

Konklusion

Solar befinder sig i en konjunkturmæssig bundfase, men længden afhænger af, hvornår der igen begynder at være fremgang i byggesektoren. Yderligere opstramninger og effektiviseringer er blevet igangsat efter tiltrædelsen af Anders Wilhelm som ny CEO den 01-05-2014. Selskabet skal skifte profil fra at være en traditionel grossistvirksomhed til at fungere mere som en sourcing- og servicevirksomhed med fokus på kundernes behov og indkøbsmæssige adfærd. Salg via Internettet er af stigende betydning, idet andelen af sidste års omsætning steg til 44,1%. Det tyske datterselskab har i årevis været underskudsgivende, men er nu blevet solgt med en pæn bogføringsmæssig gevinst til følge. Udfordringer på det vigtige hollandske marked søges løst ved samling af driften på færre lokationer. Ledelsen ser udfordringer i år på markedet i Danmark og Norge.

Det "nye" Solar fremstår strømlinet, og efter vores opfattelse er Solar godt rustet til at kunne få gavn af det næste opsving i byggeriet i Nordeuropa. Det burde kunne indtræffe i 2016-2017. 2014 blev et år med skuffende indtjening, og udsigterne for 2015 er matte. Selvom ledelsen formentlig melder meget forsigtigt ud, så er der udsigt til en vis fremgang i indtjeningen i år. Fra 2016 forudser vi et yderligere løft i indtjeningen. Udfordringen bliver at få omsat de fine ord til handling – kort sagt: salget skal løftes og lønsomheden genskabes. Det burde være muligt med en gradvis forbedring i år og en noget stejlere kurve for indtjeningsfremgangen i årene efter. Solar er en god langsigtet placeringsmulighed, selvom 2015 formentlig bliver et overgangsår.

Aktuel Kurs: 330

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.614 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1 den 07-05-2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Solar-ledelsens guidance for 2015 lyder på en vækst i salget på 0-2,5%. Intervallet for årets omsætning er sat til 10,0-10,3 mia. kr. EBITA-resultatet forventes at lande på 200-250 mio. kr.



Muligheder

Ved at yde høj service til kunderne knyttes de tættere til Solar. Det giver mulighed for mersalg. IT-systemet Solar 8000 er nu fuldt implementeret, hvilket vil give stordriftsfordele og styrke indsatsen for at øge salget via selskabets webshop. Udgifter til Solar 8000 og de mange restruktureringer er klaret, hvorfor der er mulighed for at forbedre lønsomheden betydeligt i de kommende år. Den økonomiske vækst på selskabets hovedmarkeder er lige over nulpunktet, hvorfor det næsten kun kan gå fremad. Solar synes at være trimmet til at kunne opnå særdeles stor positiv påvirkning ved næste økonomiske opsving i Nordvesteuropa.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før køb)

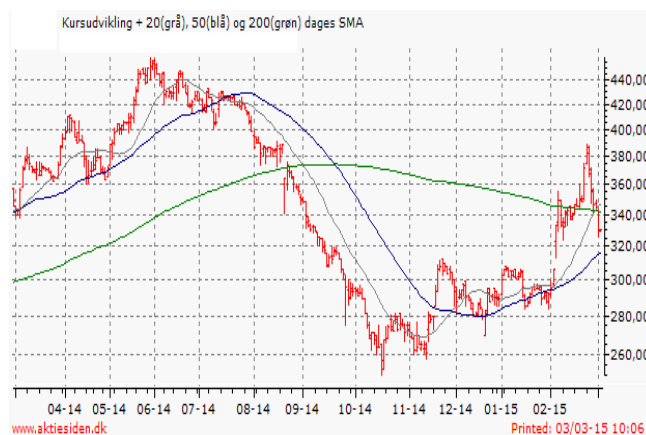
Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 300-375 (før 280-350)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 400-450 (før 400-500)

Tidligere anbefaling 24-11-14 Kort/Lang: Køb / Køb v. 306

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 454,5 / 257

Risici

Konkurrencen er hård, og Solar oplever prispres på visse markeder. Rentabiliteten forsøges genskabt ved omstruktureringer i bl.a. Holland. Hvis ikke det lykkes, vil det være negativt for selskabet. Norsk økonomi presses af den lave oliepris, hvilket gør markedet i Norge usikkert. ECB forsøger at skabe vækst i Europa. Hvis ikke en rente nær nul kan føre til ny optimisme i byggeriet, er der risiko for en lang periode med lav indtjening (kronisk lavvækst) i Solar. Ledelsen har iværksat planer for at genskabe indtjeningen. Hvis ikke disse planer lykkes, er det vanskeligt at se, hvordan Solar så skal genvinde sin styrke.

Facts om Solar

- Solar er et af Nordeuropas ledende sourcing- og serviceselskaber inden for el-artikler, vvs, ventilation og hertil relaterede tekniske komponenter. Solar tilbyder forhandling, rådgivning og løsninger med produkter i de nævnte områder samt inden for energibesparelse. Serviceringen af kunderne sker både via filialer og centrallagre, men også i stigende omfang via salg over Internettet. Strukturen er opbygget i de enkelte lande med datterselskaber, der i årenes løb er blevet opkøbt af Solar.
- Koncernen beskæftigede ultimo 2014 i alt 2.898 medarbejdere.
- Selskabet er konjunkturfølsomt med afhængighed af udviklingen i byggesektoren. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Service skal i større omfang end tidligere bruges som en parameter for at skabe varige relationer. Rådgivning og undervisning omkring energioptimering har til formål at øge salget af energibesparende produkter, der har en helt anden struktur end byggesektorens.
- Solar har hovedsæde i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Polen og Østrig. Solars vigtigste marked er Danmark. De tyske aktiviteter er for nylig blevet solgt til det franske selskab Sonepar. Aftalen herom påregnes at falde på plads i løbet af april måned.
- Det fælles IT-system, Solar 8000 (SAP løsning), er nu fuldt implementeret i koncernens selskaber. Investeringen på i alt ca. 400 mio. kr. forventes tjent tilbage på 6-7 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ejerforhold pr. 31-12-2014 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. December, Kolding 15,6 % (57,5 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,7 % (5,3 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %), RWC Asset Management LLP, London 6,4% (3,2%) og ATP 5,0 % (2,5 %), Bestyrelse og direktion inkl. nærtstående 3,1 % (2,3 % af stemmerne). Udenlandske investorers andel udgør 19,9 %, øvrige danske aktionærer 19,7 % og de ikke-navnenoterede aktionærer 8,5 %. Selskabet ejer 0,8 % egne aktier.

Solar undergår en radikal forandring

Konjunkturer ændres. Kunders indkøbsvaner ændres. Verden omkring os står ikke stille, og derfor er det vigtigt for et selskab løbende at følge med udviklingen. Siden Anders Wilhjelms den 01-05-2014 overtog posten som CEO i Solar, har han iværksat en række ændringer, der alle sigter mod det samme mål: At gøre Solar i stand til at vokse samtidig med at indtjeningen forbedres markant. Anders Wilhjelm's tiltag omfatter ændringer i ledelsesgruppen og flytning af hovedsædet fra Kolding (sælges) til Vejen, hvor det store lager er placeret. Han har desuden igangsat et strategiskifte, da Solar nu skal fremstå som en sourcing- og servicevirksomhed med fokus på rådgivning og en tæt relation til kunderne, således at Solar hele tiden kan tilpasse services og produkter til kundernes behov. Samtidig er det meningen, at forretningen skal fremstå mere simpel for "at gøre det, man gør, på den bedste måde". Erfaringer skal deles internt i koncernen, således at det der virker i et land, søges kopieret og anvendt i andre lande. Wilhjelm's plan er desuden løbende at tilpasse produkttilbud, så de modsvarer kundernes behov og efterspørgsel til hver en tid. Det kræver en effektiv styring, hvilket er muligt nu hvor IT-systemet Solar 8000 er fuldt implementeret i koncernen. Kort sagt: Solar skal være mere kundeorienteret i stedet for funktions-/produktbaseret.

Internt har ændringerne medført afskedigelser. Yderligere effektiviseringstiltag er blevet iværksat, og senest har Solar solgt sit tyske datterselskab, der i årevis har været underskudsgivende, til det franske selskab Sonepar. Salget forventes gennemført i april måned og vil udløse en bogføringsmæssig gevinst på ca. 50 mio. kr. Man var forudseende nok til ikke at indføre Solar 8000 her, så det er sparet.

I Norge og Sverige er en række afdelinger blevet lukket for at forbedre driften og indtjeningen. På det vigtige marked i Holland er Solar i gang med at koncentrere leveringskæden. Et lager i Zwolle lukkes, og aktiviteten flyttes til et bestående lager i Alkmaar. Arbejdet med at integrere tilkøbte Conelgro fortsætter, og aktiviteterne i Belgien (Classens) integreres også i Holland. Back-office er blevet samlet for alle de hollandske enheder i Alkmaar. Andre afdelinger i landet lægges også sammen.

Anders Wilhjelms har allerede fra starten sat sit præg på firmaet for at skabe fremtidens Solar. Oprydning, omorganisering og effektivisering koster imidlertid på den korte bane. Det beløb sig til 86 mio. kr. i 2014, hvortil kommer nedskrivning af værdien på ejendomme på 31 mio. kr. Udgifterne til Solar 8000 er stoppet nu. Solar kan og skal næppe tilpasses yderligere, idet selskabet nu fremstår som strømlinet til at fastholde og kunne udbygge positionen som en af de ledende aktører i Nordeuropa.

Striben af tiltag har været nødvendige set ud fra den skuffende rentabilitet. De skal for alvor materialisere sig i forbedret lønsomhed inden for få år. Ændringerne har været størst i Holland, men her vil effekten kun delvist indtræffe i år men formentlig få fuld vægt fra 2016.

Status over 2014

2014 blev endnu et år med en skuffende udvikling i salg og indtjening. Solar er som et konjunkturfølsomt selskab især afhængig af udviklingen i byggesektoren, og her har der heller ikke været opdrift i 2014. I de fortsættende aktiviteter var der en vækst i salget i Q4 på 2,2%, men hvis der korrigeres for flere arbejdsdage i Q4 2014 end året før, var væksten reelt +1,2%. For hele året var der kun tale om en organisk vækst på +0,4%. Udviklingen i Q4 peger i retning af en marginal fremgang i aktiviteterne. Omsætningen i de fortsættende aktiviteter endte på 10.252 mio. kr. EBITA faldt til 117 mio. kr. fra 225 mio. kr. året før. Heri indgår de førromtalte udgifter til restruktureringer, og korrigeret herfor endte året på 250 mio. kr. i EBITA mod et sammenligneligt tal på 279 mio. kr. for 2013. EBITA blev negativt påvirket af et svækket geografisk salgsmiks, hvorfor bruttomarginalen faldt til 21,2% fra 21,8% året før. I det samlede billede trak især Danmark ned, idet der på dette vigtige marked var en negativ organisk vækst.

Tab på debitorer er et vigtigt punkt. Det udvikler sig gunstigt, idet der blot blev konstateret tab svarende til 0,2% af omsætningen. Cash-flowet endte på 187 mio. kr., og den rentebærende gæld blev nedbragt til 302 mio. kr. (fra 316). Gearingen ligger på 1,3 x EBITDA, og dermed bedre end koncernens langsigtede mål om 1,5-2,5 x EBITDA. Egenkapitalandelen landede på 38% og dermed inden for målet på 35-40. Solar har altid fokus på udviklingen i nettoarbejdskapitalen, der ultimo året lå på 10,8% og dermed lige akkurat bedre end målet på 11%. Det er positivt. Salg via Solars e-shop udgør en stigende andel af omsætningen, og niveauet lå i 2014 på 44,1% (43,1% i 2013).

Konklusionen er, at Solars underliggende markeder er præget af lav aktivitet. Desuden er Solar under prispres fra kunder og konkurrenter. Regnskabet for 2014 må betegnes som utilfredsstillende, men i positiv retning trækker det, at Solar for alvor har taget kampen op ved at varsle de ovenfor nævnte ændringer med henblik på at genskabe lønsomheden i nær fremtid. For året udloddes et udbytte på 7 kr. pr. aktie efter vedtagelse på generalforsamlingen, der afholdes 27-03.

Fremtidsudsigter for selskabet

Vi finder det særdeles positivt, at Solar har solgt Solar Deutschland, der i årevis har været en udfordring og underskudsgivende. Alternativet var at udvide størrelsen markant ved et meget stort opkøb. IT-systemet Solar 8000 nåede heldigvis aldrig at blive implementeret på det tyske marked, og set i dette lys forekommer salget at være des klogere. Det hollandske marked er stort og vigtigt for Solar. Her er der blevet grebet ind med omfattende ændringer til følge. Den positive effekt i Holland ventes at slå fuldt igennem i 2016 og kun delvist i 2015. I det hele taget virker de mange beslutninger om at transformere Solar fra en traditionel grossistvirksomhed til en sourcing- og servicevirksomhed gennemtænkt og også nødvendige. Succes med salget opnås kun, hvis man kan distancere sig fra konkurrenterne, så priskonkurrencen kan blive reduceret ved at yde et højt serviceniveau. Signalet er, at man internt skal optræde mere kundeorienteret og se Solars indsats som led i en varekæde med en slutbruger som kilde til betaling for arbejdet. Man skal se hele vejen frem til brugeren af det færdige produkt, hvor en eller flere tekniske komponenter indgår, som undervejs er blevet håndteret af Solar. Hovedvirket vil formentlig fortsat være varesalg af el-artikler, vvs, ventilation og hertil relaterede tekniske komponenter, men udvidelser af varesortimentet afvises ikke af den nye ledelse. Solar skal nemlig konstant kunne matche kundernes ændrede købevaner og altså blive mere markedsorienteret end tidligere. Dermed vil man også bedre kunne klare sig i en verden med hurtig udvikling og uventede omskift.

Solar vil fortsat satse på salg af energibesparende produkter, herunder Blue Energy-konceptet. Inden for Blue Energy består salget af produkter til energiforbedring både til bestående ejendomme og nybyggeri, men de eksisterende bygninger har størst vægt og giver salg ved moderniseringsopgaver, der er mindre konjunkturafhængigt. Desværre er der heller ikke i år udsigt til væsentlig stigende aktivitet i byggeriet. Specifikt for Danmark kan salget endog blive presset som følge af, at boligjob støtteordningen udløb ved årsskiftet.

2015 bliver formentlig endnu et mat år for Solar, hvilket ledelsens guidance for 2015 også viser. Overordnet venter ledelsen et mindre fald i aktiviteterne rettet mod byggeriet og en lille stigning i salget til industrien. Samlet ventes en vækst på 0-2,5% i salget, men en pæn stigning i EBITA til 200-250 mio. kr. (reelt 250 og formelt 117 mio. kr. i 2014). Danmark er det største marked, og her ventes kun en lille stigning i salget. I Sverige håber selskabet på moderat vækst, mens der er udsigt til et pænt løft i Polen. Det hollandske marked ventes at udvise en flad udvikling i salget. Ledelsen udtrykker stor usikkerhed om Norge, hvor prisfaldet på olie kan medføre lavere økonomisk aktivitet og dermed også reduceret byggeaktivitet. Desuden påpeges risikoen omkring valutaforholdene i Norge og Sverige, hvor fortsat fald i disse landes valutaer vil påvirke omsætning og resultat negativt opgjort i DKK – og modsat positivt ved en stigning i SEK og NOK.

IT-systemet Solar 8000 er nu fuldt implementeret i koncernen, hvilket giver en positiv effekt omkring digitalisering og standardisering. Solar 8000 har desuden en positiv effekt på udbredelsen af selskabets webshop, der har stigende betydning. Direkte udgifter til Solar 8000 bortfalder derfor nu og vil bidrage positivt til driftsresultatet i de kommende år – endda med mulige positive, afledte sideeffekter.

Ledelsen i Solar har iværksat en række hårde men nødvendige tilpasninger i organisationen. I indeværende år skal arbejdet med at gennemføre selskabets nye strategi som sourcing-virksomhed fortsætte, vise sin værdi og rigtighed. Kunderne og deres behov får speciel fokus, da det skal være ledetråden fremover. Arbejdet med integration og optimering i Holland vil fortsætte som et vigtigt punkt.

Aktien som investering

Som konjunkturfølsomt selskab er Solar under pres indtjeningsmæssigt på grund af den lave aktivitet i byggesektoren. Der er overkapacitet og hård konkurrence, ligesom grossister presses af forsøg på at forkorte vareflow'ets vej fra fabrikken til den udførende montør. Med de seneste tiltag fra Den Europæiske Centralbank vil renten i Europa blive fastholdt på det ekstremt lave niveau frem til mindst september 2016 via det store Quantitative Easing program. Det skal skabe optimisme og fornyet vækst i Europa. Det bør alt andet lige også føre til stigende aktivitet i byggeriet, og dermed komme Solar til gavn.

Mange fornuftige tiltag er iværksat internt og eksternt. Salget af Solar Deutschland forekommer at være en klog disposition. Problemerne i Holland er der indledt forsøg på at løse. Med Solar 8000 fuldt indført i hele koncernen, er man klar til at nyde godt af et muligt opsving i byggesektoren. Fra 2016/2017 er det vores klare forventning, at Solar vil kunne udvise betydelig fremgang i indtjeningen med et niveauskift opad for EBITA marginalen. I første omgang baseres dette skøn på de indførte restrukturerings tiltag (indefra). Hvis tidspunktet falder sammen med en opgang i byggeriet, kan indtjeningen stige kraftigt. Afsætningen hos Solar må være ved at afslutte bundfasen af en konjunkturcyklus (efterveerne af Finanskrisen).

Ledelsen afviser ikke at foretage nye opkøb, men efter vores vurdering forekommer det ikke sandsynligt i de næste par år. Det må vente til fremgangen er indtrådt, og Solar har altid været meget forsigtige omkring pengeanvendelsen. Vi mener desuden, at kræfterne bruges bedst på at fortsætte forbedringerne internt i datterselskaberne. En anden vinkel er lancering af projekter med at opnå fordele ved tværgående indsats omkring interessante produkter, så Solar kan komme til at fungere som en mere sammentømret koncern med offensiv styrke (en egentlig "one company" strategi med udnyttelse af ensartethed kan muligvis blive næste trin om nogle år).

2015 bliver et mellemår med udsigt til fortsat (for) lav indtjening. Der findes et stort potentiale, som skal udnyttes. Efter vores vurdering går udviklingen den rigtige vej, og denne fremdrift sammen med kurskorrektionen til pt. 330 indebærer, at Solar-aktien må vurderes som en interessant langsigtet købsmulighed med moderat risikoprofil.

Regnskabstal

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
Omsætning	10.433	11.408	12.201	10.463	10.252	10.250
EBITA	365	291	263	225	117	225
EBIT	310	199	198	160	-73	165
Resultat før skat	264	146	156	106	-122	200
Nettoresultat	183	91	117	21	-234	160
Balance	5.104	5.398	5.724	4.961	4.574	4.400
Nettogæld	735	897	559	316	302	+50
Immaterielle aktiver	514	641	603	524	339	280
Materielle anlægsaktiver	1.299	1.261	1.246	1.187	937	900
Egenkapital	2.125	2.112	2.203	2.138	1.732	1.830
Antal ansatte	2.955	3.200	3.596	3.333	2.898	2.800
Res. pr. aktie DKK	23,0	12,0	15,0	2,8	-29,8	20,2
Udbytte i DKK	10,0	5,2	6,65	12,0	7,0	9,0
Indre værdi i DKK	270	267	270	271	219	231
EBITA/Omsætning %	3,5	2,5	2,2	1,4	1,1	2,1
Egenkapitalforrentning %	9,1	4,2	5,4	1,0	NA	9,0
Egenkapitalandel %	42	39	38	43	38	42

Alle tal er for fortsættende aktiviteter. Med virkning fra 2014 opstilles regnskabet i kroner. 2010-2013 er for sammenlignelighed vist i kroner.

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, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen 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.