

## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab

For tredje gang i år løfter Solar forventningerne til årets omsætning og EBITDA. Det sker på baggrund af indførte prisstigninger og stigende volumen. Aktien prisfastsættes til en P/E på blot 6,7.

- Solar imponerer med årets tredje opjustering efter stigende aktivitetsniveau på alle markeder og i alle segmenter.
- Der er endnu ingen tegn på afmatning i efterspørgslen fra byggesektoren. Også industrisektoren oprettholder en høj efterspørgsel efter produkter og services fra Solar.
- Den største fremgang ses i segmentet Klima & Energi, hvor salg af solceller, el-ladestandere, ventilation, energiløsninger og varmepumper imponerer og udgør 800 mio. kr. ud af en omsætning på en omsætning på 10.179 mio. kr. i årets første tre kvartaler.
- Solar følger Core+ strategien, hvor et af delmålene er, at reducere afhængigheden af salg til byggeriet via mersalg til industrikunder. Solar ønsker således at blive mindre konjunkturfølsom.
- Trods de gode resultater i 2022 har aktiekursen fulgt tendensen fra det underliggende aktiemarked og er faldet. Fra en primo kurs på 795 er aktien faldet med 204 kurspoint, hvoraf 90 kr. kan forklares med fragang af 2 x 45 kr. i udbytte. Investorerne holder sig altså tilbage fra at købe aktien, selvom denne nu handler til en P/E 2022E på blot 6,7, hvilket kun kan forklares med en indregnet frygt for, at Solar naturligvis vil blive negativt påvirket af en nedgang i byggeak-

**AKTUEL KURS: 591**

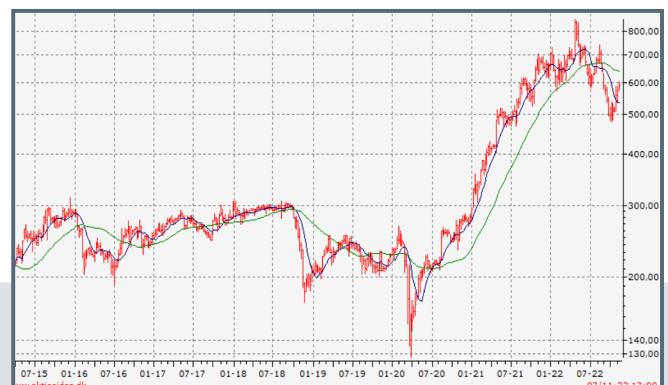
**Børs: MidCap indekset**

**Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 4.350 mio. DKK**

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

tiviteten som følge af de stigende renter. En recession i Nordeuropa vil også kunne påvirke salget til industrikunder negativt. Disse risici synes dog indregnet.

- Efter Aktieinfos vurdering er for meget frygt nu indregnet i aktiekursen, hvilket giver mulighed for et godt langsigtet køb i denne udmærkede aktie. Solar har med Core+ strategien og andre varslede tiltag lagt grundstenene til, at kunne håndtere konjunkturbetinget modgang. Langsigtet er aktien derfor en attraktiv placeringsmulighed med stor upside. Trods makroøkonomisk usikkerhed på den korte bane anses aktien for at være blevet for billig.



**Kursudvikling seneste 12 måneder:**

**Høj 912 / Lav 480,5**

### AKTIEVURDERING

**Kursudvikling 0-6 mdr.: 575-675 (før 650-750)**

**Kursudvikling 12-18 mdr.: 675-825 (før 750-900)**

**Næste regnskab: Årsregnskab 09-02-2023**

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 Q3-regnskab

**Solar løfter for tredje gang i år forventningerne. Især forretningsområdet Klima & Energi viser imponerende vækst.**

Solar har i Q3 opnået en organisk salgsvækst på hele 14,0 % (8,8 % i samme periode sidste år). En del af væksten skyldes indførsel af stigende salgspriser, men også volumen er steget. Der meldes om to-cifret procentuel salgsvækst i alle tre forretningsområder: **Installation, Industri og Trade**, der i kvartalet opnåede en andel af koncernsalget på hhv. 57,7 %, 34 % og 8,3 %. Installation er fortsat det vigtigste forretningssegment hos Solar, men der arbejdes målbevidst på at løfte andelen af salg til industrikunder. Det sker for at gøre sig mindre afhængig af udviklingen i byggesektoren.

Installation øgede salget med 13 % og forbedrede segmentindtjeningen til en margin på 13,3 % - op fra 11,0 %. Bortset fra Polen er der høj vækst i alle lande. Industri opnåede en salgsvækst på 17,6 % - endda med over 20 % vækst i Sverige og Polen. Marginen for segmentindtjeningen steg fra 16,5 % til 17,6 %. Ud fra udviklingen i Q3 forekommer det klogt af Solar at satse på Industri-kunder, hvor der opnås høje marginer. Det mindste forretningssegment er Trade, der øgede omsætningen med 9 % men havde et fald i marginen for segmentet fra 19,4 % til 13,3 %.

Energikrisen har for øget efterspørgslen efter varmepumper, energilagring, solceller, ventilation, el-ladestandere og andre energibesparende produkter, og derfor steg salget i underkategorien kaldet Klima & Energi med hele 103 % til ca. 300 mio. kr. I årets tre første kvartaler bidrog Klima & Energi med ca. 800 mio. kr. til koncernomsætningen efter en vækst på 67 %. Langsigtet vil produkter i kategorien Klima & Energi fortsat nyde høj efterspørgsel henset til den grønne omstilling, men efter Aktieinfos vurdering har Q1-3 udviklet sig ekstraordinært godt, da der har været enorm nyhedsmæssig fokus på risikoen for en energikrise hen over den forestående vinter.

Solar har løbende tilpasset sine salgspriser til det generelt stigende omkostningsniveau, herunder især energipriserne. Stigende salgspriser er dog kun en del af årsagen til det flotte salg hidtil i år, idet volumen også er steget. Volumenfremskud er vigtigt, da det viser, at de sektorer, som Solar sælger til, i hvert fald endnu ikke har oplevet fald i aktiviteterne. Installation er i høj grad rettet mod byggeriet, men selv ikke de stigende renter har altså endnu ikke ført til mærkbar nedgang i sektoren og dermed heller ikke i Installations-segmentet hos Solar. I byggesektoren er der dog en vis bremselængde, hvorfor det må forventes, at Solar næste år bliver negativt påvirket af en næsten uundgåelig nedgang i byggeriet. Men den tid – den udfordring.

Nu og her går det bedre end ventet for Solar, og det er da også den primære grund til selskabets opjustering af årets omsætning med 250 mio. kr. til 13.700 mio. kr.

På indtjeningssiden begunstiges Solar af de indførte salgssprisstigninger, men altså også af stigende volumen. Bruttomarginen er i kvartalet steget til 24,1 %, mens EBITDA er steget fra 237 mio. kr. til 301 mio. kr. med positivt bidrag fra alle markeder. Omkostningsprocenten er fastholdt på 14,6 % af omsætningen, og EBITDA er steget med 64 mio. kr. som følge af den øgede aktivitet og indførte salgspriser. EBITDA-marginen er forbedret fra 8,3 % til 9,2 %. Netto ender kvartalet med et overskud på 176 mio. kr., hvilket er en markant fremgang fra 124 mio. kr. i samme periode året før.

**SELSKABETS FORVENTNINGER  
TIL 2022 HÆVES**

Solar har for tredje gang i år løftet forventningerne.

Nu ventes en omsætning på 13,7 mia. kr. (før 13,45 mia. kr./ved årets start 12,75 mia. kr.), hvilket svarer til en organisk vækst på ca. 12 %. Projekt Better Business med en bevidst fravælgelse af salg af produkter med lave marginer trækker omsætningen 200 mio. kr. ned. Korrigeret herfor er der tale om en organisk vækst på ca. 14 %.

Guidance for EBITDA løftes til 1.170 mio. kr. (før 1.100 mio. kr./ved årets start 850 mio. kr.) svarende til en forventet EBITDA-margin på 8,5 %. 225 mio. kr. af årets EBITDA skyldes positiv engangseffekt fra indførte salgssprisstigninger.

**HIGHLIGHTS FOR Q3**

**Organisk omsætningsvækst på 14,0 %.**

**Segmentet Klima & Energi havde en vækst på hele 103 %.**

**EBITDA-marginen er steget til 9,2 %.**



## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab

Opgjort for Q1-3 er omsætningen steget med 13,3 % til 10.179 mio. kr. Klima & Energi tegner sig for ca. 800 mio. kr. af omsætningen. Bruttoresultatet er steget til 377 mio. kr. svarende til en margin på 23,3 % (op fra 22,3 %). Omkostningsprocenten er forbedret til 14,8 % af omsætningen mod 14,9 % i samme periode året før. EBITDA er steget med hele 197 mio. kr. til 849 mio. kr. svarende til en margin på 8,3 % (op fra 7,3 %). Alle markeder bidrager positivt – især Holland og Sverige. Nettoresultatet er steget til 491 mio. kr. fra 372 mio. kr. i samme periode året før. Resultaterne for Q3 og Q1-3 anser vi som meget tilfredsstillende.

Som følge af den gode udvikling løfter Solar forventningerne til årets EBITDA-resultat med 70 mio. kr. til 1.170 mio. kr. 25 mio. kr. af indtjeningsløftet henføres til engangs prisseffekt.

Det går fremragende for Solar. Det er flot at kunne præstere en organisk salgsvækst i år på 12 %. Væksten er endda reelt på ca. 14 %, idet Solar bevidst har givet afkald på et salg på ca. 200 mio. kr. henset til projekt Better Business, hvor en række produkter og services ikke længere udbydes, da indtjeningen var for lav. Det giver god mening at stoppe salget af produkter, hvor indtjeningen ikke er tilfredsstillende.

Balancen på 5.937 mio. kr. er fortsat bundsolid og præget af håndfaste aktiver, herunder bygninger. Omkring bygninger skal det nævnes, at lageret i Duiven i Holland planlægges solgt med closing forventet senest i Q1 2024. Der forventes en avance fra dette salg på 35 mio. kr., der vil blive bogført når handelen er afsluttet. Egenkapitalen er bogført til 1.764 mio. kr. svarende til en egenkapitalandel på 29,7 %. Gælden er det seneste år vokset med 800 mio. kr. til 1.205 mio. kr. svarende til 1,1 x EBITDA (op fra 0,4 x), og gearingen ligger derfor fortsat komfortabelt i forhold til det langsigtede mål på 1,5-3,0 x EBITDA. Gældsstigningen skyldes, at der er returneret 658 mio. kr. til aktionærerne i form af et ordinært udbytte på 45 kr. og et tilsvarende som ekstraordinært.

### Aktien er meget billigt prifsatsat – rummer derfor potentiale

Uagtet den flotte finansielle performance i år handler Solar aktien fortsat ca. 25 % under niveauet på kurs 795 ved årets start. Af årets fald på 204 kr. kan 90 kr. forklares med udlodningerne. Korrigeret herfor er aktiekursen netto faldet 14 %, hvilket ligger tæt på det generelle fald i det danske marked. Kursfaldet har dog skævvredet prifsatsættelsen, idet Solar jo netop i årets løb har løftet forventningerne markant, herunder løftet forventningerne til årets EBITDA fra oprindeligt 850 mio. kr. til 1.170 mio. kr. svarende til en stigning på hele 37 % på indtjeningen. I et "normalt" marked skulle aktiekursen være steget med 30-40 % på baggrund af finansiell performance. Baseret på årets estimerede indtjening kan resultat pr. aktie estimeres til 88 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2022E på blot 6,7. Den lave prifsatsættelse hænger naturligvis sammen med, at investorerne inddiskonterer et ventet fald i aktivitet og indtjening næste år, hvis byggeriet, som Aktieinfo også forventer, rammes af afmatning. I den forbindelse skal det dog nævnes, at Solar er denne risiko bevidst, og derfor arbejdes der intenst på at gøre sig mindre afhængig af byggeriet ved at øge salget til industrikunder.

Efter Aktieinfos vurdering er det uomtvisteligt, at Solar vil blive negativt påvirket på salg og indtjening næste år. Hvor slemt det bliver, afhænger af inflationen og dermed renteutviklingen, der har en direkte effekt på byggesektoren. En decideret recession med økonomisk tilbagegang i Nordeuropa vil også ramme Solar, men næppe i et omfang, der retfærdiggør den efter vores vurdering alt for lave prifsatsættelse.

Vi ser derfor et prisniveau for aktien i niveauet 600 som en oplagt mulighed for langsigtede investorers køb af aktien. Downside risk i aktiekursen er yderst begrænset fra nuværende niveau.

### Planlagte interne effektiviseringer

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 25 %, hvilket gør det muligt at frasælge et lager i byen Duiven. Ledelsen overvejer lignende tiltag i Norge og Sverige. 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 med et mål om at opnå stordriftsfordele, syngier, skalerbarhed og reducere energiforbruget.

## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab

### Strategiplanen Core+ skal løfte indtjeningen yderligere frem til 2023

Core+ planen bygger på fokusområderne: **Industri, Konceptsalg, Trade samt Klima & Energi.**

**Industri:** Med konceptet Total Cost of Ownership står Solar for hele værdikæden og gør kundernes drift enklere og mere profitabel. Det skal sikre langsigtede kundeforhold til gavn for kunderne og Solar. Industri skal i 2023 udgøre 35 % af koncernomsætningen og gøre Solar mindre afhængig byggesektoren. Udgangspunktet var en andel på 27 % i 2020, hvilket i 2021 steg til 32 % og videre til 34 % i Q3 i år. I Industri opnåede Solar i Q3 i år en profit-margin på hele 17,6 %. Indtjeningen vil blive forbedret, i takt med at de fastlagte mål nås.

**Konceptsalget** skal videreudvikles med value-tilværdede digitale tilbud, så kunderne knyttes tættere på selskabet. Målet er at konceptsalget bringes over 25 % af koncernomsætningen i 2023. 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 forretningsområder. Strategien går især ud på at indsælge energibesparende produkter og sikre årlig vækst på over 7,5 %.

I **Klima & Energi** segmentet sælges varmepumper, energilagring, el-ladestandere, solceller og ventilationsanlæg. Henset til den grønne omstilling er udsigterne gode med et nuværende mål om en vækstrate på over 5 % årligt, hvilket vi forventer bliver opjusteret henset til den gode udvikling i årets løb.

Vejen til at sikre de fastlagte mål 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 % (7,4 % i 2021 og 9,2 % i Q3 2022) 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

Solar har en mangeårig historik som en kendt og troværdig leverandør af produkter og services i høj kvalitet. Selskabet står stærkt på det digitale område, hvilket sikrer ensartethed i hele koncernen med effektiv lagerstyring og hurtig levering af varer til kunderne, der nyder godt af reduceret behov for opretholdelse af egne lagre. Fokus er på værdiskabende løsninger, så kunderne sætter kvalitet og service over pris. Solar nyder godt af den grønne omstilling, idet man udbyder produkter og services, der kan sikre nedbringelse af CO2 hos kunderne. Forretningen er skalerbar. Stærk balance og flot indtjening.

### SVAGHEDER

Solar er toptrimmet på de interne linjer med effektiv drift, salg og lagerstyring. Man har hurtigt opnået store synergier med reducerede udgifter til følge af tidligere års investeringer i digital infrastruktur. Det er derfor vanskeligt at forbedre driftsmarginerne ret meget mere ad denne vej. Solar er et konjunkturfølsomt selskab, der er afhængig af konjunkturerne i selskabets kernelande, hvorfor en økonomisk afmatning i Nordeuropa især i byggeri og industri vil ramme vækst og indtjening negativt.

### MULIGHEDER

Konceptsalget kan fortsat udvides i omfang, ligesom Klima & Energi står foran gode år, da alle har fokus på den grønne omstilling. Der er upside i aktiviteten ved at tiltrække endnu flere industrikundeopgaver med håndtering af tværnationale opgaver (Cross Border), lagerlogistik m.m. I takt med at Solars services tilfører kunder value-for-money med fx reduceret lagerbinding og samling af alle indkøb hos én grossist, kan aktivitetsomfanget blive udvidet.

### TRUSLER

Den største trussel er holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving i Nordeuropa. Markante rentestigninger er en trussel mod byggesektoren, ligesom en recession kan ramme industrikunderne negativt, og i sidste ende også Solar. Der er risiko for priskonkurrence fra lavprisudbydere.

solar

### 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 produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine samt logistikforretningen MAG45. Trade dækker B2B-salg og Solar Polaris.
- Salgsfordeling i Q3 2022 med tal for helåret 2021 vist i parentes: Installation 58 % (60 %), Industri 34 % (32 %) og Trade 8 % (8 %). Geografisk Q3: Danmark 33 %, Holland 22 %, Sverige 18 %, Norge 17 %, Polen 4 % og øvrige 6 %.
- Solar følger den i 2021 lancerede Core+ strategi med fokus på fire forretningsområder som underkategorier til installation, industri og trade: konceptsalg, klima & energi, industri og trade. Desuden blev det besluttet via Better Business at udfase en række produkter med for lave marginer, hvilket har en negativ effekt på salget i 2022 på 200 mio. kr. Til gengæld bidrager det til at trække dækningsgraden op.
- 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 ordreaflvikling hos Solar samt en hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen.
- Kerneforretningen er centreret om produktsourcing med målrettede og værdiskabende tjenester, der optimerer selskabets kunders 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 energi-besparende løsninger.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Solar har et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og Holland samt et i Norge. Koncernen beskæftigede 2.992 ansatte pr. 30-09-2022 mod 2.890 på samme tid sidste år.
- Ledelse: Jens Andersen (født 1968) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO.
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 30-09-2022: 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%. 46 % af alle aktier ejes af de ti største aktionærer. Selskabet har ca. 7.900 aktionærer, hvoraf næsten alle er navnenoterede.
- Solar har i år udloddet 45 kr. i ordinært udbytte svarende til 329 mio. kr. (payout ratio på 62 %), og pr. 17-05-2022 er der udloddet 45 kr. i ekstraordinært udbytte. Solar følger en meget aktionærvenlig politik.

### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Jens E. Andersen**  
CEO



**Hugo Dorph**  
CCO



**Michael H. Jeppesen**  
CFO



**Michael Troensegaard Andersen**  
Bestyrelsesformand

## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab



### REGNSKABSTAL (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	13.700
EBITDA	368	362	379	538	637	911	1.170
EBITA	278	295	327	360	455	727	940
EBIT	222	126	224	260	248	672	875
Resultat før skat	223	126	237	120	300	622	840
Nettoresultat	125	19	133	64	222	531	650
Balance	4.506	4.717	4.633	4.990	4.607	5.305	6.000
Nettogæld	43	483	461	921	128	-37	1.200
Egenkapital	1.683	1.591	1.638	1.592	1.696	1.952	1.775
Antal ansatte	3.032	2.901	2.941	3.039	2.935	2.908	3.000
Res. pr. aktie DKK	16,5	2,6	18,2	8,8	30	72,7	88
Udbytte i DKK	12	10	14	14	28	43	90*
Indre værdi i DKK	231	218	224	218	232	265	241
EBITDA/omsætning %	3,3	3,3	3,4	4,6	5,6	7,4	8,5
EBITA/Omsætning %	2,5	2,7	2,9	3,1	4,0	5,9	6,9
Egenkapitalforrentning %	7,1	1,2	8,2	4,0	13,5	29,1	34,9
Egenkapitalandel %	37	34	35	32	37	36,8	29,6

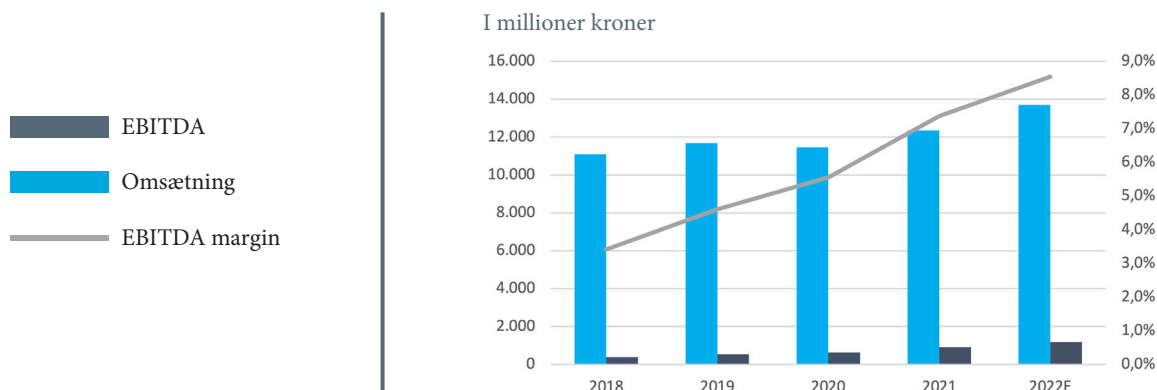
Årets udbytte er på 2 x 329 mio. kr. i form af 45 kr. i ordinært og 45 kr. i ekstraordinært udbytte.

### SENESTE ANALYSER

#### Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
18-08-2022	708	650-750	750-900
11-05-2022	720	650-750*	750-900*
22-02-2022	720	650-750*	750-900*
17-11-2021	770	750-850	850-950

Kursestimer er inkl. udbytter.





## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab

### 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.