

## Konklusion

Den indre økonomiske styrke har sikret, at koncernen er kommet godt igennem det voldsomme konjunkturafræk. Fremgangen skal på kort sigt komme fra de store interne forbedringer, dvs. højere effektivitet. 2010 bliver et år med stabilisering. Q1 har haft svag afsætning men trods alt givet et lille overskud. Næste år har mulighed for begyndende vækst i takt med at den økonomiske krise ebber ud. Fremgang kan forventes i andet halvår 2011. Egentlig vækst og bedre tider er næppe sandsynlig før i 2012.

Aktien er en Hold situation som følge af muligheden for en sekundær krise i økonomien (et mellemstort Double Dip). Langsigtet har aktien et godt udviklingspotentiale og er derfor en købsmulighed.



Aktuel Kurs: 360

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.851 mio. DKK

Antal aktier: 7,92 mio. styk (0,9 mio. A og 7,02 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q2-regnskab 19-08-2010



### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder trods de svage markedsforhold i Q1 udmeldingen for året som helhed med en omsætning i intervallet 1.360-1.400 mio. € og et EBITA resultatbidrag på 46-53 mio. €. Målsætningen er fortsat at reducere pengebindingen i driftskapital fra 15 til 14 % af omsætningen. Overgangen til SAP løsningen Solar 8000 - med det norske selskab som det første - er udsat i tre måneder.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

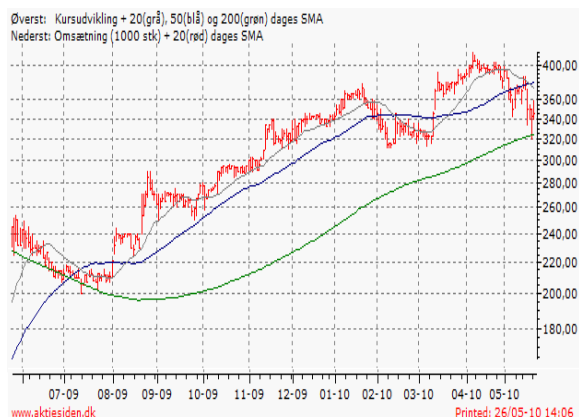
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 300 - 400

Kursudvikling 12-18 mdr.: 350 - 450

Tidligere anbefaling (20-04-2010) Kort/Lang: Hold/Køb

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	415,5
Lav	200



### Muligheder

Styrken på indkøbssiden sammen med god dækning i de enkelte lande giver høj konkurrenceevne. En solid markedsandel sammen med teknisk kompetence er grundlaget for vækst. Selskabet er velkonsolideret og kan klare både modgang og ekspansion via opkøb. Indsatsen inden for avancerede energibesparende produkter og intelligent IT-styring af varmeanlæg mv. har stort potentiale salgsmæssigt inden for eksisterende bygninger.

### Risici

Afsætningsforholdene er vigtigst angående risici. Det gælder således mht. de store udsving i byggeriets efterspørgsel. Kundernes pres for at opnå lavere priser skal hele tiden håndteres. Brugervenlige IT-systemer er vigtige som arbejdsredskab. Evnen til at opbygge tætte samarbejdsrelationer med kunderne kan svigte og andre leverandører derved vinde markedsandel. Tiløb af virksomheder indebærer risiko for tab af betalt goodwill. Evnen til at håndtere tiløb og integration har dog hidtil været god.

## Facts om Solar

Virkefelt: Koncernen er grossist inden for el-artikler, VVS, og lignende tekniske komponenter med i alt 55.000 varenumre på lager alene i Danmark. Kunderne udgøres af håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Varesortimentet er meget stort og serviceringen sker både via filialer og centrallagre. Det stiller i hvert land krav til en vis størrelse økonomisk, hvorfor virksomheden i Finland er blevet solgt. Afhængigheden af byggeri og investeringer er væsentlig for efterspørgslens udvikling.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Holland 26, Danmark 25, Sverige 18, Norge 15, Tyskland 10, Polen 2, Aurora Group 4.

Ledelse: Flemming H. Tomdrup (født 1952) er adm. direktør; Jens Borum (født 1953) er formand.

Medarbejdere: 2.973.

Ejerforhold: Fonden af 20. December, Kolding, 15,6 % (57,5 % af stemmerne), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 % af stemmerne), ATP 8,5 % (4,2 % af stemmerne). Selskabet har noteret 83 % af kapitalen på navn fordelt på 4.299 aktionærer (ultimo 2009). Udenlandske investorer udgør 10,4 %. Egne aktier ejes svarende til 0,9 % af aktiekapitalen.

## Beskrivelse

Solar har via opkøb udvidet sin stærke position i Danmark til at omfatte de omkringliggende lande. Virkefeltet er desuden blevet udvidet fra el-artikler til et bredere sortiment inden for tekniske komponenter relateret til VVS og energi. Sidstnævnte repræsenterer en brancheglidning. Koncernens ambition er udtrykt i mottoet: "#1 in Technical Wholesale".

Væksten inden for IT-udstyr medfører behov for tekniske installationer, herunder kabler. Produkter til sikkerhed og overvågning repræsenterer ligeledes et nyt vækstområde i nær tilknytning til de mere traditionelle leverancer af installationsmateriel. Serviceniveauet over for kunderne i form af leveringsevne og -tid er vigtig for afsætningen.

Styringen er krævende, og en stor omlægning til en SAP-baseret løsning er under udrulning med start i Norge i Q3 i år. Indsatsen vil i første omgang belaste indtjeningen, idet der så efterfølgende er udsigt til afkast ved at benytte dette kendte IT-system som platform. Den samlede investering forventes at udgøre 40 mio. € med 3 år til gennemførelsen, dvs. ca. 100.000 kr. pr. arbejdsplads i koncernen. SAP-systemet kan dog indledningsvis komme til at påvirke det ambitiøse projekt om at reducere pengebindingen i driftskapitalen. Foreløbig udvikler resultaterne sig godt, men det kan blive påvirket af den forestående gennemgribende forandring af regnskabssystemet og forsinke gennemførelsen. En række andre interne forandlingsprojekter er samtidig i gang. Det omfatter eksempelvis Lean baseret ledelse og flere tiltag for at forbedre personalets kompetence og dynamik.

Som følge af Finanskrisens drastiske gennemslag alle steder i samfundet - og på byggeriet i særdeleshed - skal disse interne moderniseringsbestrebelse foregå samtidig med gennemførelsen af de store nedskæringer og besparelser. Personalet er således nedbragt fra 3.402 ultimo 2008 til 2.973 personer i Q1. Åbning af nye filialer og overtagelse af konkurrenter er ligeledes standset op.

Opstramningen har ført til beslutning om at opgive det finske marked pga. for lille størrelse og udsigt til lang tid før kritisk masse ville blive opnået. Størrelsen af virksomheden i Polen er også beskeden, men her ønsker man at fastholde et brohoved. Det peger i retning af ønske om ekspansion, når gode muligheder måtte åbne sig. Aktiviteten i Aurora Group, der forhandler tilbehør til forbrugerelektronik, er blevet koncentreret som en anden forandring. Grebet om forretningen i Solar har heldigvis været godt, og den indre styrke har gjort det muligt at fremvise overskud sidste år trods den voldsomme økonomiske krise i alle lande på samme tid.

## Fremtidsudsigter

Indeværende år præges af usikre ydre vilkår og langsom genvinding af en positiv udvikling i salg og indtjening. Kapaciteten er tilpasset et lavere aktivitetsniveau. Der er fortsat fokusering på pengestrømmen med ønske om en yderligere reduktion af driftskapitalen, ligesom investeringerne er beskedne. Det gælder dog ikke IT, hvor halvdelen af den forventede udgift til SAP-systemet nu er afholdt. Ledelsen gennemfører samtidig en bred opgradering af kompetence og ledelsesværktøjer (Lean). Solar har i år opnået DI's produktivetspris for netop brug af Lean-metoder. Markedsmæssigt satses der fremadrettet specielt på energi-besparende tekniske løsninger, hvor Solar Explorium er bygget som videncentre. Selskabet har netop modtaget prisen "Distribution Partner of the Year" af Cisco, og i den forbindelse ser det amerikanske selskab mulighed for et tættere fremtidigt samarbejde omkring energi-besparende tiltag.

Målene for planperioden 2010-12 er at forbedre overskudsgraden til 4-5 % og opnå en vækst i samme takt som økonomiens udvikling, der desværre tegner til en langsom forbedring. Afkastet af den investerede kapital (ROIC) skal forøges relativt mere, idet kapaciteten er mere end rigelig stor og driftskapitalen søges reduceret. Højere indtjening ved en reduceret kapitalindsats vil give højere rentabilitet.

Udviklingen i markedsforholdene vil naturligvis bestemme det faktiske forløb. Det kan medføre forandringer og forskydninger. I Q1 har efterspørgslen været lav. Håbet er, at 2010 bliver et år med stabilisering og let fremgang efter nedturen i 2008-09. Hovedopgaven for de næste par år er udrolningen af SAP platformen, da det vil påvirke hele organisationen. Ønsket er hurtigt at kunne fremkomme med nyskabende tilbud til kunderne på dette grundlag.

Afkastet af indsatsen med at forbedre præstationsevnen skal komme i de følgende år, hvor ramme-målene angives for perioden 2013-15. Ambitionen er, at der skal opnås en høj vækst svarende til 1,5-2,5 gange væksten i økonomien generelt (BNP). Overskudsgraden har 5,5-6,5 % som mål, og driftskapitalen skal presses yderligere ned til kun at udgøre 12-13 % af omsætningen. Baseret på 2009-tal vil det frigive et beløb på 30-45 mio. €. Den investerede kapital (Q1) udgør 383 mio. €, og reduktionen vil dermed kunne blive ca. 10 %. Bedre resultatmæssig performance vil give større sikkerhed og mulighed for vækst ved opkøb.

Overtagelse af andre grossister er en normal del af udviklingen, men det indgår ikke i de ovenstående mål. Den forsigtige politik omkring lånefinansiering må antages at blive opretholdt.

Styrken til ekspansive akquisitioner er ellers til stede med et kapitalberedskab på 50 mio. € og en låneramme på 179 mio. €. Interessante købsmuligheder dukker dog kun op med store mellemrum. De dårlige tider har reduceret prisniveauet (goodwill betalingen) markant som en fordel for ledende selskaber som Solar. Sandsynligvis vil Solar for at undgå høj risiko foretrække køb af mellemstore firmaer med begrænset indflydelse på helheden. Mulighederne i Danmark er begrænsede og Norge har samme forhold, mens ideen i udvidelser i Sverige og Tyskland er relevant. Østeuropa med Polen som første brohoved er nok mest interessant ved at tilføje nye lande med langsigtet vækstpotentiale, en anderledes struktur end i de eksisterende modne markeder i Nordvesteuropa og endelig findes der nu en situation, hvor opkøb er muligt til rimelige priser.

Konjunkturudviklingen er vigtig for omsætningens udvikling, idet byggeri og investeringer giver store udslag i forhold til det stabile normalniveau. Vi forventer imidlertid en lang periode med minimal aktivitet i byggeriet som følge af puklen af overudbud inden for fast ejendom af alle typer. Et bevis herfor er manglende positiv effekt af ekstrem lav rente og incitamenter til igangsættelse af investeringer. Stigende rente vil sandsynligvis indtræde allerede i indeværende år og således tage styrken ud af et opsving. Hjælpepolitikens konsekvens er en mere langtrukket krise. Tidsfaktoren vil dog gradvis reducere problemernes omfang, og der er begrundet håb om normal økonomisk vækst (2-3 %) i Europa fra medio 2011. Samlet tegner økonomien desværre mat et år frem.

### Aktien som investering

Kursudviklingen har i de seneste 10 år været præget af en medcyklisk tendens, dvs. aktien udvikler sig hurtigere i samme retning som markedet. Det kraftige Rebound på børserne fra primo marts sidste år har for Solars vedkommende ført til et gevaldigt kursløft fra en ekstrem bund nede ved 140 til en topnotering ved 415. C20-indekset har tilsvarende bevæget sig fra den ultimative bund ved 215 til 415. I 2009 gennemførtes en aktietegning og salg af egne aktier, men børsmarkedet har formået at absorbere dette udbud uden problemer. I de seneste måneder har ATP reduceret sin aktiepost fra 9,3 % til 8,5 %, hvilket kan have medvirket til at give et Setback til pt. 360.

Virksomheden er veldrevet men stilfærdig uden tiltrækningskraft omkring produkter eller andre spændende forhold, dvs. en stringent "slider" i sit virkefelt. Ekspansive skridt med køb af andre firmaer kan give interesse, men vi forventer som nævnt flere små skridt frem for en enkelt stor, spektakulær satsning. Opdelingen i A/B aktier beskytter mod Take Over bud, og aktien indeholder derfor ingen gevinstchance desangående.

Indtjeningsevnen i både 2010 og 2011 må forventes at blive relativt lav set i forhold til tidligere års præstation. Vi forventer således en forrentning af egenkapitalen på hhv. 10 og 12 %. I de følgende år er der udsigt til et løft som følge af forbedrede konjunkturforhold og afkast af de interne forbedringsprojekter inkl. SAP. Perspektivet i det langsigtede mål om et ROIC-afkast på 16-18 % kan udlægges som et niveau for egenkapitalforrentningen på mindst 20 %. En fordobling af indtjeningen i forhold til indeværende år er altså målet.

Aktien handles til P/E(10E) på 13,8 (360/26). Kurs/Indre værdi forholdet er 1,5 (360/244).

Vores vurdering er, at aktien efter den hurtige optur er ved at skifte til en fase med konsolidering, mens der ventes på en afklaring af risikoen for et generelt Setback på børserne (Double Dip).

**Regnskabstal**

mio. €	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Omsætning	1.075	1.367	1.500	1.431	1.375	1.450
EBITA	62	77	65	36	50	62
EBIT	61	71	58	22	43	55
Resultat før skat	62	66	45	17	40	52
Nettoresultat	44	47	31	10	28	36
Balance	465	543	604	620	600	640
Nettogæld	126	147	229	103	70	50
Immaterielle aktiver	23	50	46	54	60	60
Egenkapital	196	229	205	259	283	309
Antal ansatte	2.281	2.658	3.010	3.175	2.950	3.000
Res. pr. aktie DKK	46	51	34	11	26	34
Udbytte i DKK	17	19	15	4,25	10	12
Indre værdi i DKK	210	245	227	245	266	290
EBITA/Omsætning %	5,7	5,7	4,3	2,5	3,6	4,3
Egenkapitalforrentning %	22,4	22,3	14,3	4,4	10,3	12,1
Egenkapitalandel %	42	42	34	42	47	48

**Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Solar A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Solar A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, 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.

