

Gode udsigter for Solar baseret på robust præstationsevne efter en årrække med store omlægninger

- Det er lykkedes at håndtere Corona-påvirkningerne godt. Modgangen er klaret via højere bruttoavance og reduktion af omkostningerne ved stram styring. Det viser, at selskabet har høj indre styrke.
- Guidance for hele året peger i retning af et særdeles flot nettoresultat, men her vejer regulering af aktieposten i BIMobject tungt, idet nedskrivninger kan tilbageføres som følge af en fornyet kursstigning (ejerandel 17%). Den justerede EBITA overskudsgrad ser ud til at nå det ønskede mål på mindst 4,0%.
- De svage punkter er nu: 1) Risikoen for rentestigning og dermed et generelt økonomisk tilbageslag. 2) Trusler afledt af Corona er ikke overstået eller fuldt kendt. 3) Datterselskabet MAG45 (avanceret logistik; købt i 2016) skal gennemgå en hestekur eller frasælges.
- Med forbehold for en pt. ikke sandsynlig økonomisk krise i EU-landene må perspektivet for Solar's udvikling anses for lovende i de kommende 3-5 år. Man er nået afkastfasen efter gennemførelse af en række store omlægninger og udvikling af IT til håndtering af kundeordrer i form af en gennemgribende digitalisering. Afkastet på den investerede kapital kan dermed stige, og det frie cash flow blive forbedret.
- Aktien må vurderes som en attraktiv placeringsmulighed for investorer med en flerårig horisont og ønske om både et højt direkte udbytteafkast og mulighed for værdistigning baseret på sund vækst og god performance i forretningen. De supplerende netværksselskaber rummer i tilgift en ekstra gevinstmulighed.
- Ud fra den justerede (normaliserede, kontinuerte) indtjening handles aktien til P/E 9,3 (317/34) og et forventet direkte udbytteafkast på 5,0%. Kurs/indre værdi forholdet er 1,4. Risikoprofilen må vurderes som normal (konjunkturfølsomhed).

Aktuel Kurs: 317

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.333 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q3 regnskab 04-11-2020



Selskabets forventninger til 2020

Ledelsen har på ny udfærdiget en guidance efter en periode med pause pga. Corona-usikkerhed. Der forventes en omsætning på 11,4 mia. kr. og et EBITA-resultat på 400 mio. kr. (efter udgifter på ca. 30 mio. kr. fra indfasning af SAP eWM IT-løsninger). Ikke-kerne aktiviteterne indgår heri med en forventet omsætning på 550 mio. kr. og 0 i EBITA-bidrag. Det påpeges, at usikkerheden fortsat er stor og det forudsættes, at der ikke beordres nye nedlukninger.

Man har i Q2 modtaget 12 mio. kr. i kompensationsstøtte, mens udskudte betalingsfrister forbedrer likviditeten med ca. 60 mio. kr.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

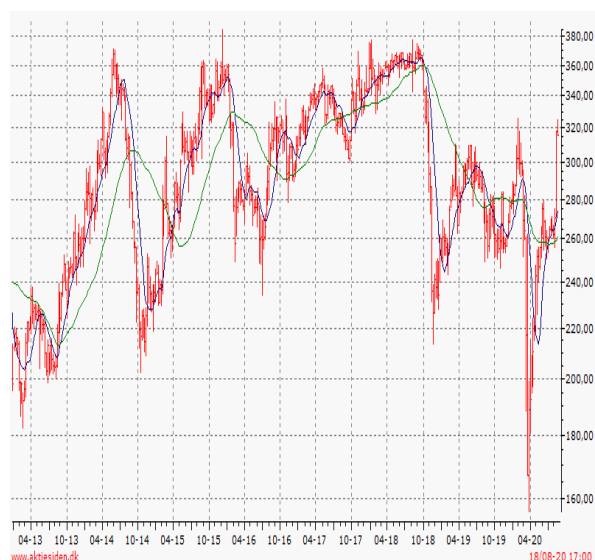
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 300-375 (før 230-275)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 375-425 (før 300-325)

Tidligere anbefaling 19-05-2020 Kort/Lang: Hold / Køb v. 249

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. Aktiv indsats rettes mod 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 og P/F Solar Føroyar. Aktiviteten består i lagerføring og levering af værdiskabende komponenter, produkter og services. Relateret Forretning omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi), hvor vægten udgøres af 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 (B2B) marked med levering til kunder inden for installation og industri. Salget i H1 2020 opgjort på segmenter er: Installation 61%, Industri 31% og andet 8%. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet. 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 H1/2020 var på 0,0% (-1,6% i Q2), hvor H1/2019 gav en tilsvarende vækst på +5,6%. Solar Danmark stod for 31% af koncernsalget, Holland for 26%, Sverige for 22% og Norge for 15%. Relateret Business (ikke-kerneområdet) stod for 5% af salget. Sidstnævnte består i hovedsagen af den tilkøbte logistikvirksomhed MAG45, som er ved at gennemgå en omfattende opstramning. Dette arbejde er imidlertid sat på Vent som følge af de urolige forhold under Corona pandemien, men indsatsen vil snart blive genoptaget.
- Solar ønsker at skabe tætte og varige relationer til sine kunder ved at tilbyde moderne, digitale og værdiskabende løsninger bl.a. med fokus på TCO (Total Cost of Ownership). TCO-metoden består i en vurdering af kundens samlede udgift for de forskellige 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 bruges som salgsparemetre hos Solar, der ikke ønsker at konkurrere hårdt på pris. Digitale platforme har sikret en høj e-handel, der nu overstiger 60% af salget – og niveauet er endog over 80% i Danmark. Med en hurtig og effektiv levering undgår kunderne at skulle binde penge i store varelagre.
- Solar tilbyder også drift af lagre 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. Netværkspartnerne tilbyder andre værdiskabende services og skal give mulighed for et positivt samspil med Solar's forretning.
- Solar påvirkes af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt af olieudvindingen (olieprisen) i Nordsøen. Kunderne består af installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industrifirmaer, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv. Industri-kunder har voksende vægt, og det reducerer selskabets afhængighed af udviklingen i byggesektoren. Udviklingen i retning af øget bæredygtighed og Grøn Energi fremmer brugen af elektriske løsninger. Det giver Solar en gunstig placering, fx omkring de kommende års forventede boom i antallet af el-biler og dermed de faciliteter/reservedele som kræves hertil.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland og Polen. Fem centrallagre er placeret i Danmark (1), Sverige (2), Norge (1) og Holland (1). 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 2.934 ansatte mod 3.041 ved årsskiftet.
- Solar er kendt for at opretholde en solid økonomisk stilling med lav gæld. Tilsvarende satses der vedvarende på at være i front med metoder og kundetilbud inden for lagerføring og levering.
- Der blev i marts udloddet et udbytte på 14 kr. pr. aktie svarende til 102 mio. kr.
- Ejerforhold pr. 12-08-2020 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,9% (60,0%), RWC Asset Management LLP, London, 14,7% (7,0%), Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%) og Investeringsforeningen Nordea Invest i Danmark 5,0% (2,4%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,8%. Selskabet havde ultimo 2019 i alt 3.914 aktionærer, og 95,9% af samtlige aktier er navnregistrerede.

BIMobject – Solar's største investering inden for ny IT-forretning

Solar er den største aktionær i det børsnoterede, svenske selskab BIMobject med en ejerandel på 17%. Virksomheden blev etableret i 2012 og tilbyder digitale services til byggebranchen til brug i planlægnings- og designfasen med videre anvendelse under selve udførelsen af byggeprojektet. Metoden giver adgang til vurdering af det påtænkte byggeris færdige karakter. BIM er en forkortelse for Building Information Modelling. Selve begrebet BIMobjects refererer til komponenter fra leverandører, som kan indarbejdes/forkastes i planlægningsfasen, og her er der tilknyttet adgang til tekniske specifikationer for de pågældende produkter (dokumentation og godkendelse mv.). Ideen er at forbedre og effektivisere projektførelsen fra starten og dermed opnå forbedringer og besparelser via bedre planlægning, ligesom fejl og mangler kan minimeres. Byggesektoren er langt bagefter i brugen af IT set i forhold til andre erhverv. BIMobject tilbyder en hel vifte af IT-løsninger til de forskellige dele af det omfattende projekteringsarbejde. Kunderne omfatter begge sider i branchen, nemlig arkitekter, ingeniører og byggefirmaer på den ene side og på den anden producenter af byggevarer, installationsudstyr og andre relevante komponenter. Hertil kommer inkorporering af hensyn til offentlige myndigheder, som også ønsker eller stiller klare krav om velliggende informationsmateriale forud for godkendelse af et nyt byggeprojekt. BIMobject er nået op på at have to millioner brugere, og det tilgængelige varesortiment omfatter 1.874 mærker. Disse tal vokser og skal fortsætte opad, da en høj markedsandel er afgørende for at kunne placere sig som en central IT-plattform.

Selskabets ledelse har gennemført et markant spareprogram, som kombineres med en målrettet styring af salget og alle aktiviteter med henblik på inden for kort tid at få standset cash burn. Det skal så følges op med positiv indtjeningsevne som næste trin. Groft sagt har bruttoavance svaret til lønudgifterne (efter nedskæringen: 178 medarbejdere), mens de øvrige udgiftsposter har udgjort underskuddet. Trods Corona-påvirkning er det ved at lykkes at få balance i cash flow'et, men her indgår forudbetalinger mv. Formentlig vil Q4 kunne vise et nul-resultat på driften, men det afhænger af fremgang i salget, som nu skal udgøre den afgørende drivkraft og fokus for ledelsen.

Udviklingspotentialet for BIMobject forekommer at være særdeles stort, men samtidig findes der andre udbydere og firmaer placeret tungt inden for avancerede IT-løsninger til arkitekter og ingeniører (CAD mv.). Set fra Solar's synspunkt er der vel nu mest tale om en stor investering med afkast i centrum, men det suppleres ved adgang til værdifuld indsigt i de nye forretningsmuligheder, som IT giver selskaber i rollen som leverandør. Ledelsen har dog ikke udtrykt nogen præcis holdning angående perspektivet for Solar's stilling som vigtig aktionær i BIMobject. Solar's øvrige satsninger på ejerandele i et lille netværk af High Tech firmaer har også en profil med aktivitet i de indledende trin omkring byggeteknisk planlægning. Tanken var oprindeligt, at det kan give Solar lettere adgang til leverancer af komponenter ved selve byggeopgavens udførelse.

BIMobject's aktiekurs har svinget kraftigt med Høj/Lav på 40,5/5,5 SEK inden for de sidste tre år. Ved den nuværende aktiepris på 17,0 SEK udgør børsværdien 2.045 mio. SEK (1.477 mio. dkr.). Solar's aktiepost har derfor pt. en markedsværdi på ca. 250 mio. DKK. Populært sagt svarer BIMobject eksponeringen til at udgøre ca. 10 % af en Solar-aktie.

Udsigter og aktieforhold for Solar

Indtjeningsevnen på driften er efter mange års anstrengelser omsider bragt op til det ønskede niveau, svarende til en EBITA-margin på over 4,0%. To forhold har bremset gennemslaget af indsatsen i forbedringer: nye tiltag inden for IT-ordrehåndtering og logistik er blevet gennemført gang på gang for at kunne lancere stadig nye forbedringer af serviceniveauet over for kunderne, herunder en up-to-date adgang til digitale løsninger med varebestilling i centrum. Evnen hertil er Solar's afgørende styrke i konkurrencen, og effektiv drift med et enormt sortiment af komponenter som grundlag giver gevinst for både kunderne og Solar selv. Den "interne" dynamik og præstationsevne er i topklasse, men det har krævet stor indsats i form af gentagne forandringer, hvor medarbejderne har medvirket positivt gang på gang ved disse fornyelser. Nu ser man ud til at være nået frem til et punkt med mere ro – selv om det næppe bliver en langstrakt fase uden krav til "forandringsparathed". Den anden belastning er kommet fra topledelsens satsninger på ekspansion i udlandet. Her har man klogt nok hurtigt og konsekvent indset, at strategien ikke var rentabel i det begrænsede format, og dermed at der enten skulle foretages langt større opkøb for at opnå tilstrækkelig markedsandel, eller man skulle opgive og sælge ud. Man valgte den sidste og mere sikre vej, hvilket har betydet farvel til lande som Finland, Tyskland, Østrig og Belgien. Dermed står man tilbage med sine stærke bastioner i Skandinavien (Danmark-Sverige-Norge) og Holland, mens Polen er et mindre marked, hvor man til gengæld har god gavn af et effektivt shared service-center.

Kapaciteten og IT-plattformene burde være i stand til at klare udviklingen i de nærmest kommende år uden behov for store investeringer. De mest usikre forhold findes pt. angiveligt i Sverige, hvor der ellers allerede er strammet op på forretningen og tilkøbt supplerende handelsaktiviteter inden for det eksisterende produktområde, altså en styrkelse af markedsandelen med mulighed for stordriftsfordele. Solar søger at udnytte sin tilstedeværelse, sit store varesortiment og tekniske kompetence til hele tiden at styrke forholdet til sine kunder og udvikle forbedrede tilbud om levering og servicering. For installatører og andre håndværkere er tidsbesparelse (timeløn) et centralt punkt, hvor der kan opnås stor gevinst ved præcis levering af de rigtige komponenter på det aftalte tidspunkt og sted. Value Added Service. Udviklingen på det punkt vil fortsætte.

Den i 2016 tilkøbte virksomhed MAG45 udgør den største udfordring på de indre linjer. Konceptet er teoretisk set interessant men besværligt, nemlig stordrift ved lagerføring og levering af el-tekniske lav-volumen komponenter til en krævende kundekreds, som ikke selv kan opnå fordele ved at købe direkte hos fabrikanterne (B2B). I praksis er det imidlertid en omfattende og kompliceret affære at styre og tjene penge på. Omsætningen er på ca. 550 mio. kr. men giver et resultat på nulpunktet, og ud fra normen om 4% i overskudsgrad er der altså en årlig profit på 20-25 mio. kr. at gå på jagt efter. Man har desuden endog måttet igennem en retssag med Sælgeren angående købsprisen, som denne ville forhøje (trods dårlig indtjening!), men her vandt Solar. Corona-problemerne har ført til en pause i planlægningen af en helt ny fremtid for MAG45, men der skal snart tages fat på ny for at finde en holdbar løsning. Et frasalg er en mulighed, da der jo skal ske noget afgørende.

Samlet set klarer Solar sig godt, og udsigten for de nærmest kommende år synes at rumme mulighed for højere indtjening og et voksende frit cash flow. MAG45 kan forhåbentlig med opfindsomhed og anvendelse af IT også gøres til en god forretning og give et ekstra bidrag til indtjeningen. Afkast på investeringerne i netværksvirksomhederne er af mere langsigtet art, og fem års start-op tålmodighed er vel den realistiske ramme for det. BIMobject er længst fremme i sin udvikling, og her burde en gunstig exit-mulighed kunne dukke op i løbet af få år, men det afhænger af interessen for konsolidering (opkøb) inden for disse brancher.

De økonomiske mål ser næsten ud til at blive opfyldt i år angående den korrigerede overskudsgrad (EBITA over 4,0%) for kerneforretningen. Det samlede faktiske tal bliver dog fortsat i underkanten med ca. 3,5%. Afkastet efter skat (ROIC) kan også komme op over 12%. Den ønskede vækst i de nye aktiviteter (Relateret virksomhed) kan slet ikke opnås, idet en sanering/forbedring først skal sættes i værk. Soliditeten ligger med 3 % lidt i underkanten af det ønskede niveau (35-40% i egenkapitalandel), selv om selve gearingen med lån er i underkanten med 1,5x, hvor måltalsintervallet er sat til 1,5-3,0x for Nettogæld/EBITDA. Udsigten for 2021 er pæn fremgang - med mindre samfundsøkonomien afsporer. Den største trussel desangående er Nul-renteforholdene, hvor en markant rentestigning vil kunne udløse alvorlig negativ udvikling alle steder i økonomien.

Indtjeningen i 2020 ser ud til at være robust i forhold til Corona-påvirkninger, men resultatopgørelsen påvirkes i betydeligt omfang af tilbageførsel af nedskrivninger på aktieposten i BIMobject (første halvår: +73 mio. kr.) og merudgifter til SAP eWM implementering, som angives til 30 mio. kr. Vi forventer et faktisk resultat på hele 290 mio. kr., men justeret for de to faktorer og skat herpå vil det korrigerede nettoresultat (kontinuerte) vel ligge omkring 250 mio. kr. (EPS 34 kr.). P/E er dermed 9,3 (317/34). Indre værdi er 219. Vi formoder, at udbyttet vil blive sat op til 16 kr., og dermed vil det direkte afkast blive på 5,0%. På toppen heraf kommer mulighed for en turnaround i MAG45 (eller et frasalg) og værdiopbygning/realisationsgevinst på aktieposterne i de tilknyttede selskaber med BIMobject i spidsen.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker: Solar har en solid balance. Fortsat udvikling af digitale løsninger og nye former for værdiskabende totalløsninger er trumfkort, der skal sikre varige kundeforhold, hvor fokus ikke kun ligger på prisen men værdien af indhold i samarbejdet. Kerneforretningen er en cash-cow. Relateret Forretning (især MAG45) rummer teoretisk set stor upside, men det skal organiseres på en ny, dynamisk måde. Samarbejdet med netværkspartnere giver mulighed for inspiration og krydssalg ved at udvide paletten med mere avancerede tilbud og nye kunder. Solar's services passer godt ind i tidens megatrends, fx deleøkonomi, digitalisering, urbanisering og elektrificering sammen med målrettet indsats omkring reduktion af CO₂ udledning og øget bæredygtighed. Forretningen er skalerbar og har stordriftsfordele.

Svagheder: Indtjeningsmarginerne er lave. En decideret opbremsning eller drastisk nedgang for 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 dette datterselskabs fremtid overvejes omkring et shake-up (eventuelt et frasalg).

Muligheder: Flere industriordrer, netværket af samarbejdspartnere og håndtering af tværnationale opgaver for store kunder (Cross Border) rummer upside for salget. Vurdering af bæredygtige løsningers økonomiske værdi i praksis med TCO-metoden kan blive et nyt 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 i den hidtil robuste økonomiske aktivitet i Nordeuropa. De særdeles lave renter udgør en afgørende støtte for økonomiens udvikling, og her kan udviklingen kun gå i negativ retning. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor, idet en nedgang i kapacitetsudnyttelsen hurtigt kan udløse prispres for leverandører som Solar. Efter et opsving kommer der – før eller siden - en konjunkturedgang, og her er Corona-nedlukningen med et ukendt forløb fremover klart en trussel. Indtjeningen hos Solar ligger på et så lavt niveau, at der ikke er ret meget elastisk at give af i tilfælde af ny modgang. Det vil ramme indtjeningen. 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	11.400
EBITA	117	296	278	295	327	360	400
EBIT	-73	249	222	126	224	260	340
Resultat før skat	-122	201	223	126	237	120	360
Nettoresultat	-234	167	125	19	133	64	290
Balance	4.574	4.671	4.506	4.717	4.633	4.990	5.100
Nettogæld	302	-184	43	483	461	921	800
Immaterielle aktiver	339	333	475	445	392	325	290
Materielle anlægsaktiver	937	882	865	814	812	865	825
Egenkapital	1.732	1.831	1.683	1.591	1.638	1.592	1.750
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	39
Udbytte i DKK	7,0	10,0	12,0	10,0	14,0	14,0	16
Indre værdi i DKK	219	234	231	218	224	218	238
EBITA/Omsætning %	1,1	2,8	2,5	2,7	2,9	3,1	3,5
Egenkapitalforrentning %	N/A	9,4	7,1	1,2	8,2	4,0	17,3
Egenkapitalandel %	38	39	37	34	35	32	34

Selskabets Guidance for 2020 lyder nu på en omsætning på 10,85 mia. kr. i kerneforretningen og 0,55 mia. kr. i Relateret Forretning. Særlige engangsudgifter til implementering af SAP eWM anslås til 30 mio. kr., og justeret EBITA bliver dermed reelt 430 mio. kr. Under finansposter tilbageføres tidligere nedskrivninger på aktieposten i BIMobject (første halvår +73 mio. kr.). Tallet kan blive påvirket af et eventuelt nyt kursfald. Ledelsen påpeger, at Corona-forholdene indebærer større uklarhed end normalt. Det gælder derfor også for Aktieinfo's ovenstående estimater.



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
19-05-2020	249	Hold	Køb
18-02-2020	318	Hold	Køb
11-11-2019	298	Hold	Køb
21-08-2019	286	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.