

Konklusion

Resultatet for 2011 blev som ledelsen havde forventet, men overordnet må det betegnes som utilfredsstillende. I 2012 forventes forrentningen af egenkapitalen dog forbedret til 6-7 %. Året vil formentlig blive præget af fortsat lav aktivitet i byggesektoren i Nordvesteuropa og dermed svag vækst for Solars salg. Svag udvikling i nybyggeriet forventes kompenseres af god efterspørgsel efter energibesparende el-løsninger i forbindelse med renovering af bestående ejendomme. Solars profil er blevet "grøn" med fokus på energibesparende produkter. Perspektivet for 2012 er en fortsat overgangsfase, der først vil blive afsluttet i 2013. Det skyldes udgifterne til indførelse af det nye IT-system Solar 8000, og forsinkelsen i de positive indtjeningsmuligheder som denne nye fælles platform forventes at give mulighed for. Hvis alt går efter planen er der udsigt til en forbedring af driftsindtjeningen (EBITDA) med 8-10 mio. € årligt, når systemet er fuldt integreret i koncernen - formentlig med fuld effekt fra 2014. Tidspunktet kan dermed ramme sammen med en positiv udvikling i konjunkturføreløbet, således at Solar vil få et forløb i sin udvikling, hvor en unormal lav indtjening i perioden 2009-2013 kan blive afløst af en væsentlig forbedring fra 2014 og frem.

Efter en stor kursstigning for Solar-aktien i de seneste måneder er der nu udsigt til en udfladning. Aktien er i sin natur af langsigtet art som placering, hvorfor den især egner sig til langsigtede investorer. Upsiden kan på sigt blive stor.



Aktuel Kurs: 311

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.463 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1 regnskab den 23-05-2012



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Målsætningen for 2012 fastholdes med en omsætning på 1.660-1.720 mio. € og et EBITA-resultat i intervallet 44-55 mio. €. Fastholdelse af nuværende valutakurser på SEK, NOK og PLN vil have en positiv effekt på omsætningen på 25 mio. € og 1 mio. € på EBITA-resultatet. Solar forventer udgifter på 8 mio. € til udrulning af Solar 8000 (SAP styresystem) og 0,7 mio. € til restruktureringer.



Muligheder

Solar 8000 rummer store muligheder på sigt både salgs- og indtjeningsmæssigt. Solar står stærkt på sine hovedmarkeder, hvilket giver mulighed for at udvide forretningsomfanget. Nye opkøb kan sandsynligvis ske til fornuftige priser, hvis et emne skulle dukke op. Satsningen på "grønne" energibesparende produkter og intelligent IT-styring af varme anlæg mv. giver et stort potentiale i salget.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

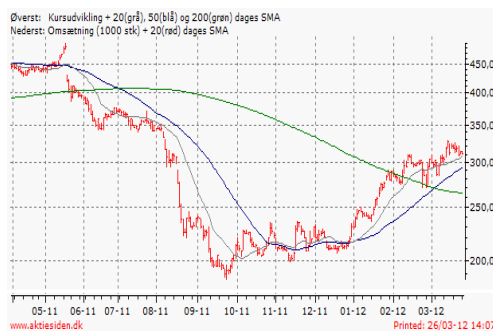
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 275 - 325

Kursudvikling 12-18 mdr.: 350 - 400

Tidligere anbefaling (06-12-11) Kort/Lang: Køb/Køb v. 224

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	483
Lav	190

Risici

Den største risiko er at Solar 8000 systemet oplever flere problemer og dermed kommer til at koste ekstra og med en senere færdiggørelse til følge. Afmatning i industri og byggeri ses allerede, og risikoen er at krisen bliver langvarig. Prispres skal hele tiden håndteres ved at sikre kvalitet og levering til tiden, hvorfor stram styring er nødvendig. 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. Kundesiden udgøres af installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Varesortimentet er meget stort og serviceringen sker både via filialer og centralagre 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 forventes inden udgangen af Q2 2012. Danmark og Sverige er forberedt som næste lande i processen, men tidspunktet for udrulning vil først blive oplyst, når driftsudviklingen i Holland er afklaret. Planen er fortsat, at udrulning på selskabets sidste marked i Tyskland finder sted i løbet af 2013. Den totale pris for Solar 8000 er fortsat 55 mio. €, hvoraf der er afholdt 42,3 mio. €. Heraf er 35,7 mio. € aktiveret og 6,6 mio. € udgiftsført. 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 inkl. Færøerne 24, Holland 23, Sverige 20, Norge 16, Tyskland 9, Polen 2, Østrig og Belgien (de to sidstnævnte lande er nye markeder) 2, Aurora Group 4 %.

Ledelse: Flemming H. Tomdrup (født 1952) er koncernchef; Michael H. Jeppesen (født 1966) er koncernøkonomidirektør; Jens Borum (født 1953) er bestyrelsesformand.

Medarbejdere: 3.200.

Ejerforhold: Fonden af 20. December, Kolding, 15,6 % (57,5 % af stemmerne), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 % af stemmerne), ATP 6,0 % (3,0 % af stemmerne). Selskabet har noteret 87 % af kapitalen på navn. Antallet af aktionærer var 4.028 ultimo 2011. Udenlandske investorers andel er 14,6 % ultimo 2011. Egne aktier ejes svarende til 0,8 % af aktiekapitalen.

Der afholdes generalforsamling den 13-04-2012. Udbytte foreslås til 5,2 kr. pr. aktie.

Beskrivelse

Indførelsen af det nye fælles SAP IT-styresystem, Solar 8000, fortsætter og præger udviklingen i koncernen. Udrulning på det første marked i Norge er ved at være afsluttet, og man er her stødt på en række startproblemer. Det har medført en mindre forsinkelse i processen og øget udgifterne hertil. Der synes dog nu at være styr på tingene, og den samlede udgiftsramme for Solar 8000 fastholdes på 55 mio. €. Der er en risiko for, at den samlede udgiftsramme ikke kan fastholdes, da udrulning udestår på det meget vigtige danske marked. Pr. ultimo 2011 var der akkumuleret i alt 42,3 mio. € i udgift, hvoraf 35,7 mio. € var aktiveret og 6,6 mio. € udgiftsført. Der mangler således fortsat udgifter for ca. 13 mio. € til resten af projektet. Afskrivning af de aktiverede poster vil derfor begynde at få vægt og ud fra regnskabsprincipperne er der udsigt til en afskrivningsperiode på otte år.

Pr. 01-10-2011 købte Solar fire el-grossistvirksomheder i Holland, Tyskland, Østrig og Belgien (de to sidstnævnte lande er nye markeder). Der er endnu ikke planer for implementering af Solar 8000 i disse virksomheder, men det må forventes at ske. De fire selskaber fortsætter indtil videre som selvstændige enheder og beskæftiger mere end 500 medarbejdere og havde i 2011 en omsætning på i alt 196 mio. €, men kun andelen for Q4 indgik i Solars regnskab.

Med Solar 8000 fuldt implementeret i koncernen - formentlig i løbet af 2014 - vil Solar, kunderne og medarbejderne opnå en række fordele. Lagerstyringen vil blive forbedret betydeligt og sikre hurtigere og mere fejlfri levering til kunderne. Lageromsætningshastigheden vil også kunne blive øget med deraf lavere kapitalbinding. Det nye IT-system vil samtidig åbne nye muligheder for e-business og service, hvilket forventes at forbedre effektiviteten hos Solar og give mulighed for fordele også for leverandørerne af varer. For ledelsen vil det nye IT-værktøj muliggøre bedre styring af arbejdsprocesserne, og en overordnet styring af indsatsen på tværs af grænser. Endelig vil Solar 8000 indebære en ensartet arbejds metode som vil gøre det lettere for personalet at varetage arbejdet, herunder skift til selskaber i andre lande. Solar skønner, at driftsindtjeningen (EBITDA) årligt vil blive øget med 8-10 mio. €, når Solar 800 er fuldt implementeret i koncernen. Udgiften på anslået 55 mio. € har dermed udsigt til at være tjent tilbage på 6-7 år.

Koncernens 5-års strategi for perioden 2010-2015 " #1 in Technical Wholesale " blev lanceret i 2010. Planen var opdelt i to tidsperioder hhv. 2010-2012 og 2013-2015. Usikkerheden i koncernens markedssegmenter er dog så stor, at ledelsen ikke ser sig i stand til at fremkomme med en prognose for vækst, EBITA-margin og ROIC for perioden 2013-2015. Målene for egenkapitalandelen, arbejdskapitalen, gearing og udbytteprocent fastholdes dog. Egenkapitalandelen tilstræbes at udgøre 35-40 %, hvilket allerede er opnået. Arbejdskapitalen skal ligge i niveauet 13-14 %, hvilket ikke er nået med et tal for 2011 på 15,8 %. Det tilstræbes at udlodde 35-45 % af årets resultat som udbytte, og denne norm overholdes også for 2011. Endelig ønskes de rentebærende forpligtelser holdt nede på maks. 1,5-2,5 gange EBITDA. I 2011 var tallet 2,3 gange EBITDA – op fra 1,6 gange i 2010, hvilket skyldes akquisitionerne i Holland, Belgien, Tyskland og Østrig, som kostede 52,5 mio. €.

Fremtiden

Solar er et konjunkturfølsomt selskab, da kunderne er relateret til byggeerhvervet. Denne branche lider fortsat under dønningerne fra finans- og gældskrisen. Afsætningen sker dog primært til stærke økonomier i Nordvesteuropa. Fx har Norge ikke været ramt af samme afmatning i byggesektoren, som i mange andre europæiske lande. Polen har for sit vedkommende nydt godt af store infrastrukturopgaver frem mod afholdelsen af europamesterskaberne i fodbold i sommeren 2012, men selskabet her er meget lille.

Byggesektoren forventes fortsat at udvikle sig svagt i indeværende år, hvilket ses af en forholdsvis konservativ udmelding til 2012 fra ledelsens side. Prognosen for omsætningen lyder på et fald på minus 1 % til en stigning på 3 %.

Vi forventer, at der indenfor få år igen kommer gang i nybyggeriet. Dertil kommer renovering af bestående byggerier, herunder energibesparende tiltag. Og netop her står Solar stærkt med en stribe moderne produkter. Et eksempel herpå er Solars Blue Energy-koncept, der kan anvendes i både privatboliger, industri- og erhvervsjendomme samt offentlige bygninger. Energibesparende produkter fra Solar kan bidrage til at nedbringe CO₂-udslippet, hvilket der er fokus på i Nordvesteuropa – ikke mindst fra politisk side. Selskabet forhandler også udstyr til alternativ energi såsom solceller og varmepumper. Inden for belysning har Solar Light en målrettet indsats omkring energibesparende produkter som led i en miljøvenlig udvikling.. Med satsning på ”grønne produkter”, restruktureringer og indførslen af Solar 8000 fremtidsikker Solar sig.

Omfanget af e-business vokser og stod i 2011 for 39 % af salget. På dette punkt vil Solar få en markant styrkelse, når Solar 8000 er fuldt udullet.

Geografisk har man åbnet to nye markeder med opkøbet i Østrig og Belgien. Tidligere ledelsesproblemer i Sverige og Tyskland er løst, hvorved der er ro på denne front.

Solar er midt i en transformation med store udgifter til Solar 8000, hvilket uheldigvis sker på samme tid, som Nordvesteuropa er ramt af lave vækstrater. Det betyder, at indtjeningen for nærværende er på et utilfredsstillende niveau. Henset til de store synergier, der forventes fra regnskabsåret 2014 og frem, kan der opstå en interessant situation, idet den økonomiske udvikling formentlig samtidig vil skifte i positiv retning. Dermed kan Solar have udsigt til et markant omskift fra en periode med svage afsætningsforhold og intern belastning fra Solar 8000 til en stik modsat udvikling i positiv retning.

På den økonomiske side er der fortsat stor styrke til yderligere opkøb. Imidlertid er denne metode indtil videre sat i bero. På sigt gælder det for Solar om at supplere i lande med en stærk markedsposition og at udvide størrelsen væsentligt på markeder med lav andel. Stillingen i Tyskland vil således 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. Det gælder også sidste års opkøb.

Aktien som investering

Solar er en konjunkturfølsom aktie, da selskabet er leverandør af produkter med relation til byggeriet. Datterselskabet i Norge nyder godt af boomet indenfor olieindustrien, som styrker hele landets aktivitet. Det ses af en fornyet aftale indgået med norske Statoil om levering af el-materiel og –udstyr på en fire-årig kontrakt til en samlet værdi på 75-90 mio. €. Statoil har option på en forlængelse af aftalen med to år.

Selskabet står desuden meget stærkt med energirigtige løsninger, der både er rettet mod nybyggeri og renoveringsopgaver. Med fokus på CO₂ nedbringelse og generelt energibesparende tiltag, kan nedgang i nybyggeriet blive kompenseret via denne aktivitet.

Overgangsfasen med implementering af Solar 8000 i koncernen må forventes af være ovre i løbet af 2014. Her er der så udsigt til en forbedring af driftsindtjeningen (EBITDA) på 8-10 mio. € årligt. Omvendt vil der komme større afskrivninger i takt med igangsættelsen af Solar 8000-projektet, som vil blive afskrevet over maksimalt otte år.

2012 bliver endnu et overgangsår præget af svag vækst, men sandsynligvis er man i stand til at forbedre indtjeningen.

Solar er et selskab med moden karakter og solid økonomi, dvs. en lav risikoprofil. For nærværende handler aktien til en kurs/indre værdi (309:266) på 1,2. Da værdierne i Solar primært består af fast ejendom og driftskapital, er risikoen for ekstraordinære nedskrivninger lav.

Egenkapitalens forretning er utilfredsstillende med et niveau på 6-7 % for 2012 efter vores skøn. På længere sigt må rentabiliteten formodes at blive 15-20 %. Aktiens potentiale ligger i dette perspektiv.

Regnskabstal

mio. €	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
Omsætning	1.367	1.500	1.431	1.402	1.532	1.730
EBITA	77	65	36	49	39	52
EBIT	71	58	22	42	27	39
Resultat før skat	66	45	17	35	20	32
Nettoresultat	47	31	10	25	12	19
Balance	543	604	620	684	724	740
Nettogæld	147	229	103	99	120	120
Immaterielle aktiver	50	46	54	69	86	90
Egenkapital	229	205	259	285	282	296
Antal ansatte	2.658	3.010	3.175	2.955	3.200	3.550
Res. pr. aktie DKK	51	34	11	23	12	18
Udbytte i DKK	19	15	4,25	10	5,2	6
Indre værdi i DKK	245	227	245	270	267	278
EBITA/Omsætning %	5,7	4,3	2,5	3,5	2,5	3,0
Egenkapitalforrentning %	22,3	14,3	4,4	9,1	4,2	6,6
Egenkapitalandel %	42	34	42	42	39	40

**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.