

Konklusion

Aktien er i år faldet betydeligt i kurs som følge af en utilfredsstillende indtjening. Som konjunkturfølsom aktie er Solar blevet negativt påvirket af den svage økonomiske vækst i Nordvesteuropa, som er det primære afsætningsområde. Aktien handler med en betydelig risikopræmie, idet forholdet mellem Kurs og Indre værdi er nede på 0,85. Solar er i en forandringsproces med betydelige udgifter til restruktureringer og indførelsen af det fælles IT-system, Solar 8000. Implementeringen af Solar 8000 er sket i Norge, hvor det dog har vist sig mere vanskeligt end først antaget. Når Solar 8000 er fuldt udrullet i koncernen i midten af 2013 bortfalder disse væsentlige udgifter. Der er derfor grund til at forvente et betydeligt løft i indtjeningen fra 2013. Væksten sker dels organisk, men også ved løbende opkøb. I 2012 forventer vi en pause i opkøbene. Integrationen af de tilkøbte aktiviteter forløber planmæssigt, og det nyeste køb af fire el-grossistvirksomheder i Tyskland, Holland, Østrig og Belgien forventes at bidrage positivt til indtjeningen i 2012 i form af synergi-besparelser. Desuden åbnes med købet for tilstedeværelsen på to helt nye markeder i Østrig og Belgien. Med en kurs på 224 synes det kun at være et spørgsmål om, hvor længe man tør vente med at købe aktien, som vi giver en købsanbefaling på såvel kort som langt sigt.



Aktuel Kurs: 224

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 1.774 mio. DKK

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

Næste regnskab: Årsregnskab 15-03-2012



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen for 2011 inkl. de seneste tilkøb fastholdes med en omsætning på 1.519-1.559 mio. € og et EBITA på 37-45 mio. €. Hvis den vigende efterspørgsel fra Q2 og Q3 fortsætter i Q4 bliver resultat og omsætning i den nedre del af intervallerne. Solar Light og produkter relateret til vedvarende energi ventes at bidrage positivt til væksten, mens salg til nybyggeri og industrien forventes at stagnere.



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

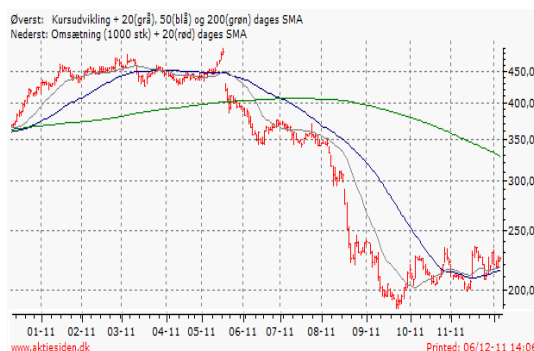
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 240 – 265

Kursudvikling 12-18 mdr.: 300 - 350

Tidligere anbefaling (25-08-11) Kort/Lang: Køb/Køb v. 233

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	483
Lav	190

Muligheder

Når Solar 8000 er fuldt udrullet vil man stå stærkt i håndteringen af kundeopgaver med færre fejl og en endnu bedre sikring af leverancer til tiden. Styrken på indkøbssiden og bred dækning i de enkelte lande giver god konkurrenceevne. En solid markedsandel og teknisk know-how er grundlaget for vækst. Ledelsen har besluttet en pause mht. opkøb, men de svage konjunkturer åbner for nye, gode opkøb på sigt. Indsatsen inden for energibesparende produkter og intelligent IT-styring af varme anlæg mv. giver et stort potentiale i salget. Styrken i organisationen øges ved et flerstrengt program, der har til hensigt at forbedre konkurrenceevnen og indtjeningen.

Risici

Afmatning i industri og byggeri kan føre til lavere salg, såfremt den nye konjunkturkrise får varig karakter. Den geografiske spredning har i den forbindelse begrænset betydning, da landene udvikler sig parallelt. Prispress skal hele tiden håndteres ved at sikre kvalitet og levering til tiden. Den praktiske implementering af Solar 8000 i Norge viser behov for stram styring. Generelt indebærer tilkøb af virksomheder risiko for tab af betalt goodwill, ligesom der altid er risiko for fragang af store kunder.

Facts om Solar

Solar er en af Nordeuropas førende tekniske grossister inden for el-artikler, vvs, ventilation og hertil relaterede tekniske komponenter med i alt 55.000 varenumre på lager alene i Danmark. For at sikre en høj standard samarbejdes der med betydende mærkevareleverandører, mens kundesiden udgøres af håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Varesortimentet er meget stort og serviceringen sker både via filialer og centrallagre i de enkelte lande med lokale datterselskaber. Det stiller i hvert land krav til en vis størrelse økonomisk. Afhængigheden af byggeri og investeringer er væsentlig for efterspørgslens udvikling. Det nye fælles IT-system, Solar 8000, er sat i fuld drift i Norge. Udrulning i Holland, Danmark og Sverige ventes i løbet af 2012, mens Tyskland overgår til Solar 8000 i første halvår 2013. Samlet pris for Solar 8000 forventes at andrage 55 mio. €. Aurora Group, der driver forretning i Danmark, Sverige, Norge og Finland, er en af Nordens førende distributører af tilbehør til audio/video, computere, mobiltelefoner og hvidevarer.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Danmark 25, Holland 21, Sverige 21, Norge 17, Tyskland 9, Polen 3, Aurora Group 4 %.

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

Medarbejdere: 3.088.

Ejerforhold: Fonden af 20. December, Kolding, 15,6 % (57,5 % af stemmerne), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 % af stemmerne), ATP 6,2 % (3,0 % af stemmerne). Selskabet har noteret 88 % af kapitalen på navn. Antallet af aktionærer var 4.251 (ultimo 2010). Udenlandske investorer udgør ultimo Q3 14,5 %. Egne aktier ejes svarende til 0,8 % af aktiekapitalen.

Beskrivelse

Solar fortsætter med at styrke selskabets fremtidige vækstpotentiale og at sikre en optimal lagerstyring og levering til kunderne. Det er sket ved opkøb af Otra Danmark A/S, Agat-System i Polen og fire el-grossistvirksomheder i Holland, Tyskland, Østrig og Belgien. Købet af de fire el-grossistvirksomheder er faldet på plads i Q3. Det åbner for tilstedeværelse på to helt nye markeder i Østrig og Belgien. Aurora-aktiviteterne er desuden blevet udvidet i Sverige.

Solar har en målsætning om at vokse ved akquisitioner, og med en uudnyttet kreditfacilitet på 134,5 mio. € er pengene på plads. På kort sigt har risikoen for ny økonomisk afmatning dog ført til, at Solar for nærværende er tilbageholdende med yderligere akquisitioner.

En fem-års plan "#1 in Technical Wholesale" blev i 2010 lanceret for perioden 2010-2015. Et af de vigtigste punkter i planen er effektivisering og ensartethed i koncernen via indførelsen af et fælles IT-system, Solar 8000, i alle de lande, hvor koncernen er til stede. Udgiften hertil er betydelig med et budget på nu 55 mio. € over de tre år implementeringen varer. Solar 8000 har været oppe at køre siden september 2010 i Norge. Processen har vist sig vanskeligere end forventet og har krævet ansættelse af vikarer med øget udgift til følge for at opretholde leveringsevnen. Norge har derfor været underskudsgivende siden implementeringen, hvor diverse "børnesygdomme" har kostet ressourcer. Det er positivt, at processen nu er så fremskreden, at Norge i Q3 igen kunne udvise overskud. At Norge er brugt som pilotprojekt for denne store, vanskelige opgave er et klogt træk. Det var straks meget værre, hvis der var opstået lignende problemer i forbindelse med indkøringen i den væsentligt større aktivitet i Danmark.

Solar er en konjunkturfølsom virksomhed, selv om salg til vedligeholdelse og løbende service indebærer en stabil faktor. Man påvirkes dog af det urolige økonomiske klima i Europa, der har betydet en lavere vækst end oprindeligt antaget i landene. I Danmark ses lav aktivitet hos installatørkunderne, mens der fortsat er gang i det offentlige byggeri. Politiske beslutninger såsom skattefradrag til private for renovering af helårshuse, og en grøn tilskudspulje foreslået af den nye regering er positivt for Solar. I Sverige er aktiviteten hos installatørkunderne ligeledes lav og konkurrencen hård. Norge derimod har stigende aktivitet, hvilket sikrede en organisk vækst på 11 % i Q3. Solar Light er etableret og de første ordrer er i hus. Holland og Tyskland oplever også et svagt aktivitetsniveau, idet industrikunderne i Tyskland dog udviser stigende efterspørgsel. Her er et tiltag indenfor e-business med Solar Gateway og mobile applikationer blevet modtaget positivt. I Polen udvikler aktiviteterne sig godt, men her er der risiko for en opbremsning fra midten af 2012, idet aktivitetsniveauet har været højt frem mod afholdelsen af europamesterskaberne i fodbold i sommeren 2012. Polen forekommer på sigt at være et land, hvor væksten vil ligge over "normalen". Derfor satses på organisk vækst og opkøb her. Aurora har oplevet et svagt marked for forbrugerelektronik, men tilkøbte aktiviteter har alligevel sikret en fremgang.

Medarbejderne inddrages i den daglige drift i form af LEAN-baseret ledelsesmæssig tankegang. Det giver medindflydelse og sikrer klare mål for kvaliteten i ordreprocessen, hvorved eventuelle fejl hurtigt opdages og rettes. Solar satses målrettet på at forbedre og effektivisere, hvilket Value Realisation programmet vidner om. Her arbejdes der konstant på at optimere den interne struktur i kunde-, leverandør- og logistikprocessen. En stram og ensrettet styring er nødvendig, når der er tale om drift af lagerfaciliteter med mange tusinde varenumre. Fejl skal undgås.

Fremtiden

Solar befinder sig i en overgangsfase, hvor en række forandringer og Solar 8000 belaster indtjeningen. Desuden har flere opkøb skullet inkorporeres i koncernen. Imidlertid er der tale om investeringer i fremtiden, som på sigt vil kunne øge indtjeningen betydeligt. Alene udsigten til at udgifter til Solar 8000 fra midten af 2013 bortfalder, vil øge indtjeningen. Planen er at udrulle Solar 8000 i Holland, Danmark og Sverige i 2012 efterfulgt af en udrulning i Tyskland i første halvår 2013. Solar klarer sig godt trods en hård økonomisk fase med lav vækst. Selve resultatet for årets første 9 måneder følger planerne men er isoleret betragtet ikke tilfredsstillende.

For perioden 2013-2015 ser ledelsen så mange usikkerhedselementer, at man ikke ønsker at guide omkring vækst, EBITA-margin og afkastet af den investerede kapital. Målene for egenkapitalandelen, arbejdskapitalen, gearing og udbyttebetalingen fastholdes imidlertid. Her lyder målsætningen på en egenkapitalandel på 35-40 %, et fald i nettoarbejdskapitalen til 12-13 %, en gearing på 1,5-2,5 gange og en udbytteudlodningsandel på 35-45 %. Der er fortsat et stykke vej med hensyn til nedbringelse af arbejdskapitalen, der ved udgangen af Q3 lå på 14,7 %. Her er målet inden årets udgang at bringe tallet ned på 13 % af omsætningen.

Solar har over de seneste år udviklet koncernen til også at omfatte produkter indenfor energibesparelser. Dermed har man satset rigtigt, idet der er et stigende behov for at spare på energiforbruget og nedsætte CO₂ udslippet. Politisk er der opbakning omkring denne tankegang. Solar Light er et eksempel på en vellykket fremadrettet satsning, der med udsigt til politiske initiativer kan overraske positivt i de kommende år.

Med satsning på "grønne produkter", restruktureringer og indførslen af Solar 8000 fremtidssikrer Solar sig. For nærværende giver det ikke nogen mening at udregne PE-tal, idet indtjeningen som følge af afmatningen og de fremadrettede investeringer ligger på et for lavt niveau. Investorerne synes dog at se lidt for pessimistisk på Solar, idet mulighederne fremad for at forbedre indtjeningen tillægges for lidt værdi. Eksempelvis handler aktien under Indre værdi, og det synes mærkværdigt henset til det store fremadrettede potentiale i aktien.

På kort sigt er der dog risiko for, at den økonomiske afmatning bider sig fast, og at der kan gå flere år før væksten i Nordvesteuropa, som er Solars primære satsningsområde, igen vinder momentum.

Solar er i besiddelse af stor økonomisk styrke og har dermed grundlag for at kunne overtage andre selskaber i branchen. En fase med dårlige tider vil kunne bringe prisen ned på nye opkøbsemner. Behovet for stordrift indebærer et incitament til koncentration på færre distributionsvirksomheder. Overtagelsen af Otra, Danmark, havde eksempelvis dette præg. For Solar gælder det om at supplere i lande med en stærk markedsposition og at udvide størrelsen væsentligt på markeder med lav andel. Stillingen i Tyskland vil have fordel af et markant større volumen. Start i nye lande er også interessant. Her er Østeuropa en mulighed, som sandsynligvis vil blive udnyttet. Dels er behovet stort for moderne boliger og udstyr generelt, og dels er konjunkturforløbet anderledes baseret. Ekspansion ved opkøb afhænger dog af fremkomst af gode tilbud. Solar har hidtil udvist godt købmandskab ved ikke at være for aggressiv, og således undgået belastning fra urimeligt høje goodwillbeløb ved opkøb.

Ledelsens forventninger til 2012 afspejler den nuværende usikre situation. For 2012 er estimeret en omsætning i intervallet 1.660-1.720 mio. € svarende til en negativ organisk vækst på mellem 1 % og en positiv organisk vækst på 3 % ved en sammenligning med den midterste prognose for 2011. EBITA forventes at stige til 44-55 mio. €, idet der heri er indregnet forventede omkostninger på 8 mio. € til implementering af Solar 800 og 0,7 mio. € til restruktureringsomkostninger. Købet af de fire el-grossistvirksomheder forventes at give indkøbssynergier og bidrage positivt med 3-4 mio. €. Prognosen for 2012 bygger på relativt beskedne forventninger til den underliggende økonomiske udvikling i Europa. I Danmark ventes en beskedne vækst, mens Sverige ses vokse bl.a. som følge af god succes med Solar Light. Norsk økonomi nyder godt af den høje oliepris og her ventes et fortsat højt aktivitetsniveau. Ledelsen har moderate forventninger til væksten i Holland og Belgien. Tyskland er Europas vigtigste økonomi men er fortsat et lille marked for selskabet. Solar ser mulighed for en beskedne vækst i 2012 her. Derimod er der på kort sigt risiko for en opbremsning i Polen, som i de senere år har haft stor byggeaktivitet som følge af afholdelsen af europamesterskaberne i fodbold i 2012. Aurora-aktiviteterne forventes at udvise en svag positiv vækst. Det er Aktieinfos vurdering, at ledelsen i Solar har opstillet et så tilpas konservativt mål for 2012, at prognosen er opnåelig.

Aktien som investering

Solar er et veldrevet firma, der er etableret i 1919 og siden 1953 har været noteret på Børsen i København. Med salg af el-, vs- og ventilationsprodukter er selskabet konjunkturfølsomt og afhængig af udviklingen i byggesektoren i Nordvesteuropa. Den nuværende konjunkturfatning påvirker derfor aktiens kurs.

Man har løbende udvidet salgskonceptet til også at omfatte energirigtige løsninger, herunder belysningsløsninger i forbindelse med konceptet Solar Light. Dermed er man gået med på den "grønne" bølge, hvor afsætningen i høj grad påvirkes af energjudgifterne. Olieprisen er for tiden ekstremt høj, hvilket fra politisk side har øget fokus på energibesparelser. I krisetider med lav aktivitet indenfor

nybyggeri drejer fokus sig derfor for tiden i retning mod tiltag, der kan spare husholdningerne og virksomhederne for udgifter til energi. Hertil kommer, at der fra politisk side gives tilskud til disse forbedringer. Solar står på flere ben, hvor man populært kan sige, at man taber på gyngerne men vinder på karrusellerne. Med udsigt til det fælles IT-system, Solar 8000, fuldt udrullet i midten af 2013 i hele koncernen, er der dels udsigt til bortfald af udgifter til implementeringen, lavere logistikudgifter og forøget slagkraft på salgssiden. Desuden bør Solar 8000 kunne sikre Solar en endnu mere sikker leveringsproces, hvorved der formentlig også kan opnås besparelser i kapitalbindingen i varelagre.

2012 bliver endnu et overgangsårs præget af svag vækst men sandsynligvis et løft i indtjeningen. Samtidig er der tale om et selskab med moden karakter og solid økonomi, dvs. en lav risikoprofil. For nærværende handler aktien under Indre Værdi, idet K/I forholdet er 0,85. Da værdierne i Solar består af fast ejendom, maskiner og andre målbare aktiver, er risikoen ved køb af aktien lille, idet man kan købe sig ind til under Indre Værdi. Med den nuværende lave kurs er der desuden udsigt til et pænt højt direkte afkast i form af udbyttet.

Egenkapitalen bliver i år formentlig kun forrentet med ca. 5 %. På længere sigt må niveauet formodes at blive 15-20 %. Aktiens potentiale ligger i dette perspektiv.

Regnskabstal

mio. €	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Omsætning	1.075	1.367	1.500	1.431	1.402	1.550
EBITA	62	77	65	36	49	40
EBIT	61	71	58	22	42	28
Resultat før skat	62	66	45	17	35	22
Nettoresultat	44	47	31	10	25	15
Balance	465	543	604	620	684	700
Nettogæld	126	147	229	103	99	100
Immaterielle aktiver	23	50	46	54	69	60
Egenkapital	196	229	205	259	285	290
Antal ansatte	2.281	2.658	3.010	3.175	2.955	2.980
Res. pr. aktie DKK	46	51	34	11	23	14
Udbytte i DKK	17	19	15	4,25	10	5
Indre værdi i DKK	210	245	227	245	270	273
EBITA/Omsætning %	5,7	5,7	4,3	2,5	3,5	2,6
Egenkapitalforrentning %	22,4	22,3	14,3	4,4	9,1	5,2
Egenkapitalandel %	42	42	34	42	42	41

NB: De fire køb er indregnet fra og med Q4 2011. Disse selskaber har på 12-måneders basis en omsætning på ca. 200 mio. € og omfatter 534 medarbejdere.

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.

