITA-marginen op på 4 % (3,3 % i Q1) i Kerneforretningen. Det sker næppe i 2020 henset til COVID-19. Målet synes dog realiserbart – formentlig i 2021 og frem. Gentagne it-investeringer ses nu for alvor gavne indtjeningen.
- Som alle andre virksomheder er Solar udfordret som følge af COVID-19. Det har medført en negativ salgsvækst på 1,6 % i april (-2,5 % i Kerneforretningen). Solar har igangsat tiltag for at reducere de negative følgevirkninger, som endnu er moderate henset til selskabets førende position i Nordeuropa som en digital sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger. Guidance blev 27-03-2020 midlertidigt suspenderet. Mens mange andre selskaber også har suspenderet udbyttet, nåede Solar inden da at udlodde 14 kr. eller 102 mio. kr. til aktionærerne.
- Ledelsen har lagt en strategi med fokus på færre lande end for få år siden, hvilket vi bifalder. Hellere en stærk aktør på de markeder, hvor Solar har et særdeles veletableret Brand. Derved kan Solar nemmere realisere de tiltag, der skal knytte selskabet tæt på kunderne med services, der efterspørges. Det vil gavne indtjeningen på sigt.
- MAG45 (logistik) blev købt i 2016, og har ikke udviklet sig som forventet. Her en restruktureringsplan midlertidigt sat på hold, men udviklingen i Q1 viser dog, at MAG45 er på rette spor. Ledelsen holder alle muligheder åbne – enten en genetablering af indtjeningspotentialet eller et frasalg.
- Solar er en konjunkturfølsom virksomhed med afhængighed af udviklingen i byggesektoren. Det er her vi ser den største risiko, da det er usikkert, hvor længe et boom i byggeriet kan fastholdes. Heldigvis får industri-kunder voksende betydning, og det reducerer risikoen i aktien i tilfælde af, at byggeriet taber vækstmomentum, hvilket Aktieinfo forventer på sigt.
- Vores estimatet for 2020 lyder på et nettoresultat på 110 mio. kr. svarende til 14,9 kr. pr. aktie. Baseret på dette skøn, som er behæftet med ekstra høj risiko for følge af COVID-19, handler aktien til en P/E 2020E (249/14,9) på 16,7. Vi gentager Hold på 0-6 måneder sigt og Køb på 12-18 måneders sigt.

Aktuel Kurs: 249

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 1.832 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q2 regnskab 12-08-2020



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 230-275 (før 275-350)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 300-325 (før 350-425)

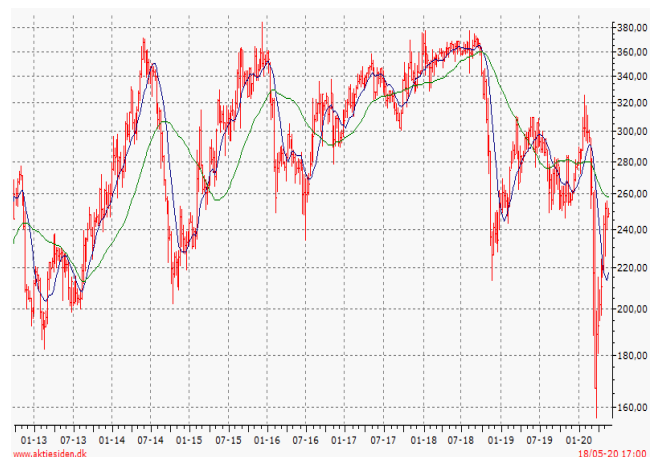
Tidligere anbefaling 18-02-2020 Kort/Lang: Hold / Køb v. 318

Selskabets forventninger til 2020

Den 27-03 suspenderede Solar Guidance for 2020. Det skyldes usikkerhed om effekten fra COVID-19 virusudbruddet, der i sidste uge af marts gav tegn på reduceret efterspørgsel fra kunderne. I april er salget i Kerneforretningen faldet 2,5 %, mens Relateret forretning (udgør ca. 5 % af koncernens salg) steg med 14 %. Solar har indført en række tiltag for at håndtere COVID-19 udfordringen. Så snart det er muligt, vil ledelsen komme med en ny opdateret Guidance for 2020.

Opindeligt var der ventet et salg på 11,8 mia. kr. og et EBITA-resultat på 400 mio. kr.

Kursgraf fra 2013 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 347 / 156

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.

Facts om Solar

- Solar er en af Nordeuropas førende digitale sourcing- og servicevirksomheder inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger. Målsætningen er at sikre langvarige kundeforhold ved at tilbyde værdiskabende løsninger for slutkunderne. Produkterne er lagt på bæredygtige og energivenlige løsninger for slutkunden samt TCO-konceptet (Total Cost of Ownership).
- Kerneforretningen består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska, P/F Solar Føroyar og Solar School. Kerneforretningen håndterer levering af værdiskabende produkter og services. Relateret Forretning omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi) med hovedvægten lagt på førstnævnte. Restgruppen benævnt "Digital, Construction & Services" består af en række associerede selskaber med delvis ejerskab i form af BIMobject, LetsBuild og Minuba, der er aktive inden for brug af ny avanceret digital teknologi til teknisk design, projekteringsarbejde mv.
- Solar er placeret i et Business-to-Business marked med kunder inden for installation og industri. Salget i Q1 2020 opgjort på segmenter: Installation 61 %, Industri 31 % og andet 8 %. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet, mens industrisegmentet dækker over levering af komponenter mv. til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Det tredje segment udgøres af diverse små, komplementære aktiviteter.
- Den justerede organiske salgsvækst i Q1 2020 var på 1,4 % (5,8 % i samme periode sidste år). Solar Danmark stod for 31 % af koncernsalget, Holland for 27 % og Sverige 21 %. Relateret Business stod for 5 % af salget. MAG45 opnåede i Q1 en forbedring i indtjeningen med et positivt EBITA på 1 mio. kr.
- Solar ønsker at skabe tætte og varige relationer til sine kunder ved at tilbyde værdiskabende løsninger bl.a. med fokus på TCO (Total Cost of Ownership) – en vurdering af kundens samlede udgift for løsninger/komponenter over levetiden. Bæredygtige energibesparende løsninger er også i fokus.
- Et stort produktudbud, hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen, høj service og uddannelsesstilbud er vigtige salgsparemetre hos Solar, der ikke ønsker at konkurrere på pris. Digitale platforme har sikret en høj e-handel, der overstiger 60 % af salget – endda over 80 % i Danmark. Med en hurtig og effektiv levering undgår kunderne at skulle binde penge i store varelagre.
- Solar tilbyder også drift af lager og logistik på vegne af store kunder. Dertil kommer tilbud om cross border løsninger for kunder med aktivitet i flere lande. Logistikopgaver og servicering af kunderne udføres via filialer og centrallagre suppleret af de nye netværkspartnere, som tilbyder andre værdiskabende services med mulighed for et positivt samspil med Solar's forretning.
- Solar påvirkes af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt olieudvindingen i Nordsøen. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industrifirmaer, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv. Industri-kunder har voksende vægt, hvilket reducerer selskabets afhængighed af udviklingen i byggesektoren. Elektrificeringstendensen giver selskabet mulighed for at øge salget i dette segment.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland og Polen. Seks centrallagre er placeret i Danmark (1), Sverige (2), Norge (1) og Holland (2). Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, da disse valutaer står frit i forhold til Euro. Omregningen af EUR til DKK er derimod stabil.
- 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.
- Koncernen beskæftiger 3.052 ansatte – op fra 2.982 på samme tid sidste år.
- Der er i marts udloddet et udbytte på 14 kr. pr. aktie svarende til en udlodning på 102 mio. kr.
- Ejerforhold pr. 31-03-2020 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,9 % (60,0 %), RWC Asset Management LLP, London, 15,8 % (7,5 %), Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4 % (5,0 %) og Investeringsforeningen Nordea Invest i Danmark 5,0 % (2,4 %). Solar ejer en aktiebeholdning svarende til 0,8 %. Selskabet havde ultimo 2019 i alt 3.914 aktionærer, og 95,9 % af samtlige aktier er navneregistrerede.

Solar's digitale styrke har sikret en overraskende god start på året. Guidance er dog fortsat suspenderet pga. COVID-19

Solar har i flere år foretaget interne restruktureringer med blandt andet frasalg af ikke lønsomme aktiviteter, flytning af opgaver til et nyt fælles center i Polen, hvilket svarer til 100 stillinger, investeringer i digitale start-up virksomheder for tilbyde endnu mere komplette kundeløsninger, lanceret nye leveringsmetoder og nye produktløsninger til gavn for kunderne, samt øget selskabets fokus på digitalisering, herunder e-handel. Indførelsen af det fælles it-system SAP 8000 har sikret ensartethed på tværs af organisationen og sikret

betydelige synergier. På stadig flere lagre anvendes SAP eWM- og AutoStore-løsninger for at forbedre logistikfunktionerne med henblik på bedre lagerstyring samt hurtig, fejlfri og sikker levering til kunderne. Digitaliseringen har givet en række fordele for selskabet og deres kunder, og e-handel er nu nået op på over 60 % (i Danmark over 80 %) af al salg i koncernen.

Faciliteterne med håndtering af ordrer, lagre og levering er i topklasse, og platformen kan derfor med fordel udnyttes yderligere til at klare opgaver for andre kundegrupper. Ud over salget af de samme komponenter til nye kundegrupper er der udvidet måltættet med flere andre tekniske produkter, der tilbydes industrikunder med andre behov og et attraktivt stort ordrevolumen.

Med digitaliseringen har Solar fremtidssikret sig ved at knytte tætte bånd til kunderne. Man konkurrerer ikke på prisen, men derimod på service, hurtig og sikker levering (Fastbox giver mulighed for levering fra time til time i flere store byer), uddannelse med henblik på blandt andet energioptimerende tiltag for kunderne, fokus på TCO (Total Cost of Ownership) – altså kundens samlede udgift for løsninger/komponenter over levetiden, herunder tilbud om drift af kundernes lagre og logistik (også for industrikunder på tværs af grænserne) samt andre værdiskabende løsninger, der er kommet til via Solar's aftaler om partnerskaber.

Disse partneraftaler omfatter BIMobject (tilbud til arkitekter og entreprenører om at kunne skabe en digital model af bygninger med komponenter), LetsBuild (dynamisk projektstyring til byggebranchen) og Minuba (ressourceforvaltning for håndværkere). Minuba-systemet anvender Solar som et tilbud til håndværkere, således at de automatisk kan overvåge lagre i deres varebiler, hvor der gives besked via en app eller mobilt, når der skal bestilles opfyldning af disse lagre.

Solar optræder udadtil som én virksomhed. Det giver stordriftsfordele omkring indkøb og produktkendskab, men også ved gennemførelse af leveringsopgaver til kunder. Indenfor bæredygtighed og energioptimering har Solar de rette løsninger med syv produktkoncepter: Solar Plus, Solar Netto, Solar Project, Solar Light, Solar Cable, Solar Heat og Solar Tools. Den grønne profil er især tydelig omkring solcelleanlæg. Selskabet har ved hovedsædet i Vejen placeret solceller på taget og på overdækkede p-pladser. Det sikrer ren strøm til selskabets datacenter m.m. og el-biler. Konceptet kaldes SunDryve med en direkte relation til sol, tørt og kørsel (Sun and Dry/Drive). Tiltaget bruges kommercielt som "udstillingsvindue", så kunderne kan se, hvordan en sådan løsning kan implementeres. Norge er langt fremme i elektrificeringsprocessen, hvor Solar også bidrager med produkter og løsninger.

Relateret forretning bestående af logistikfirmaet MAG45 og Solar Polaris er lettere udfordret. Ledelsen igangsatte derfor sidste år en genopretningsplan for MAG45, som dog midlertidigt er sat på pause på grund af COVID-19. Udviklingen i MAG45 er dog i bedring efter et EBITA-resultat på 1 mio. kr. i Q1 trods restruktureringsudgifter på 2 mio. kr. Solar har tidligere udtalt, at man ikke nødvendigvis er den rette ejer af MAG45.

COVID-19 har først haft en negativ effekt på Solar fra sidste uge af marts. Salget rapporteres at være faldet med 1,6 % i april (2,5 % i Kerneforretningen). Værre er det altså ikke. Guidance for 2020 er suspenderet, indtil der kommer bedre visibilitet for resten af året.

Specifikt for Q1 har udviklingen været opløftende især på indtjeningen. Salget steg organisk med 1,4 % til 3.045 mio. kr. og var på linje med ledelsens forventninger. Installationssegmentet steg med 2 % mens Industrisegmentet udviklede sig fladt.

Kerneforretningen løftede salget med 1,5 % efter positiv udvikling i Danmark og Holland, mens der var en lille negativ vækst i Norge, Sverige og Polen. Relateret salg udgjorde 5 % af koncernomsætningen efter en bedre end ventet udvikling for MAG45.

Koncernens EBITA steg fra 80 til 97 mio. kr. (løftet af en god udvikling i Danmark, Sverige og Norge), hvorved EBITA-marginen steg til 3,2 % fra 2,7 % i samme periode sidste år. Kerneforretningen står for hele EBITA-indtjeningen, mens Relateret Forretning endte på nul (- 1 mio. kr. i samme periode sidste år).

Den gennemsnitlige finansielle gearing ligger på 1,9 x EBITDA og dermed inden for selskabets mål på 1,5-3,0 x EBITDA. Egenkapitalandelen er opgjort til 28,9 % og dermed under målet på 35-40 %. Nettoresultatet endte på 30 mio. kr., hvilket var en betydelig forbedring fra -20 mio. kr. i samme kvartal sidste år og lå også flot i forhold til 64 mio. kr. for hele 2019. Inkluderet i Q1-resultatet er en indtægt på 8 mio. kr. fra den tidligere ejer af MAG45. Desuden er der foretaget en nedskrivning på 24 mio. kr. relateret til børsværdien på Solar's aktiepost i BIMobject som følge af kursfald på aktien i Q1.

Vi er positivt overraskede over, at Solar har leveret en stigning i EBITA på 20 % i Q1 og endda næsten 23 % i Kerneforretningen. I andet kvartals første måned er salget faldet 1,6 % som følge af COVID-19. Det vil igennem på indtjeningen, men hvor meget afhænger i høj grad af længden på COVID-19 pandemien. De lande, som Solar sælger til, er begyndt at genåbne, og reelt set har Sverige jo ikke været lukket ned. Solar har igangsat en række tiltag for at begrænse skadevirkningerne. Med en forretning, der i høj grad håndteres digitalt, forventer vi ikke nogen stor negativ effekt for Solar. Det vil naturligvis tage tid at kick-starte økonomien i Solar's aftagerlande, selvom statslige hjælpepakker formentlig vil sikre, at alle kommer helskindet igennem perioden med COVID-19. Den samfundsmæssige bagside af COVID-19 kan blive varig høj arbejdsløshed, og statslig gældsoptagelse kan på sigt føre til stigende renter. Førstnævnte vil reducere forbrugernes rådighedsbeløb og sidstnævnte kan få negativ indvirkning på boligpriserne. Det kan i værste ende medføre reduceret efterspørgsel efter Solar's produkter.

Vi fastholder vores optimisme omkring Solar på lang sigt. På kort sigt er der usikkerhed.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Solar har en solid balance. Fortsat udvikling af digitale løsninger samt værdiskabende totalløsninger er det trumfkort, der sikrer varige kundeforhold, hvor fokus ikke kun er på pris men indhold i samarbejdet. Kerneforretningen er en cash-cow. Relateret Forretning (MAG45) rummer teoretisk set stor upside. Samarbejdet med netværkspartnere giver mulighed for krydssalg og udvider paletten med langt mere avancerede tilbud til kunderne. 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 har stordriftsfordele.

Svagheder

Indtjeningsmarginerne er for lave. Et decideret stop eller en nedgang for den positive udvikling i byggesektoren vil ramme indtjeningen hårdt. Der er efterhånden få skruer tilbage at justere på internt for at presse omkostningerne yderligere ned. MAG45 har vist sig markant svagere end påregnet, og datterselskabets fremtid overvejes omkring et shake-up eller frasalg.

Muligheder

Flere industrikundeopgaver, netværket af samarbejdspartnere og håndtering af tværnationale kundeopgaver (Cross Border) rummer upside for salget. Vurdering af bæredygtige løsninger i praksis med TCO-metoden kan blive et trumfkort. Der er spændende muligheder for at udvide forretningsomfanget og placere Solar i centrum som leverandør af tekniske komponenter i projekter på grundlag af samarbejdet med gruppen af tilknyttede, intelligente partnerfirmaer. Afkastet herfra skal først til at vise sig.

Trusler

Den største trussel er holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving i Nordeuropa. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor, idet en nedgang i kapacitetsudnyttelsen hurtigt udløser prispres. Efter et opsving kommer der – før eller siden - en konjunkturedgang. Indtjeningen ligger på et så lavt niveau, at Solar ikke har ret meget elastik at give af. Pris- og lønpres udgør hele tiden en trussel, som lægger et låg på indtjeningen i opadgående retning. Et eventuelt frasalg af MAG45 kan indebære et tab.

Regnskabstal

Mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	10.252	10.587	11.072	11.105	11.098	11.679	11.600
EBITA	117	296	278	295	327	360	385
EBIT	-73	249	222	126	224	260	335
Resultat før skat	-122	201	223	126	237	120	200
Nettoresultat	-234	167	125	19	133	64	110
Balance	4.574	4.671	4.506	4.717	4.633	4.990	5.000
Nettogæld	302	-184	43	483	461	921	1.100
Immaterielle aktiver	339	333	475	445	392	325	315
Materielle anlægsaktiver	937	882	865	814	812	865	850
Egenkapital	1.732	1.831	1.683	1.591	1.638	1.592	1.600
Antal ansatte	2.898	2.871	3.032	2.901	2.941	3.039	3.000
Res. pr. aktie DKK	-29,9	21,3	16,5	2,6	18,2	8,8	14,9
Udbytte i DKK	7,0	10,0	12,0	10,0	14,0	14,0	14,0
Indre værdi i DKK	219	234	231	218	224	218	217
EBITA/Omsætning %	1,1	2,8	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
Egenkapitalforrentning %	N/A	9,4	7,1	1,2	8,2	4,0	6,9
Egenkapitalandel %	38	39	37	34	35	32	32

Selskabet har suspenderet Guidance for 2020. Ved årets start ventedes et salg på 11,8 mia. kr. fordelt med 11,2 mia. kr. i kerneforretningen og 0,6 mia. kr. i Relateret Forretning. Særlige engangsudgifter til implementering af SAP eWM var sat til 30 mio. kr., hvorved der var ventet 400 mio. kr. i EBITA-resultat. Som følge af selskabets suspenderede Guidance er ovennævnte estimater fra Aktieinfos side behæftet med høj usikkerhed.



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
18-02-2020	318	Hold	Køb
11-11-2019	298	Hold	Køb
21-08-2019	286	Køb	Køb
24-05-2019	328	Køb	Køb

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, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer 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.