

Konklusion

Stor indre økonomisk styrke har sikret koncernen igennem det voldsomme konjunkturafræk med krisetider. Fremgangen skal på kort sigt komme de fra store interne forbedringer. En moderat stigning i aktiviteten synes mulig allerede næste år, men 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.



Aktuel Kurs: 394

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 3.120 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1-regnskab 20-05-2010



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Den økonomiske krise tegner til at indebære et svagt fald i omsætningen selv om der forventes positiv organisk vækst sidst på året. Estimatet lyder på en omsætning i intervallet 1.360-1.400 mio. €. Til gengæld vil de allerede gennemførte nedskæringer og programmer for effektivisering slå igennem på overskudsgraden. EBITA forventes at blive 46-53 mio. €. Kapitalbindingen i driften søges yderligere nedbragt fra at udgøre 15 til 14 % af omsætningen. Tab på debitorer er en særlig risikofaktor.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

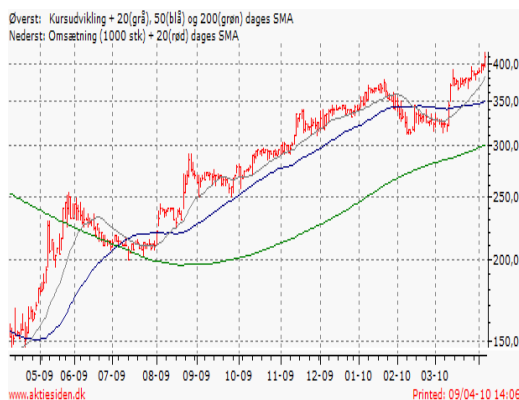
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 325 - 425

Kursudvikling 12-18 mdr.: 350 - 450

Tidligere anbefaling: Ingen

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	415,5
Lav	146



Muligheder

Styrken på indkøbssiden sammen med god dækning i de enkelte lande giver høj konkurrenceevne. En solid markedsandel sammen med teknisk kompetence giver grundlag 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 varme anlæg 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 tættere samarbejdsrelationer med kunderne kan svigte, og andre leverandører derved vinde markedsandel. Tilkøb af andre virksomheder indebærer risiko for tab af betalt goodwill mv., og med udsigt til flere opkøb fremover vil der vedblivende være risiko for skuffelser omkring virksomhedskøb. Evnen til at håndtere tilkøb 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. Serviceringen sker både via filialer og centralaggre. 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: 3.018.

Ejerforhold: Fonden af 20. December, Kolding, 15,6 % (57,5 % af stemmerne), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 % af stemmerne), ATP 9,3 % (4,6 % 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 fra Danmark til at omfatte de omkringliggende lande. Samtidig er virkefeltet blevet udvidet fra el-artikler til et bredere sortiment inden for tekniske komponenter relateret til VVS og energi. Sidstnævnte repræsenterer en brancheglidning.

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 år. Ressourceindsatsen vil belaste indtjeningen i første omgang, idet der så efterfølgende er udsigt til afkast ved at benytte dette kendte IT-system som platform. Den samlede investering heri 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 gennemgribende forandring af regnskabssystemet og forsinke gennemførelsen. En hel række interne forandringsprojekter er i gang på samme tid. 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 3.018 personer sidste år. Åbning af nye filialer og overtagelse af konkurrenter er ligeledes standset op.

Derimod har opstramningen 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 i Polen af virksomheden er ligeledes beskeden, men her ønsker man at fastholde et brohoved, hvilket peger i retning af 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 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 holdes på vågeblus. Der satses dog på udrulningen af SAP-systemet og interne tiltag med opgradering af kompetence og ledelsesværktøjer (Lean). Markedsmæssigt satses der fremadrettet specielt på energi-besparende tekniske løsninger, hvor Solar Explorium er bygget som videncentre.

Målene i planperioden 2010-12 er at forbedre overskudsgraden til 4-5 % og en vækst i samme takt som økonomiens udvikling, der desværre tegner til en langsom forbedring. Afkastet af den investerede kapital (ROIC) skal forbedres relativt mere, idet kapaciteten er mere end rigelig og driftskapitalen søges reduceret. Effektivitet og rentabilitet vil dermed blive forbedret.

Udviklingen i markedsforholdene vil naturligvis bestemme det faktiske forløb, og det kan medføre forandringer og forskydninger. Set fra dagens situation er perspektivet, at 2010 bliver et år med stabilisering efter nedturen i 2008-09. Intern oprustning med udrulning af SAP og nye IT-baserede tilbud til kunderne er hovedopgaven i 2011-12. Samtidig skal afsætningsmulighederne udnyttes efterhånden som efterspørgslen atter kommer i gang.

Afkastet af indsatsen med at forbedre præstationsevnen skal så komme i de følgende år, hvor ramme-målene angives for perioden 2013-15. Ambitionen er, at der her skal opnås 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 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 er på 383 mio. €, og reduktionen vil dermed kunne blive ca. 10 %.

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

Styrken til ekspansive akquisitioner er til stede men begrænses af hensynet til lav risiko. Købsmuligheder dukker kun op med store mellemrum, men de dårlige tider har reduceret prisniveauet (goodwill betalingen) markant. Sandsynligvis vil Solar foretrække køb af mellemstore firmaer med begrænset indflydelse på helheden. Mulighederne i Danmark er begrænsede og Norge har samme forhold, mens udvidelser i Sverige og Tyskland er relevante. Østeuropa med Polen som første brohoved er nok mest interessant ved at tilføre nye lande med langsiget vækstpotentiale, en anderledes struktur end i de eksisterende modne markeder og endelig findes der nu en depressiv situation, hvor opkøb muliggøres til rimelig pris.

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 den manglende positive effekt af ekstrem lav rente og i nogle lande incitamentet 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 langtrukken krise. Tidsfaktoren vil dog gradvis reducere problemernes omfang, og der er således håb om normal økonomisk vækst (2-3 %) i Europa fra medio 2011. Samlet tegner økonomien således mat et år frem.

Aktien som investering

Kursudviklingen har i de seneste 10 år været præget af 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 pt. 394. C20-indekset har tilsvarende bevæget sig fra den ultimative bund ved 215 til 405. I 2009 gennemførtes en aktietegning og salg af egne aktier, men børsmarkedet har formået at absorbere dette udbud uden problemer.

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. De cirkulerende aktier har en børsværdi på 2,6 mia. DKK.

Indtjeningsevnen i både 2010 og 2011 må forventes at være relativt lav set i forhold til tidligere års præstation. I de følgende år er der udsigt til et løft som følge af forbedrede konjunkturforskel og afkast af de interne forbedringsprojekter. Forrentningen af egenkapitalen i 2010-11 forventer vi vil ligge på hhv. 10 og 12 %. Perspektivet i det langsigtede mål om et ROIC afkast på 16-18 % kan udlægges som et niveau for egenkapitalforrentningen på mindst 20 %, og en fordobling af indtjeningen i forhold til indeværende år er altså målet.

Aktien handles til P/E (10E) på 15,1 (394/26). Kurs/Indre værdi forholdet er 1,6 (394/245).

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

Konklusion

Stor indre økonomisk styrke har sikret koncernen igennem det voldsomme konjunkturafræk med krisetider. Fremgangen skal på kort sigt komme de fra store interne forbedringer. En moderat stigning i aktiviteten synes mulig allerede næste år, men 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.

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	60
EBIT	61	71	58	22	43	53
Resultat før skat	62	66	45	17	40	50
Nettoresultat	44	47	31	10	28	35
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	307
Antal ansatte	2.281	2.658	3.010	3.175	3.000	3.030
Res. pr. aktie DKK	46	51	34	11	26	33
Udbytte i DKK	17	19	15	4,25	10	12
Indre værdi i DKK	210	245	227	245	266	287
EBITA/Omsætning %	5,7	5,7	4,3	2,5	3,6	4,1
Egenkapitalforrentning %	22,4	22,3	14,3	4,4	10,3	11,9
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 Svendsen 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.

