

Konklusion

Processen med interne forbedringer og effektivisering fortsætter. Ledelsen har fået vendt udviklingen i det store hollandske datterselskab, og den tyske enhed er blevet solgt. Problemerne er dermed løst, og nu drejer det sig om at klare nye udfordringer som Norge, der er ramt af faldet i olieprisen. Hovedopgaven består fremover i at udvikle forretningen positivt og udnytte de muligheder som fremkommer – og det skal finde sted nærmest på trods af de ydre forhold, hvor et generelt opsving i økonomien i EU hele tiden skydes længere ud i fremtiden. Selskabet har mulighed for en betydelig forbedring af indtjeningen i de kommende år inden for de eksisterende rammer, så vidt vi kan bedømme forholdene.

Udvidelsen med den hollandsk baserede virksomhed MAG45 åbner nye muligheder for vækst inden for industrikunder. Hvis MAG45 kan kombineres konstruktivt med Solar's eksisterende virksomheder, kan det for alvor blive et lukrativt setup.

Aktiekursens udvikling er bemærkelsesværdig, ved at der i årenes løb er indtrådt drastiske kursdrop fulgt af en fase med støt stigende værdi af aktien. Efter den seneste nedtur burde upside atter være perspektivet.

Aktien må anses for undervurderet ved det nuværende P/E tal på 14 og Kurs/Indre værdi på 1,5 samt udsigt til stigende rentabilitet i de kommende år fra den gældende situation med en forrentning af egenkapitalen på 10 % (forventet for 2016).

Aktuel Kurs: 333

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.571 mio. DKK

Antal aktier: 7,72 mio. styk (0,9 mio. A og 6,82 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q2 regnskab den 11-08-2016



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

De forsigtige udmeldinger i årsregnskabet fastholdes i Q1 rapporten. Ledelsen forventer ikke at opnå organisk vækst i 2016, og EBITA estimeres at ramme samme niveau som i 2015 (justeret for særlige poster), dvs. cirka 290 mio. kr. Forbedring indefra via IT og effektivisering er fortsat linjen. Tilbagekøb af egne aktier forventes afsluttet pr. 30-06-2016.



Muligheder

Solar fremstår strømlinet og klar til at udnytte et økonomisk opsving. Man har et stort strategisk frirum takket være en styrket balance med lav gearing og er klar til nye opkøb. Indtjeningen er øget ved omstruktureringer, frasalg og implementeringen af IT-systemet Solar 8000. E-handelsandelen på 46 % vokser hele tiden. Solar tilbyder værdifulde og stærke totalløsninger til kunderne. God service skal skabe pricing power og konkurrencemæssige fordele i en hård branche med lave marginer.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 325-425 (før 340-425)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 450-550 (uændret)

Tidligere anbefaling 07-03-16 Kort/Lang: Køb / Køb v. 348

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 452 / 306

Risici

Rentabiliteten i branchen er kraftigt svingende grundet korrelationen til den økonomiske cyklus i Europa. Aktuelt er den europæiske økonomi usikker med lav vækst. Det er uvist, hvornår et egentligt økonomisk opsving i Europa for alvor vil tage fart. Konkurrencen er hård og prispresset stort. Solar prøver at navigere uden om det via bedre service. Spørgsmålet er, om Solar på længere sigt vil lykkes med at løfte indtjeningen markant, hvis de andre udbydere fastholder fokus på hård konkurrence om prisen.

Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas ledende sourcing- og servicevirksomheder primært inden for el-, vvs- og ventilationsteknologi. Solar tilbyder forhandling, rådgivning og løsninger med tekniske komponenter og inden for energibesparelse. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre. Salgshåndteringen sker i stigende omfang via internettet, som udgjorde 46% af omsætningen i 2015. Strukturen i de enkelte lande består af datterselskaber, der i årenes løb er blevet opkøbt. Segmenterne er delt op i "installation", "industri" og "andet". Installation omfatter fx salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet, mens industrisegmentet dækker over salg til produktionsvirksomheder. Det sidste segment udgøres af diverse små, komplementære aktiviteter. Fordelingen af omsætningen i Q1/2016 var således: Installation 66, Industri 27, Andet 7 %.
- Koncernen beskæftigede i Q1 i alt 2.968 medarbejdere (2.871 ultimo 2015).
- Selskabet er afhængig af udviklingen i bygge- og industrisektoren. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Man er indirekte påvirket af prisen på olie og el, men det er heldigvis tosidet. På den ene side giver høje energipriser private en fordel ved at spare og investere i udstyr hertil. På den anden side har salget til offshore gavn af høje oliepriser. I øjeblikket er situationen modsat, hvilket har væsentlig betydning i det norske datterselskab. Solar søger at knytte kunderne tættere til sig for at skabe varige relationer og bedre at kunne efterleve kundernes skiftende ønsker og behov, hvorfor service, et stort produktudbud plus sikker og hurtig levering er fokusområder. Det er hensigten, at sådanne høj kvalitets- og totalløsninger skal give kunderne et incitament til at handle hos Solar frem for konkurrenter med lavere priser. Rådgivning og undervisning omkring energioptimering har til formål at øge salget af energibesparende produkter, der har en helt anden struktur end byggesektoren. Det giver Solar en moderne, grøn profil.
- Solar har hovedsæde i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Polen og Østrig. Solars nøglemarkeder er Danmark, Sverige, Norge og Benelux. Geografisk er omsætningen fordelt således i Q1/2016: Danmark 27, Sverige 22, Norge 16, Benelux 26, Andre lande 9 %.
- Det fælles IT-system, Solar 8000 (SAP løsning), er fuldt implementeret i koncernen. Investeringen på i alt ca. 400 mio. kr. forventes tjent tilbage i løbet af 6-7 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ejerforhold pr. 31-12-2015 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Kolding 15,6 % (57,5 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 11,6 % (5,7 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %) og RWC Asset Management LLP, London 8,4% (4,2%). Egne aktier udgør 2,6 %. De resterende aktionærer ejer 51,5 % af aktiekapitalen. I alt havde Solar 3.769 aktionærer pr. 31-12-2015.

Succesfuld transformation

Solar har i de senere år oplevet et stærkt pres på driftens rentabilitet grundet hårde markedsvilkår i flere lande i Europa. Det kulminerede i 2014, hvor Solar endte året med et underskud før skat på 122 mio. kr. Solar har arbejdet intenst på at omstrukturere forretningen på flere måder. Den mest iøjnefaldende forbedring har været implementering af IT-systemet Solar 8000, som nu anvendes i hele koncernen og allerede giver positive effekter. Solar har også frasolgt det relativt lille og underskudsgivende tyske datterselskab samt Aurora Group. Målet har været og er fortsat at blive mere strømlinet. Samtidig fokuserer man på værdiskabelse ude hos kunderne, og ledelsen har derfor ændret segmentopdelingen til kundetyper frem for den produktmæssige placering.

Anders Wilhjelm har siden sin tiltræden 01-05-2014 stået i spidsen for koncernen og lanceret et koncept med fokus på kunden. Det er en vedvarende proces, som forekommer at være succesfuld selv om resultaterne kommer gradvis. Det bør derfor være muligt at løfte Solar's indtjening og pengestrømme til et betydeligt højere niveau i de kommende år – dog afhænger det af de ydre rammer i form af den samfundsøkonomiske udvikling i de lande, hvori man driver forretning. Solar er nemlig følsom over for udsving med gode og dårlige tider, hvor især byggeaktiviteten optræder som en svingfaktor med stor effekt på konkurrencen og dermed overskudsgraden. Modtrækket fra Solar's side har i årevis bestået i at sikre en markeds-mæssig stærk og finansielt robust koncern, som kan stå solidt og klare sig sikkert igennem hårde tider. Det er Solar i færd med, men skuffelsen siden afsparingen i efterspørgslen ved Finanskrisen i 2008 har været en unormal træg fremgang. Ydre mathed har år for år stillet nye og skrappe krav til indre forbedring. Det er heldigvis lykkedes på mange punkter, og et vigtigt punkt er den rentebærende gæld, som er reduceret fra brutto 1,1 mia. kr. i 2011 til 490 mio. kr. ultimo 2015. Netto var der en positiv likvid stilling med en saldo på 184 mio. kr. Købet af virksomheden MAG45 har i Q1 krævet 53 mio. kr., men frasalg af anlægsaktiver (ejendomme) opvejer det næsten med 38 mio. kr. i provenu. En stor forøgelse i driftskapitalen har sammen med opkøbet af egne aktier ført til en forringelse af den stærke likvide stilling, således at Solar nu har nettogæld på 156 mio. kr. Udbyttet for 2015 på 77 mio. kr. er først betalt i april måned. Koncernen er med andre ord næsten selvfinansieret og har derfor plads til at foretage store opkøb, hvis sådanne muligheder dukker op.

Efter strategiskiftet fra en profil som engrosvirksomhed til sourcing- og servicevirksomhed har Solar nu fokus på at skabe langvarige kundeforhold. Solar er ikke altid billigst på pris men vil i stedet være bedst på kvalitet. Et højt serviceniveau skal også omfatte værdigivende total løsninger for kunderne. Det er hensigten at aflaste kunderne for problemer ved at tilbyde overskuelige løsningspakker, hvorved Solar bliver en mere værdifuld sparringspartner for kunden med mulighed for udvidelse af samarbejdet på sigt. Tillidsforholdet mellem Solar og kunderne giver dermed Solar vigtige kvaliteter som leverandør, hvilket reducerer betydningen af prisen. Et middel i denne strategi er eksempelvis konceptet Fastbox – introduceret i 2012 - som giver kunderne mulighed for at bestille varer via Internettet, smartphone eller tablets med en leveringstid på kun 1-2½ time alt afhængigt af, hvor kunden befinder sig. Dette koncept har haft stor succes i Danmark, hvorfor man i 2015 også indførte denne service i Sverige, Norge og Holland. Det må forventes, at Solar fremover vil komme med flere nye initiativer for at øge kundeloyaliteten og dermed indtjeningsmulighederne. I udførelsen af opgaven som håndværker kan man spare tid ved at have en pålidelig leverandør som Solar med et stort udvalg og hurtig levering. Ventetid eller spild af tid på kørsel efter de nødvendige komponenter er et stort praktisk problem, som alle taber på og kunden må betale.

Opnåede forbedringer og fortsat effektivisering

I 2015 bogførte man et nettooverskud på 167 mio. kr. fra de samlede aktiviteter, men heri er indregnet indtægter fra frasolgte datterselskaber, hvorfor det reelle overskud fra den fortsatte drift udgjorde 134 mio. kr. Arbejdskapital i forhold til omsætning ramte et meget lavt niveau i 2015 på kun 9,3 %, og i Q1 er det da også forringet. Dette nøgletal har i perioden 2011-2014 svinget mellem 10 og 15 %, hvilket indikerer at Solar har forbedret sin evne til at skabe salg pr. kroners arbejdskapital. Med frasalgene og diverse strømningstiltag har man skabt et stærkt grundlag for at opnå en forbedret overskudsgrad fremadrettet. Man har endvidere revurderet sine finansielle mål. Det er Solar's mål fremover at 1) generere lønsom vækst over markedsvæksten (dvs. forbedre markedsandelen), 2) generere et langsigtet afkast på den investerede kapital (ROIC) på over 10 %, 3) bibeholde en soliditetsgrad på 35-40 %, 4) opretholde en gearing (netto rentebærende gæld ift. EBITDA) på 1,5-2,5x og 5) udbetale 35-45 % af overskuddet til aktionærerne via udbytter. Samtlige mål er opfyldt i 2015 på nær gearingsmålet, idet Solar havde negativ gearing med penge i banken netto. Man må dog forvente, at denne ratio stiger, da Solar vil nedbringe kontantbeholdningen via udbyttebetaling og opkøb af egne aktier suppleret af offensive opkøb af andre virksomheder. Vækstmålet indikerer, at Solar er indstillet på at vinde markedandsdele via deres nye og stærkere fokus på kunderne.

(mio. kr.)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftspengestrømme	348	361	427	310	187	331
- Inv. i materielle aktiver	48	17	53	81	41	25
= Frie pengestrømme	300	344	374	229	146	306
CROIC*	10,5%	11,4%	13,5%	9,3%	7,2%	18,6%

* Cash return on invested capital (frie pengestrømme divideret med investeret kapital)

Tabellen ovenfor viser en virksomhed, som genererer relativt stabile frie pengestrømme. Udviklingen i 2015 må dog anses for ekstraordinær positiv.

Hvad skal pengene bruges til?: Udbytte, køb af egne aktier og opkøb af dynamiske, tekniske handelsfirmaer

En virksomhed kan betale penge tilbage til aktionærerne ved at betale udbytter og/eller opkøbe egne aktier. Solar har valgt både-og. Aktietilbagekøb er en god idé, hvis bestyrelsen vurderer, at virksomheden er lavt prissat. Solar igangsatte et aktietilbagekøbsprogram den 23-11-2015 på 70 mio. kr. med ønske om at købe aktierne frem mod den 30-06-2016. I forhold til selskabets samlede børsværdi er der dog tale om et begrænset omfang. Formentlig ønsker ledelsen at opbygge kapital med henblik på nye udvidelser via opkøb, så man for alvor kan udleve mottoet om at være den ledende leverandør inden for tekniske komponenter. Købet af MAG45 er den første store udvidelse, som Anders Wilhelm har besluttet. Så vidt vi kan forstå virksomhedens koncept, peger det i retning af en mere moderne profil som komponent-leverandør med fokus på tæt samarbejde med industrikunder (sourcing og logistik). Hvis man effektivt formår at klare denne funktion, vil salget til industri kunne udvides markant, og udnyttelse af dette store, slumrende potentiale er måske sigtet. Solar har nemlig større ekspansionsmulighed her end over for håndværkere og installatører.

Solar er en interessant langsigtet placeringsmulighed

Ledelsen fortsætter med at gennemføre interne ændringer. I Holland har det ført til tab af nogle kunder efter en kraftig reorganisering med samling af aktiviteten for at reducere omkostningerne, men det er en pris som accepteres. Man kan til gengæld glæde sig over, at den store forretning nu ser ud til at være bragt tilbage på sporet og har udsigt til fornuftig indtjening. En sidegevinst består i mulighed for frasalg af bygninger som frigives fra driften, og samling på færre steder reducerer det samlede varelager væsentligt.

Tilkøbet i år af MAG45, der oprindeligt var en intern enhed i Philips koncernen og derfor har hjemsted i Eindhoven, kan åbne et nyt og spændende marked. Selskabet er specialiseret i håndtering af tekniske komponenter til industrikunder, idet man tager sig af det ofte store antal forskellige leverandører, som indgår med en lav andel i det samlede vare-flow. Her er kunden interesseret i ekstern hjælp, mens de selv ønsker at foretage indkøb direkte af de større komponenter hos centrale leverandører. MAG45 kan varetage resten og prøve at opnå stordrift herved, ligesom de kan opretholde lagre og sikre kunden hurtig levering. Men den form for logistik kræver dygtig styring for at være rentabel. Småting skal rumme en god bruttoavance og gevinst ved at kunne være mellemlid for mange af disse kunder (stordrift).

Sandsynligvis ønsker Solar-ledelsen at få et brohoved med gode faglige kompetencer, hvorefter der kan tænkes opnået en form for synergi med selskabets eksisterende lagerførende datterselskaber. Der må findes store salgsmuligheder hos industrikunder, hvis man kan tilbyde en god service (lagre og hurtig/præcis levering) og fornuftige priser. Det er straks sværere at udvide markedsandelen inden for det oprindelige virkefelt med elektriske komponenter til installatører.

Udviklingen i de nordvesteuropæiske lande har år efter år skuffet, og det længe ventede opsving lader fortsat vente på sig. Vel er der ikke krise, men den økonomiske vækst er så svag, at kapaciteten forbliver rigelig stor, og konkurrencepresset mellem leverandørerne vedbliver at være skarp. Denne permanente(?) situation stiller høje krav til selskabets interne effektivitet. Det har man klaret pænt, samtidig med at Solar 8000 IT-investeringen er blevet gennemført. Den generelle udvikling med øget brug af IT-udstyr til varebestilling og kommunikation følger man også med i, og de afledte nye servicetilbud om hurtig levering er blevet taget godt imod af kunderne.

For indeværende år forventer ledelsen uforandret omsætning og indtjening. EBITA overskudsgraden lå sidste år på 2,8 %. Selskabet præsterede en bruttoavance på 20,8 %, og niveauet omkring 21,0 % ser ud til at fortsætte. Debitortab udgør et svingende problem, som man generelt har klaret som en beskeden udgiftspost. Med udsigt til positiv udvikling i økonomien burde der ikke komme problemer fra den kant i de nærmest kommende år.

Der er to til dels sammenkædede parametre, som er afgørende set fra investorernes synspunkt, idet de jo fokuserer på udviklingen i selskabets indtjening: 1) hvor høj kan overskudsgraden (EBITA) blive, og 2) kan omsætningen øges væsentligt, herunder salget opgjort per medarbejder? I 2015 præsterede hver medarbejder: en omsætning på 3,7 mio. kr. med et dækningsbidrag på 766.000 kr. og et EBITA driftsoverskud på 103.000 kr. Vi skønner, at potentialet er en overskudsgrad på ca. 4,5 % og en omsætning (2015-basis), der kan blive 20-25 % højere vurderet ud fra de nuværende forhold. Over tid vil effektivisering med stadig mere selvbetjening fra kundernes side kunne give en yderligere stigning i dette tal. Teoretisk set ville det altså i 2015 have været muligt at opnå en fordobling af EBITA beløbet per medarbejder ($3,7 \times 1,25 \times 0,045 = 208.000$ kr.). Såfremt dette skøn er nogenlunde rigtigt udført, burde der være mulighed for en markant forbedring i de kommende år, og vi forventer, at ledelsen med succes vil stille efter at udnytte disse muligheder. For selskabet som helhed svarer det til et EBITA overskud på op mod 600 mio. kr., men det siger sig selv, at der ikke foreligger så stort et uopdyrket salg, hvorfor en stor del skal indhentes via besparelser, ligesom det vil tage tid at udnytte. Disse tal må betragtes som grove skøn.

Pointen synes dog klar: der er mulighed for at opnå en markant forbedring af den løbende indtjening og mersalg i den eksisterende ramme. Kapitalmæssigt har Solar en solid platform og mulighed for at udvide med tilkøb, hvis muligheder opstår. Det afhænger af udbuddet, og her er der langt mellem tilbud på veldrevne virksomheder. Hidtil har Solar formået at gennemføre sådanne opkøb til rimelige priser og med en efterfølgende integration uden negativ indvirkning på den eksisterende orden i koncernen. Forsøget med opkøb i Tyskland er en undtagelse, som er blevet afviklet igen, og her besluttede man klogt nok ikke at bruge penge på at indføre Solar 8000 - men derimod at sælge det hele.

Stagnation er perspektivet for indeværende år. Selv om der er stigende aktivitet flere og flere steder, så er tempoet for lavt til at kunne ændre vilkårene for leverandører som Solar. Tilsyneladende æder man gevinsterne op i en lang kæde: først begunstiges developers, så byggefirmaer, så håndværksfirmaer, så medarbejdere og så leverandører som Solar. Det tager tid, før leverandørerne får deres del af gevinsten.

Udsigten for 2017 og videre frem er imidlertid positiv med mulighed for et forsinket skub fremad af et opsving. Som anført kan MAG45 blive en spændende udvidelse af virkefeltet, men det skal helst kunne kombineres med Solar's eksisterende forretninger i de enkelte lande.

Aktien (333) handles til P/E knapt 14. Kurs/Indre værdi forholdet ligger på 1,5. Aktiekursen afspejler efter vores opfattelse ikke det store potentiale for forbedring, som vi regner med vil blive udnyttet i løbet af de næste 3-4 år.

Regnskabstal

Mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	11.408	12.201	10.463	10.252	10.587	11.000
EBITA	291	263	225	117	296	300
EBIT	199	198	160	-73	249	250
Resultat før skat	146	156	106	-122	201	240
Nettoresultat	91	117	21	-234	167	185
Balance	5.398	5.724	4.961	4.574	4.671	4.900
Nettogæld	897	559	316	302	-184	0
Immaterielle aktiver	641	603	524	339	333	385
Materielle anlægsaktiver	1.261	1.246	1.187	937	882	860
Egenkapital	2.112	2.203	2.138	1.732	1.831	1.875
Antal ansatte	3.200	3.596	3.333	2.898	2.871	3.000
Res. pr. aktie DKK	12,0	15,0	2,8	-29,8	21,3	24
Udbytte i DKK	5,2	6,65	12,0	7,0	10,0	10,0
Indre værdi i DKK	267	270	271	219	234	243
EBITA/Omsætning %	2,5	2,2	1,4	1,1	2,8	2,7
Egenkapitalforrentning %	4,2	5,4	1,0	NA	9,4	10,0
Egenkapitalandel %	39	38	43	38	39	38

Angivelsen af nettogælden indebærer, at en positiv nettolikviditet fremstår med minus som fortegn.



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.