

Konklusion

Resultatet for Q3 og år-til-dato udvikler sig som forventet, men ligger dog fortsat på et utilfredsstillende niveau. I Q3 er der konstateret negativ organisk vækst på koncernens hovedmarkeder. Kun de mindre markeder i Belgien, Østrig og Polen har oplevet vækst. Da Solar ikke forventer en væsentlig forbedring i markedsvilkårene for hovedaktiviteterne, indledes en transformation fra grossist til en sourcing- og servicevirksomhed. Det indebærer behov for en række optimeringstiltag, og processen vil tage tid. Hensigten er at gøre Solar mere lønsom og udvikle den bestående forretning, samtidig med at der ses efter nye muligheder for at optimere forretningen. Optimeringerne er centreret om de vigtige markeder i Danmark, Sverige, Norge og Holland, der i Q3 stod for lidt over 80% af omsætningen. Det er klogt at satse på styrkelse af de afgørende datterselskaber frem for en bred indsats. I første omgang fører det til, at omkostninger til restruktureringer øges med 10 mio. € til nu 12 mio. €, ligesom der nedskrives 4 mio. € på visse aktiver. Samlet fører det til en stigning i årets ekstraordinære udgifter på 14 mio. €, hvorfor prognosen for årets EBITA sænkes fra 23 til 9 mio. €. Solar vurderer den positive årlige effekt af disse tiltag til 7 mio. € med fuld vægt fra regnskabsåret 2016. I 2015 forventes en positiv effekt på ca. 3,5 mio. €.

Solar er fortsat i en situation, hvor de underliggende forhold hos selskabets kunder er under pres som følge af lav aktivitet i byggeriet. De seneste år har der været anvendt betydelige ressourcer og penge til indførelse af et fælles IT-system, Solar 8000. Dette er nu fuldt integreret, og kontante udgifter ophører dermed. Med de seneste restruktureringer trimmes Solar til for alvor at kunne nyde godt af et muligt opsving i byggeriet i den nordlige del af Europa, hvornår det end måtte indtræffe. 2015 tegner til at blive et overgangså med indtjening på et fortsat lavt niveau. Det er dog vores vurdering, at Solar i 2016 eller 2017 for alvor vil nyde godt af stigende økonomisk vækst i Europa, hvorfor der er udsigt til et betydeligt løft opad mod bedre lønsomhed fra 2016/2017. De omfattende besparellestiltag vil få vægt allerede næste år og fuld effekt i 2016.

Ved kurs 306 synes Solar at være opsamlingsværdig for langsigtede investorer. Solar-aktien bliver næppe ret meget billigere.

Aktuel Kurs: 306

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.424 mio. DKK

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

Næste regnskab: Helår 25-02-2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Solar fastholder forventningerne om en omsætning på ca. 1,5 mia. €. Prognosen for EBITA reduceres med 14 mio. € til nu niveauet 9 mio. €. Nedjusteringen skyldes, at udgifterne til årets restruktureringer øges med 10 mio. € til 12 mio. €. Desuden nedskrives aktiver med 4 mio. €. Normaliseret EBITA forventes fortsat at lande på ca. 27 mio. €. Den investerede kapital forventes reduceret med ca. 9 mio. € ved blandt andet salg af aktiver.



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før Hold)

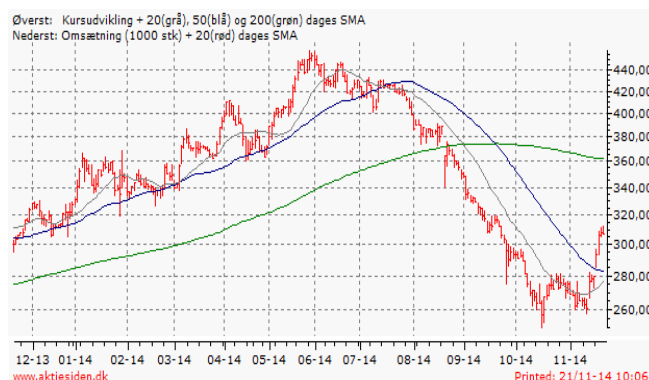
Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 280-350 (før 340-400)

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

Tidligere anbefaling 25-08-14 Kort/Lang: Hold / Køb v. 368

1-års kursgraf



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

Muligheder

IT-systemet Solar 8000 er nu fuldt implementeret. Det giver en række stordriftsfordele fremadrettet og udgifterne hertil ophører. De igangsatte restruktureringer på selskabets hovedmarkeder vil bidrage til at forbedre lønsomheden og få fuld effekt i 2016. Den økonomiske vækst på selskabets hovedområder er tæt på nulpunktet, hvorfor det næsten kun kan gå fremad. Solar synes således nu at være trimmet til at kunne opnå en særdeles stor positiv påvirkning, når næste økonomiske opsving i Nordvesteuropa indtræffer.

Risici

Den største risiko er, hvis Europa økonomisk falder tilbage og ender i en langvarig periode med vækst tæt på nulpunktet. De ydre, makroøkonomiske forhold synes at være selskabets største udfordring. Solar forsøger via effektiviseringer at tilpasse sig denne usikre situation. Styring og samordning på koncern-niveau er en stor udfordring, som har afgørende betydning for indtjeningsevnen.

Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas største grossister inden for el-artikler, vvs, ventilation og hertil relaterede tekniske komponenter. I alt har koncernen ca. 215.000 varenumre på lager. Serviceringen af kunderne sker både via filialer og centrallagre. Strukturen er opbygget i de enkelte lande med datterselskaber, der i årenes løb er blevet opkøbt af Solar.
- Antal medarbejdere ultimo Q3 2014: 3.247.
- Selskabet er konjunkturfølsomt grundet afhængigheden af udviklingen i byggesektoren, der fortsat præges af lav aktivitet. Solar kommer traditionelt sent ind i et konjunkturopsving med sine leverancer. Kundegrundlaget er meget bredt.
- Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Solar har gennem fokusering på e-business skabt nye muligheder. Det er muligt for kunderne at forespørge om komponenter og bestille varer direkte via mobiltelefon. Solar forsøger generelt at servicere kunderne bedst muligt for derved at skabe varige relationer. Et led heri er undervisning af kunderne i energioptimering, idet Solar målrettet satser på salg af energibesparende produkter som et vækstområde med en helt anden struktur end byggeri.
- Solar er i gang med at flytte hovedsædet fra Kolding til Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Tyskland, Polen og Østrig. Solar's markeder befinder sig i Nordeuropa med størst vægt i Danmark.
- Det fælles IT-system, Solar 8000 (SAP), er nu fuldt implementeret i koncernen. Solar skønner, at driftsindtjeningen (EBITDA) årligt forbedres med 8-10 mio. € ved indførelsen af Solar 8000. Den samlede udgiftsramme er opgjort til 54,5 mio. €. Investeringen forventes tjent tilbage på 6-7 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ejerforhold pr. 30-09-2014 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. December, Kolding 15,6 % (57,5 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,1 % (5,0 %), ATP 5,0 % (2,5 %), Bestyrelse og direktion inkl. nærtstående 3,1 % (2,3 % af stemmerne). Udenlandske investorers andel udgør 19,8 %, øvrige danske aktionærer 26,7 % og de ikke-navnenoterede aktionærer 8,6 %. Selskabet ejer 0,8 % egne aktier.

Svage konjunkturer og en ændret strategi fører til nye restruktureringer

Solars afsætning er fortsat under hårdt pres som følge af en historisk svag udvikling i byggesektoren på de vigtigste afsætningsmarkeder i Nordeuropa. Det skyldes en situation med tæt på nulvækst på koncernens vigtigste geografiske markeder. Da Solar traditionelt kommer sent ind i et konjunkturopsving, kan mathedsfasen vare i endnu et år eller to - i værste fald endnu længere. Det danske marked var indtil for et par år siden positivt påvirket af et boom i salget af solceller, men nu er også dette marked gået i stå.

Der er dog lyspunkter i selskabets regnskab for Q3. Forventningerne til årets omsætning fastholdes, og rensat for de ekstraordinære udgifter til restruktureringer og optimeringsinitiativer er indtjeningen på niveau med det forventede. Desuden melder Solar om en meget lav tabsprocent på debitorerne på 0,1% af omsætningen i Q3 mod 0,5% i samme periode sidste år.

Solar oplever i Danmark en beskeden fremgang i salget til store kunder. I Sverige har der frem til medio året været stor fokus på indføringen af Solar-8000 systemet. Med dette på plads er der nu her mulighed for igen at rette ressourcerne mod øget salg. I Norge spores der let fremgang, hvor især salg til offshore begynder at vokse. Holland har oplevet en negativ udvikling, men Solar oplever nu stabilisering. Salget i Tyskland udvikler sig fortsat skuffende. Derimod er der oplevet stigende aktivitet på markederne i Belgien, Østrig og Polen, men det har endnu kun begrænset betydning på koncernbasis.

Det er absolut positivt, at den organiske nedgang i væksten for både Q3 og perioden Q1-3 er betydeligt mindre end sidste år. Den organiske salgsnedgang i Q3 var -1,4% mod -3,0% sidste år. Omsætningen i Q1-3 faldt kun 0,3% mod hele 6,1% i samme periode sidste år. Indtjeningen er også i bedring. EBITA i Q3 endte således på 10,0 mio. € mod 9,5 mio. € sidste år. For perioden Q1-3 blev EBITA på 10,8 mio. € mod 7,9 mio. € sidste år. Renses dette tal for de mange ekstraordinære poster til restruktureringer, udgifter til Solar 8000 og en korrektion relateret til salget Aurora Group ender vi på samme niveau som sidste år – nemlig 14,8 mio. € svarende til en EBITA-margin på 1,3%. Indtjeningen er således meget lav, men set i forhold til de vanskelige vilkår vil vi dog betegne resultatet som acceptabelt.

Hos Solar er der altid fokus på udviklingen i arbejdskapitalen, der ved udgangen af sidste kvartal udgjorde 13,3% af omsætningen. Målt over de seneste fire kvartaler er tallet 13% - en forbedring fra samme tidspunkt sidste år, hvor tallet var på 13,6%.

Ledelsens nye plan, der har til formål at gøre koncernen mere strømlinet og sikre større fokus på kunderne, koster umiddelbart ekstra 10 mio. €. Det bringer årets udgifter til restruktureringer op på 12 mio. €. De vigtigste punkter i planen omfatter lukning af drive-ins i Norge og

Danmark. I Holland skal en forbedret forsyningskæde forbedre indtjeningen og servicen for kunderne. Aktiviteterne i byen Zwolle nedlægges og flyttes til de bestående faciliteter i Alkmaar. Samtidig integreres de tilkøbte selskaber Conelgo (Holland) og Classen (Belgien) i den bestående virksomhedsstruktur i Holland. Visse back-office funktioner nedlægges. Processen i Holland er de mest omfangsrige, og de ventes endeligt på plads i slutningen af 2015. Da selskabet er det næststørste, er Holland vigtigt at få rettet op.

For at forenkle regnskabsrapporteringen ændrer selskabet rapporteringsvaluta fra EUR til DKK. Også på dette punkt virker planen gennemtænkt, idet under halvdelen af koncernens omsætning sker i EUR.



Fremtidsudsigter for Solar

IT-systemet Solar 8000 er nu fuldt implementeret i koncernen. Solar 8000 har positiv indflydelse igennem hele organisationsstrukturen i form af øget mulighed for digitalisering og standardisering, herunder videreudvikling af e-handelssystemer. Allerede nu mærkes positive aspekter med stigende salg via selskabets webshop og Solar Mobile App. Solar 8000 vil blive en væsentlig bidragsyder til indtjeningen, og dermed er Solar godt rustet IT-mæssigt til at kunne drage fordel af et opsving i konjunkturerne, når dette på et tidspunkt indtræffer. Solar skønner, at driftsindtjeningen før afskrivninger (EBITDA) årligt vil forbedres med 8-10 mio. € på grundlag af Solar 8000.

De indførte restrukturerings tiltag skal sikre årlige besparelser på 7 mio. € med fuld effekt fra 2016.

En af den nye CEO Anders Wilhelms første beslutninger var, at selskabets hovedsæde skulle flyttes fra Kolding til Vejen, hvor koncernens største lager ligger. I bestræbelserne på at forenkle koncernen, synes denne beslutning at være klog. Det gamle hovedsæde skal sælges, og her ligger der mulighed for at opnå en gevinst i forhold til den bogførte værdi. Det er vores vurdering, at med selskabets normalt meget konservative bogføringspolitik, må bygningen i Kolding være nedskrevet til under en mulig salgspris.

Forretningsmæssigt vil Solar transformere sig fra at være en grossist virksomhed til at blive en sourcing- og servicevirksomhed. Så vidt vi kan vurdere det, vil denne ændring ikke få væsentlig betydning i relation til kunder og selskabets nuværende forretning. Signalet er, at man internt skal optræde mere kundeorienteret og se Solar's indsats som led i en varekæde med en slutbruger som kilde til betaling for arbejdet. Hovedvirket vil formentlig fortsat være varesalg af el-artikler, vvs, ventilation og hertil relaterede tekniske komponenter. Solar har og vil fortsat satse på salg af energibesparende produkter, herunder Blue Energy-konceptet. Med Blue Energy består salget af produkter til energiforbedring både til bestående ejendomme og nybyggeri, men de eksisterende bygninger har størst vægt og medvirker til afsætning ved moderniseringsopgaver, der er mindre konjunkturafhængigt.

Solar har gennemført en række tiltag for at effektivisere. Nu kan man kun vente på, at der igen kommer gang i byggeriet. Her er der desværre ikke udsigt til en væsentlig aktivitetsfremgang i nær fremtid. Omvendt synes bunden i konjunkturcyklen for byggesektoren dog at være nået i nogle lande, fx Danmark. Solar's leverancer kommer sent ind byggeprocessen, hvilket forsinker den positive effekt for selskabet ved et opsving. Konkurrencen er samtidig hård. Overordnet betragtet er der sporadiske tegn på, at byggesektoren er på vej mod moderat opgang. Historisk har byggesektoren altid været præget af hårde faser med nedgang, der så efterfølgende er skiftet til ny og ofte kraftig opgang. Når der igen kommer et opsving i byggesektoren, står Solar bedre rustet end før på grund af iværksatte restruktureringer, tilpasninger og ikke mindst med Solar 8000 fuldt implementeret i koncernen.

Aktien som investering

Som konjunkturfølsomt selskab er Solar under pres rent indtjeningsmæssigt. Mange fornuftige tiltag er dog iværksat, og med Solar 8000 fuldt indført på koncernniveau, er Solar godt rustet til at nyde godt af et opsving i byggesektoren. Ingen ved hvornår der igen kommer gang i aktiviteterne i byggesektoren, men tidspunktet nærmer sig. 2015 bliver dog formentlig et overgangså med fortsat mat indtjening. Fra 2016/2017 er det vores klare forventning, at Solar igen vil kunne udvise betydelig fremgang i indtjeningen. I første omgang baseres dette skøn på de indførte restrukturerings tiltag, men 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. Langsigtede investorer bør derfor begynde at overveje køb af aktien.

Solars balance er stærk, og likviditetsmæssigt råder selskabet over en uudnyttet kreditfacilitet på 99,5 mio. €. Denne facilitet er ikke af bankerne bundet op af krav til omsætning og indtjening. Det giver Solar finansielt råderum – også til at udlodde udbytter trods en svag indtjening. Linjen har dog altid været forsigtig omkring pengeanvendelsen. Tilsvarende må der forventes nogle år uden tilkøb, da kræfterne skal bruges på forbedringer i datterselskaberne og lancering af projekter med at opnå fordele ved tværgående indsats for produkter, så Solar kan komme til at fungere som en mere sammentømret koncern med offensiv styrke.

Det kommer til at tage nogen tid endnu, men der er for os at se meget, der peger mod en ny periode for Solar med fremgang i både omsætning og indtjening, så man atter kan komme op på et tilfredsstillende niveau. Vi hæver derfor vores kortsigtede anbefaling fra Hold til Køb og fastholder langsigtet køb.

Regnskabstal

mio. €	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
Omsætning	1.402	1.532	1.701	1.532	1.500	1.560
EBITA	49	39	38	22	9	32
EBIT	42	27	29	13	0	23
Resultat før skat	35	20	23	6	-6	18
Nettoresultat	25	12	16	3	-5	13
Balance	684	724	767	665	670	700
Nettogæld	99	120	75	42	60	50
Immaterielle aktiver	69	86	81	70	63	54
Materielle anlægsaktiver	175	170	168	160	154	152
Egenkapital	285	282	295	287	269	280
Antal ansatte	2.955	3.200	3.596	3.333	3.225	3.150
Res. pr. aktie DKK	23,0	12,0	15,0	2,8	-4,7	12,2
Udbytte i DKK	10,0	5,2	6,65	12,0	2,0	5,0
Indre værdi i DKK	270	267	270	271	253	263
EBITA/Omsætning %	3,5	2,5	2,2	1,4	0,6	2,1
Egenkapitalforrentning %	9,1	4,2	5,4	1,0	NA	4,7
Egenkapitalandel %	42	39	38	43	40	40



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.