

God udvikling år til dato og opløftende udsigter for fremtiden.

- Koncernsalget ventes at blive 500 mio. kr. lavere end forventet ved årets start. Heraf estimeres 200 mio. kr. at skyldes Better Business, hvor man bevidst har fravalgt salg af lav-margin produkter. Konceptsalget med høje marginer vokser og udgør 21 % af omsætningen. Det digitale salg vokser også og udgør nu 65 % af omsætningen. Et positivt produktmiks bidrager positivt til indtjeningen. Udgifterne holdes nede som følge af stop for nyansættelser og effektiviseringer, ligesom store fremadrettede it-investeringer er foretaget og betalt.
- EBITA-marginen i Kerneforretningen er nået op på det forventede niveau for året på 4,0 %. Cash-flowet udvikler sig positivt og gælden ligger i den nedre del af det interval set i relation til EBITDA-indtjeningen. Indtjeningen og balancen ser meget robust ud.
- Ejerandelen i BIMobject er blevet frasolgt og medfører en gevinst på 23 mio. kr..
- De største risici i aktien er et økonomisk tilbageslag i de lande, hvor man er aktiv. Indtil videre har der dog kun været en begrænset negativ påvirkning fra Covid-19.
- Solar er nået meget langt i sin digitaliseringsproces, og frugterne af de senere års massive investeringer i it skal nu høstes. Det giver grundlag for at tro på en yderligere forbedring af indtjeningsevnen i de kommende år.
- Aktuelt handler aktien til en estimeret P/E for 2020 på blot 7,9 og et kurs/indre værdi forhold på 1,5. Aktien 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.
- Risikoprofilen må vurderes som normal (konjunkturfølsomhed).

Aktuel Kurs: 339

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.495 mio. DKK

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



Selskabets forventninger til 2020

Selskabet har ultimo oktober tilpasset den tidligere Guidance for 2020. Salget ventes at andrage 11,3 mia. kr. (før 11,4 og 11,8 ved årets start). Trods et mindre fald i salget stiles der nu mod et EBITA-resultat på 435 mio. kr. mod før 400. Reelt er opjusteringen ganske stor, da der er indeholdt en engangsudgift på 25 mio. kr. relateret til implementeringen af SAP eWMM i Danmark, Norge og Holland i den nye Guidance.

Kerneforretningen forventes at omsætte for 10,75 mia. kr. og hele EBITA-indtjeningen kommer herfra.

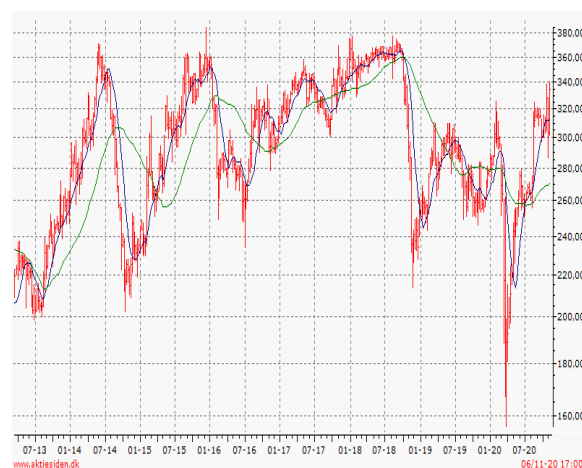
Aktievurdering:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 325-375 (før 300-375)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 375-425 (uændret)

Næste regnskab: Årsregnskab den 11-02-2021.

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 førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger. Kerneforretningen er centreret om produktsourcing med værdiskabende løsninger for slutkunderne. Aktiv indsats rettes mod bæredygtige og energivenlige løsninger for slutkunden samt TCO-konceptet (Total Cost of Ownership).
- Kerneforretningen tegner sig for 95 % af koncernomsætningen og 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 (5 % af koncernomsætningen) omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi), hvor vægten udgøres af førstnævnte. Restgruppen benævnt "Digital, Construction & Services" består af en række delvist ejede associerede selskaber, der er aktive inden for brug af ny avanceret digital teknologi til teknisk design mv.
- Solar´s aktiviteter er rettet mod Business-to-Business segmentet (B2B) med levering til kunder inden for installation og industri. Q1-3 salget opgjort på segmenter er: Installation 61%, Industri 31% og Trade 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.
- Omsætningen androg i Q1-3 i alt 8.408 mio. kr. svarende til en negativ organisk vækst på 0,8 %. Solar Danmark stod for 32 % af concernsalget, Holland for 25 %, Sverige for 21 % og Norge for 16 %. MAG45 er den vigtigste aktivitet inden for Relateret Business (ikke-kerneområdet) og stod for 5 % af salget.
- Solar´s styrker er et stort produktudbud, hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen, høj service og uddannelsesstilbud. Man satser på at skabe langvarige kundeforhold ved at tilbyde værdiskabende løsninger for kunderne. Tæt på 65 % af alle ordrer gennemføres nu digitalt, hvilket er en nem og hurtig bestillingsmetode for kunderne. Nye tilbud udvikles løbende, bl.a. tiltag omkring særdeles hurtig levering i visse byer (FastBox), konceptet Solar Kitbox (levering af alle komponenter til en specifik opgave i en og samme ordre), tilbud om drift af lagre og logistik på vegne af store kunder, cross border løsninger for kunder med aktivitet i flere lande, værdiskabende løsninger ved hjælp af netværkspartnere, og ikke mindst TCO-konceptet (Total Cost of Ownership). Sidstnævnte rummer virkelig værdi for kunderne, da TCO-metoden består i en vurdering af kundens samlede udgift for de forskellige løsninger/komponenter over levetiden. Desuden tilbydes en række energibesparende løsninger. 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.
- Solar påvirkes af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt af oliebranchen i Nordsøen. 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 centralagere 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 2.891 ansatte mod 3.070 på samme tid sidste år.
- Der blev i marts udloddet et udbytte på 14 kr. pr. aktie svarende til 102 mio. kr.
- Aktionærforhold (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 navneregistrerede.

Solid udvikling år til dato trods udfordringer henset til Covid-19.

Trods et fald i omsætningen år til dato på 0,8 % (-4,8 % i Q3) er vi positivt overraskede over selskabets udvikling. Indtjeningen er nemlig stigende, og vi vurderer, at der er tale om en holdbar forbedring af indtjeningsevnen. Bruttomarginen er steget i de seneste fire kvartaler, og EBITA er forbedret de seneste otte kvartaler. Omkring den vigende omsætning skyldes en del heraf projekt Better Business. Solar har bevidst valgt at skære ned på antal produkter ved at fravælge dem med den laveste avance. Det koster lidt på salget, men omvendt er Better Business også med til at løfte indtjeningsmarginerne.

Der er blevet gearret betydeligt op på onlinedelen, og projektet med Solar 8000 SAP-systemet er fuldt integreret i hele koncernen og giver det ønskede løft i andelen af det digitale salg, der nu står for næsten 65 % af omsætningen. Solar 8000 har sikret ensartethed på tværs af selskaberne i de lande, hvor man er aktiv. Seneste tiltag er implementering af SAP eWM (Extended Warehouse Management) løsningen, der giver effektivitet i lagerhåndteringen og sikrer levering til kunderne til tiden og i henhold til modtagne ordrer. Arbejdet hermed startede i juni 2018 og er fuldt integreret i alle lande – dog med de sidste tilpasninger i Holland værende helt på plads i starten af 2021. Disse tiltag på it-delen har kostet mange penge, men nu skal Solar til at høste frugterne. Det er Aktieinfos vurdering, at de store it-tiltag nu er ved at være på plads, og udgifterne er løbende afholdt. Det vil gavne indtjeningen fremadrettet.

Imidlertid er der altid plads til nye forbedringer, og derfor arbejdes der på indførelse af AutoStore i koncernen. Det vil øge lagerkapaciteten og sikre en mere effektiv lagerhåndtering. Som noget nyt nævner Solar, at man forbereder tiltag for at optimere det centrale lager i Danmark i et forsøg på at analysere og vurdere mulighederne for yderligere ekspansion fremadrettet. Selvom Solar i 2019 kunne fejre 100 års fødselsdag, er selskabet omstillingsparat for at øge effektiviteten yderligere til gavn for kundernes oplevelse og indtjeningen.

Hvo intet vover – intet vinder. Solar valgte for et par år siden at satse på noget helt nyt: Køb af mindre aktieposter i selskaber, der er aktive inden for brug af ny avanceret digital teknologi til teknisk design, projekteringsarbejde mv. Hensigten er ad denne vej at kunne tilbyde kunderne nye værdiskabende tiltag. Ideen er fornuftig, da man på denne måde tilkøber sig ejerskab i selskaber, som dermed bliver afhængige af Solar. Den største af disse investeringer er sket i BIMobject i første halvår 2017. Som børsnoteret selskab har værdien af aktierne i BIMobject svinget betydeligt fra kvartal til kvartal, hvilket har givet "støj" i regnskabet. Af strategiske årsager valgte Solar primo oktober at afhænde alle aktier, hvilket vil medføre en indtægtsførsel på 23 mio. kr. i Q4 i år under regnskabsposten "tilpasset værdi af associerede virksomheder". Vi bifalder beslutningen om dette salg, da det fremadrettet vil give større transparens i regnskaberne. Ledelsen synes opsat på at føre Solar "back to basis". Det finder vi positivt. Hellere satse lidt mindre bredt, men til gengæld så have fuld fokus på færre lande og produktudbud (Better Business er et eksempel herpå).

Solar Danmark er fortsat det største enkeltmarked (32 %). Heldigvis er det så også på det største enkeltmarked, at man har klaret sig allerbedst år til dato. Trods Covid-19 har man opnået en salgsvækst år til dato i Danmark på 2,7 %, et EBITA-resultat på 189 mio. kr. og en EBITA-margin på 7,0 %. I Sverige, Holland og Norge, som er de andre store markeder, har der været en vækst på hhv. -3,3 %, 0,0 % og -4,1 %. Det norske marked er især udfordret indenfor Offshore og Marine. Inden for Relateret Forretning er logistikfirmaet MAG45 den vigtigste aktivitet. Her er ikke alt gået som ønsket siden opkøbet i 2016, og det har medført en aftale med sælgeren om en kompensation på 7 mio. kr. MAG45 har ikke udviklet sig som ønsket, og ledelsen har tidligere bebudet, at der enten skal ske nye tiltag for at øge lønsomheden eller et salg. For tiden er disse overvejelser dog sat på Vent som følge af Covid-19. Af det seneste regnskab fremgår det, at den foreløbige restrukturering af selskabet, der i år har kostet 2 mio. kr. på EBITA, har sikret en stigning i EBITA på 11 mio. kr. år til dato, hvorved EBITA-underskuddet er reduceret til 1 mio. kr. Ordrebogen i MAG45 ligger aktuelt i All-Time-High. Det går den rigtige vej.

Udviklingen hidtil i år kan sammenfattes på følgende vis: Koncernsalget ventes nu 500 mio. kr. lavere end ved årets start. Heraf estimeres 200 mio. kr. af nedgangen af kunne relateres til Better Business projektet, hvor man bevidst har fravalgt at sælge lav-margin produkter. Konceptsalget med høje marginer vokser og udgør nu 21 % af koncernomsætningen. Det digitale salg øger sin andel af koncernsalget til nu 65 %. Produktmikset har udviklet sig positivt med stigende andel af produkter med de højeste marginer. Der er gennemført prisstigninger, primært i Norge. På omkostningssiden er der opnået forbedringer som følge af stop for nyansættelser, effektiviseringer og generelle tiltag for at reducere udgifterne.

Alt dette har medført et salg i Q1-3 på 8,4 mia. kr., et EBITA-resultat på 310 mio. kr. og et nettoresultat for perioden på 254 mio. kr. Sidstnævnte er et betydeligt løft fra 6 mio. kr. i samme periode året før. EBITA-marginen er 3,7 %, men dog 4,0 % for Kerneforretningen, og netop 4,0 % i margin er selskabets mål for 2020 i dette forretningsben. Der er opnået et positivt cash-flow på 381 mio. kr. og et resultat pr. aktie på 34,8 kr. (0,85 kr. i samme periode sidste år). Den nettorentebærende gæld andrager 726 mio. kr. eller blot 1,2 x EBITDA (1,5 x ud fra en gennemsnitsbetragtning). På dette punkt ligger man under eller par med den nedre del af målet på 1,5-3,0 x. Equity ratioen skal ligge i niveauet 35-40 og også dette mål må siges at være nået med et tal på 34,3. Arbejdskapitalen ligger på 11,9 % baseret på gennemsnittet for de seneste fire kvartaler. Payout-ratioen har som mål at være på mindst 35 % af årets nettoresultat. Vi vil derfor med stor sandsynlighed se et pænt udbytte udloddet for 2020.

Udsigter og aktieforhold for Solar

Jens Andersen har været ansat i Solar siden 1998. Har var chef for de profitable danske aktiviteter frem til 2017, hvor han blev udnævnt til CEO. Han har stået i spidsen for den transformation, som den tidligere ledelse havde igangsat. Fokus på digitalisering. Dertil kommer, at han har ført Solar "back to basis" med fokus på kerneforretningen – altså det Solar i årevis har vist sig at være bedst til.

Der er blevet skåret til og solgt fra. Satsning på ekspansion i udlandet viste sig ikke at være rentabel, og derfor blev der hurtigt lukket ned i 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.

Solar fremstår som en agil og vigtig samarbejdspartner for selskabets kunder. Efter at de største investeringer i fremtidens digitalisering er afholdt, begynder resultaterne i form af stigende lønsomhed at vise sig. Målet har været at bringe EBITA i kerneforretningen op på 4,0 %, og målet er nået år til dato. Vi ser basis for yderligere forbedring af EBITA-marginen i de kommende år.

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 for at styrke markedsandelen og opnå 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.

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, hvor et niveau for indtjeningen burde ligge i niveauet 20-25 mio. kr. Det vil dog kræve indsats af ressourcer, og måske vælger ledelsen den nemme løsning med et frasalg. Selvom Solar har afhændet aktieposten i BIMObject går vi ud fra, at der fortsat vil være et samarbejde omkring tilbud af de services, som BIMObject kan tilbyde overfor Solar's kunder.

Indtjeningen i 2020 ser robust ud. I årets første tre kvartaler er der opnået et nettooverskud på 254 mio. kr. eller 34,8 kr. pr. aktie. Vi løfter på baggrund af årets flotte udvikling vores estimat for nettoresultat til 320 mio. kr. (før 250 mio. kr.) svarende til 43 kr. pr. aktie. P/E 2020 (339/43) kan derfor estimeres til blot 7,9, og det er særdeles billigt i forhold til niveauet for danske aktier. Indre værdi er 231, så kurs/indre værdi forholdet ligger på 1,5. Udsigten for 2021 er pæn fremgang - medmindre samfundsøkonomien afsporer. Den største trussel desangående er Nul-renteforholdene, hvor en markant rentestigning vil kunne udløse alvorlig negativ udvikling alle steder i økonomien. Covid-19 pandemien burde kun få marginal betydning.

Henset til de lave multipler anses Solar som en god langsigtet placeringsmulighed for rigtige investorer, der går efter stabile forhold og ikke jagter de stadig dyrere danske og internationale virksomheder, men store visioner og dermed også efter vores vurdering høj risiko.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker: Stærk balance og god indtjeningsevne. Solar er langt fremme i digitaliseringsprocessen, hvilket kan blive et trumfkort fremadrettet. Udgifterne hertil er nemlig afholdt. Kerneforretningen er cash-cowen. Relateret Forretning (især MAG45) rummer teoretisk set stor upside. Samarbejdet med netværkspartnere giver mulighed for krydssalg. Solar's services passer godt ind i tidens megatrends, fx deleøkonomi, digitalisering, urbanisering og elektrificering, reduktion af CO₂ udledning og bæredygtighed. Forretningen er skalerbar.

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. Bæredygtige løsningers økonomiske værdi i praksis med TCO-metoden kan blive et trumfkort. Der er spændende muligheder for at udvide forretningsomfanget omkring tilknyttede, intelligente partnerfirmaer.

Trusler: Holdbarheden i den økonomiske aktivitet i Nordeuropa. Lav rente er vigtigt. Stor afhængighed af byggesektoren. Indtjeningen er på et så lavt niveau, at der ikke er ret meget elastisk at give af i tilfælde af nedgang i BNP i de lande, hvor man er aktiv. 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	11.300
EBITA	117	296	278	295	327	360	435
EBIT	-73	249	222	126	224	260	360
Resultat før skat	-122	201	223	126	237	120	380
Nettoresultat	-234	167	125	19	133	64	320
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	43
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	3,8
Egenkapitalforrentning %	N/A	9,4	7,1	1,2	8,2	4,0	19,2
Egenkapitalandel %	38	39	37	34	35	32	34

Selskabets Guidance for 2020 lyder på en omsætning på 10,75 mia. kr. i kerneforretningen og 0,55 mia. kr. i Relateret Forretning. Justeret EBITA estimeres til 435 mio. kr. Under "impairment on associates" vil der blive bogført 23 mio. kr. som gevinst på salget af aktier i BIMObject.



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling:	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
19-08-2020	317	300-375	375-425
19-05-2020	249	230-275	300-325
18-02-2020	318	275-350	350-425
11-11-2019	298	275-350	350-450

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.