

ANALYSE AF SOLAR A/S

efter Q3-regnskab 2025

- En forbedring af markedsforholdene lader vente på sig, og 2025 udvikler sig derfor ikke helt så godt, som Solar har budgetteret med. Af denne grund har Solar for anden gang i år nedjusteret forventningerne til årets omsætning til 12,0 mia. kr. og EBITDA til 460 mio. kr.
- Det står klart efter en omsætning på 9,1 mia. kr. i Q1-3 svarende til en organisk vækst på 1%. Det positive bidrag til væksten kommer udelukkende fra Solar Polaris, der i år har nydt godt af levering af solceller til en stor solcellepark. Uden fremgangen hos Solar Polaris faldt omsætningen på koncernniveau med 1,1%.
- EBITDA endte på 296 mio. kr. i Q1-3, hvilket er i den lave ende af selskabets forventninger. Periodens indtjening er påvirket af flere ekstraordinære poster til blandt andet lagerændringer i Sverige, øgede lønudgifter og restruktureringsudgifter, der dog på sigt vil bidrage med mere til indtjeningen, end de belaster i 2025. Korrigeret for XO-poster var EBITDA-marginen på 4,0% mod 4,6% i samme periode året før. Værre er det altså ikke.
- Alle markeder har oplevet uændret eller negativ vækst i årets første tre kvartaler med Solar Polaris som den positive undtagelse. Den positive effekt herfra aftager dog i Q4.
- Solar har valgt i et udfordrende marked at købe Sonepar Norge for 315 mio. kr. Købmandsmæssigt er det klogt at købe i perioder, hvor der ikke er boom-tilstand. Prisen anser vi for fair svarende til lidt over 5 x EBITDA. Med købet styrkes positionen på det norske marked, hvorfra der fremadrettet ventes vækst og stigende indtjening. Opkøbet vil medføre overgangsomkostninger på ca. 60 mio. kr. med bogføring i 2026. I de efterfølgende år ventes positive synergier, skalering i salget og styrket indtjening.

AKTUEL KURS: 196**Børs: MidCap indekset****Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 1.443 mio. DKK****Antal aktier: 7,36 mio. styk (0,9 mio. A og 6,46 mio. B-aktier)**

Antal aktier stiger med 646.000 nye aktier, der er blevet solgt til kurs 191. I ovenstående og i efterfølgende skema for regnskabstal har vi ikke indregnet de nye aktier, da de først bliver registreret pr. 17. november 2025.

- 1/3 del af købsprisen finansieres ved udstedelse af 646.000 nye aktier, der allerede er blevet afsat til kurs 191. 2/3-dele af købsprisen sker ved gældsoptagelse i Danske Bank og Nordea. Det vil på den korte bane få gælden i forhold til EBITDA til at overstige selskabets mål om en maksimal gearing på 1-3 x EBITDA.
- Solar fortsætter med at investere i tiltag, der på sigt vil bidrage positivt til indtjeningen. Solar har over flere år investeret en milliard kroner i automatiseringsprocesser som fx AutoStore, der frigiver lagerkapacitet og reducerer udgifter til personale m.m. Også i 2026 vil der blive investeret yderligere i ny robotteknologi, men efter 2026 vil investeringerne falde til normale niveauer, hvilket vil bidrage positivt til indtjeningen. Efter 2026 vil Sonepar Norge også bidrage til at øge vækst og indtjening.
- Trods udfordringer, usikkerheder, nedjusteringer og et skuffende fald på 34,6% i aktiekursen i år skal man efter Aktieinfos vurdering holde fast i aktien. Til nuværende kurs anser vi Solar for at være et godt langsigtet køb for investorer, der har tid og råd til at vente på bedre tider.

ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab 2025

AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 190-210

Kursudvikling 12-18 mdr.: 210-275

Kursudvikling 18-36 mdr.: 275-350

Årsregnskab den 5. februar 2026.

Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 320 / 194,4



Spændende opkøb i Norge.

Solar har for 315 mio. kr. købt Sonepar i Norge. Det skal styrke de norske aktiviteter via stordriftsfordele og en betydelig styrkelse af netværket af filialer i landet. Sonepar Norge er aktiv på markedet for B2B-distribution af elektrisk materiel med stærkt fodfæste i installationssegmentet og i mindre grad i industrisegmentet. Selskabet har en stabil kundegruppe på ca. 4.000 kunder, hvoraf mange af kundeforholdene strækker over 10 år. Det vidner om et selskab, der leverer, hvad der lovedes og derfor har stabile kunder, hvilket falder godt i tråd med, hvad Solar står for. Sonepar Norge har et centrallager i Drammen og en portefølje på over 12.000 lagerenheder med fokus på ESG-kompatibel sourcing. Desuden råder man over 13 lokationer i Norge. Selskabets 115 ansatte leverer en årlig omsætning i niveauet 700 mio. kr. Solar oplyser, at man forventer et årligt EBITDA-bidrag fra købet af Sonepar Norge på ca. 60 mio. kr. inklusive synergier. Købsprisen er således en faktor lidt over 5 målt mod EBITDA, og 315 mio. kr. i købspris sat i forhold til en ventet omsætning på 700 mio. kr. Købsprisen forekommer fair. Opkøbet vil påvirke årets resultat negativt med 5 mio. kr., mens estimerede overgangsomkostninger på ca. 60 mio. kr. først bogføres i 2026.

Sonepar Norge og Solars nuværende aktiviteter i landet passer godt sammen, idet Sonepar i lighed med Solar tilbyder sourcing og service indenfor el-, ventilations- samt klima- og energiløsninger. Solar køber således

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2025

For anden gang i år har Solar nedjusteret forventningerne, der nu lyder på en omsætning på 12 mia. kr. svarende til en negativ organisk vækst på 0,5 % og et EBITDA-resultat på 460 mio. kr. Ved årets start var der forventet en stigning i omsætningen til 12,3-12,8 mia. kr. og et EBITDA-resultat på 530-600 mio. kr.

Samtidig med nedjusteringen pointerer Solar, at EBITDA-marginen i 2026 vil blive forbedret med ca. 0,8 % i forhold til Guidance for 2025.

Af seneste regnskab fremgår det, at selskabet på sigt forventer betydelig vækst i omsætning og indtjening som følge af iværksatte initiativer omkring lukning af lagre i Sverige og samling i et nyt logistikcenter i Kumla. Købet af Sonepar Norge vil også sikre vækst og øget indtjening på sigt.



ANALYSE AF SOLAR A/S

efter Q3-regnskab 2025

en konkurrent af banen, og vil fremadrettet nyde godt af en række potentielle synergier. Solar Norge vil fremadrettet fremstå stærkt med gode kunderelationer og et styrket netværk fordelt i landet. Transaktionen har en indvirkning på 5 mio. kr. i 2025. Integrationen ventes afsluttet inden udgangen af første halvår 2026. Myndighedsgodkendelser forventes i begyndelsen af december 2025.

Aktieemission skal delvist finansiere opkøbet

Solar har allerede 11. november afsluttet den varslede emission ved udstedelse af 646.000 nye B-aktier, der via en accelereret bookbuilding proces er blevet solgt til kurs 191. Storaktionæren, Fonden af 20. December, som ejer 17 % af Solars aktiekapital deltog pro rata i emissionen og garanterede i øvrigt hele transaktionen. Samlet sikrede emissionen et provenu på ca. 120 mio. kr. efter transaktionsomkostninger. Restbeløbet op til 315 mio. kr. finansieres ved gældsoptagelse hos selskabets bankforbindelser, Danske Bank og Nordea.

Efter emissionen er der i alt udstedt 900.000 A-aktier (uændret) og 7.106.000 B-aktier (en stigning på 646.000 aktier).

Solar fortsætter med at investere i tiltag, der på sigt vil forbedre indtjeningsevnen. Efter 2026 falder investeringerne til et mere normalt niveau til gavn for indtjeningen.

Solar har i de seneste mange år investeret i tiltag, der har bidraget til effektivitet i organisationen og driften til gavn for indtjeningen. Der er satset voldsomt på digitalisering, hvilket netop sikrer høj effektivitet, lav fejlmargen og hurtig levering til kunderne. 65 % af alle kundeordrer modtages og håndteres digitalt.

For nærværende investeres der i lagerudvidelse og automatisering. Således skal AutoStore systemet være fuldt implementeret på alle fire hovedmarkeder i 2026, hvor 279 robotter på automatisk vis plukker produkter fra næsten 300.000 kasser. Automatiseringen kombineret med lageroptimeringer og samling af lagre vil udvide lagerkapaciteten med 25 % i Danmark, Sverige og Holland. Byggeriet af et nyt logistikcenter i Kumla i Sverige er foran planen, hvilket har muliggjort fraflytning fra et bestående lager i Halmstad før tid. Et lager i Örebro er blevet solgt, hvilket også gælder lageret i Duiven i Holland. Her samles lageraktiviteter fremadrettet i Alkmaar. Investeringerne i nye lagre koster på den korte bane, men langsigtet er der store besparelser at opnå, blandt andet ved at gøre brug af den nyeste teknik herunder AutoStore i nye faciliteter.

Investeringer i lagrene og udvidelser sikrer, at Solar kan håndtere 70 % af opgaverne via AutoStore, hvilket øger effektiviteten og forbedrer arbejdsmiljøet. Samtidig reduceres de løbende omkostninger, herunder udgifter til lønninger. Digitaliseringen giver generelt bedre service og leveringssikkerhed til gavn for kunderne. Når AutoStore er fuldt implementeret inden udgangen af 2026, vil det samtidig sikre en standardiseret og effektiv opgaveløsning.

Solars mange investeringer i automatisering, digitalisering og standardisering baner vejen for fremtidig profitabel vækst, da udgifterne hertil klinger af med virkning fra 2026. Dog vil der komme udgifter til integrationen af Sonepar Norge i 2026, men derefter vil der med virkning fra 2027 blive behov for meget lavere investeringer til gavn for indtjeningen i koncernen.

Solve strategiplanen har opstillet en række mål gældende til og med 2026

De overordnede mål til og med 2026 er at styrke og fastholde kunderelationerne ved at tilbyde og udvikle værdiskabende løsninger, der bidrager til at løse kundernes behov på bæredygtig vis. EBITDA-margin skal i løbet af 2026 op på over 5 %. Gearingen (forholdet mellem indtjening og gæld) skal forbedres og igen komme ned i intervallet 1,0-3,0x EBITDA.



ANALYSE AF SOLAR A/S

efter Q3-regnskab 2025

Klima & Energi er et segment, der tapper ind i en megatrend. Politisk er der vedtaget klare mål for nedbringelse af CO₂ emissionen, og de fastlagte mål kræver massive investeringer i vedvarende energiløsninger dækkende varmepumper, solpaner, el-lade standere og ventilationsløsninger, som Solar kan levere. Via ejerskabet af ThermoNova tilbydes store industrielle varmepumper. Solars mål er, at Klima & Energi skal stige og udgøre over 10 % af koncernomsætningen i 2026. Sidste år androg Klima & Energi 9 % af koncernsalget.

Indenfor **Konceptsalg** vil Solar styrke sin position som en troværdig partner i en tidlig del af værdikæden ved at tilbyde logistikservices og rådgivning, der bidrager til en mere effektiv håndtering af kundernes daglige forretning. Det skal ske via de nuværende løsninger, der vil blive udvidet i takt med, at der opstår nye muligheder og/eller behov hos kunderne. Ved hele tiden at tilbyde, hvad kunderne har brug for, fremstår Solar som den rigtige partner, hvilket skal danne basis for mangeårige samarbejdsaftaler. En rød tråd i Solve strategien er, at der skal tilbydes bæredygtige løsninger til gavn for kunderne, Solar og miljøet. Koncept-segmentet har som mål at bidrage med over 0,5 %-point til bruttomarginen frem til og med 2026.

Løsningsbaseret salg skal bidrage til vækst og forbedret indtjening. Over 20 % af koncernsalget i 2026 skal komme fra dette forretningsben. Fokus er på salg af value-addedede løsninger, så kunderne knyttes tættere på Solar, hvor salg til nuværende tilfredse kunder skal danne basis for tilgang af nye kunder. Det skal ske ved at gøre brug af selskabets stærke kompetencer og viden på kerneområderne.

Solar vil i strategiperioden fortsætte arbejdet med at fremme diversiteten og kulturen for at fastholde, udvikle og tiltrække medarbejderne.

ANALYSE AF SOLAR A/S

efter Q3-regnskab 2025



STYRKER

Solar er et anerkendt brand i selskabets kernebrancher med over 100 års erfaring kendetegnet ved pålidelighed og tidssvarende tilbud til kunderne. Solar udvikler og skaber løbende nye services målrettet kundernes behov og ønsker. 65 % af alle kundeordrer håndteres digitalt via webshops, og internt er Solar langt fremme digitalt omkring økonomistyring, lagerstyring, forsendelse til kunderne m.m. Solar har indført nye høje standarder for cyber- og informationssikkerhed, hvilket er vigtigt da mere og mere af forretningen kører digitalt. Solar er gearet til at få gavn af et opsving i byggesektoren og den grønne omstilling.

SVAGHEDER

Solar er afhængig af konjunkturerne både i byggeriet og hos industrikunder. Satsningen på grønne løsninger (varmepumper og energioptimering) er til en vis grad afhængigt af statslige støtteordninger og politisk velvilje hertil. Rentefølsomheden er stor, da byggeriet altid har det bedst i perioder med lave renter, hvilket aktuelt er tilfældet uden at det dog har sikret Solar vækst i salget i år.

solar

MULIGHEDER

ThermoNova har åbnet et nyt marked for salg af store varmepumper til industrielt brug. Koncept- og løsningsbaseret salg skræddersyet til store industrikunder rummer upside for salg og indtjening. Købet af Sonepar i Norge skaber stordriftsfordele via et stærkt netværk af filialer, hvilket åbner for vækst og forbedret indtjening fremadrettet. Det er fortsat muligt at effektivisere drift og lagerlogistik i flere af datterselskaberne. Med den lagte strategi med fokus på kunderne kan salg og indtjening blive løftet i takt med, at kunderne samler alle deres indkøb hos Solar.

TRUSLER

Afhængigheden af konjunkturerne i byggebranchen og industrien er den største trussel. Købet af en ejerandel i ThermoNova er behæftet med risiko, hvis markedet for store varmepumper til industrielt brug ikke slår an. Købet af Sonepar i Norge er også behæftet med risiko, hvis det ikke lykkes at opnå de ventede synergier fra købet. Solar oplever konkurrence fra udenlandske lavprisudbydere. Det er derfor vigtigt, at kunderne forbliver villige til at betale en merpris for produkter og services, ved at de forstår, at det langsigtet betaler sig at samarbejde med Solar.

SENESTE ANALYSER

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling		
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 måneders sigt
14-05-2025	306	275-325	325-350	350-425
27-02-2025	279	250-300	300-350	350-425
18-11-2024	291	275-325	325-375	375-425
09-08-2024	324	325-375	375-425	425-550

ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab 2025

OM SOLAR A/S

- Solar er en førende sourcing- og servicevirksomhed, der kombinerer produksourcing, distribution og værdiskabende tjenester til virksomheder, der beskæftiger sig med el, varme, vvs samt klima- og energiløsninger. Selskabet har over 49.000 kunder.
- Aktiviteterne er opdelt i segmenterne **installation, industri og handel**. Installation omfatter salg af produkter til el- og VVS-installatører. Industri dækker over salg af komponenter mv. til produktions- og forsyningsvirksomheder, infrastruktur, offshore og marine samt logistikforretningen MAG45 og ThermoNova. Trade dækker B2B-salg, Solar Polaris og Højager Belysning.
- Solar har fokus på fire forretningsområder som underkategorier til installation, industri og handel: **Konceptsalg, Klima & Energi, Industri og Trade**. Via disse forretningsområder bidrager Solar til forbedring af byggesektoren og en mere bæredygtig fremtid.
- Kerneforretningen er centreret om produksourcing med målrettede og værdiskabende tjenester, der optimerer kundernes drift. Det drejer sig om lagerdrift, logistik, konceptsalg, cross border løsninger til kunder med aktivitet i flere lande og TCO-konceptet (Total Cost of Ownership). Hovedsigtet er at være kundernes totalleverandør med værdiskabende løsninger, der sikrer kunderne lavere udgift over tid. Desuden tilbydes en række energibesparende løsninger, der kan bidrage til at reducere kundernes CO2-aftryk.
- Salget fordelte sig i 2024 på Installation 55 %, Industri 35 % og Trade 10 %. Opdelt på produkter: el 75 %, varme og vvs 16 %, klima & energi 9 %.
- Geografisk salgsfordeling i 2024: Danmark 33 %, Holland 23 %, Sverige 17 %, Norge 15 %, Polen 3 % og øvrige 9 %.
- 65 % af salget gennemføres digitalt ved kundebestilling af varer via hjemmeside og apps.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Solar har et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og Holland samt et i Norge. Solar beskæftigede ultimo tredje kvartal i år 2.902 ansatte mod 2.880 på samme tid sidste år.
- Ledelse: CEO Jens Andersen (født 1968) og CFO Michael Jeppesen (født 1966).
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 30-09-2025 (stemmerettighed angivet i parentes): Fonden af 20. december, Vejen, 17,0% (60,5%) og Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,8% af de udestående aktier. 48 % af alle aktier er ejet af de ti største aktionærer. Antal aktionærer er oplyst til 13.329.
- Solar har en politik om mindst at udlodde 35 % af årets nettoresultat i udbytte. For 2024 er der udloddet 15 kr. pr. aktie svarende til 110 mio. kr. eller 72 % i pay-out ratio. I perioden 2020-2024 er der samlet udloddet 1.622 mio. kr. til aktionærerne.
- Solar har et mål om at blive nuludledende emissionsmæssigt i 2030. Siden 2020 er der opnået en reduktion af CO2-udledningen på 50 % med et mål om en reduktion på scope 1+2 på 65 % ved udgangen af 2026.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Jens E. Andersen
CEO



Michael H. Jeppesen
CFO



Michael Troensegaard Andersen
Bestyrelsesformand

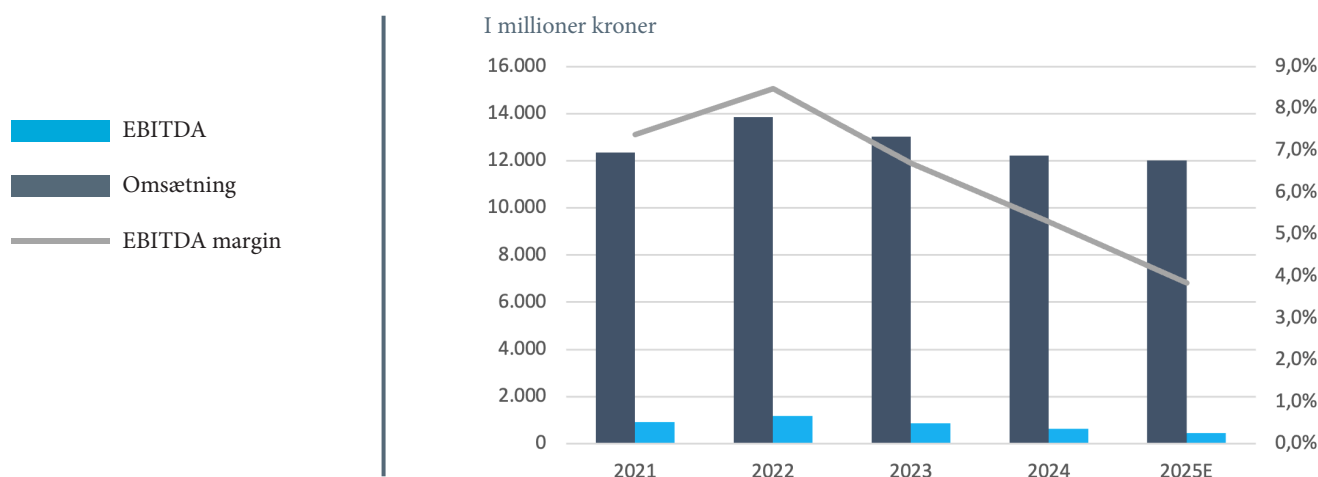
ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab 2025



REGNSKABSTAL (TAL FOR 2024 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

Mio. kr.	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
Omsætning	11.465	12.354	13.863	13.031	12.223	12.000
EBITDA	637	911	1.175	871	646	460
EBITA	455	727	978	648	400	295
EBIT	248	672	909	558	278	270
Resultat før skat	300	322	858	468	192	110
Nettoresultat	222	531	660	348	148	10
Balance	4.607	5.305	5.901	6.112	6.108	6.100
Nettogæld	128	-37	1.074	1.157	1.232	1.300
Egenkapital	1.696	1.952	1.931	1.982	1.874	1.800
Antal ansatte	2.935	2.908	3.019	3.036	2.899	2.900
Res. pr. aktie DKK	30	72,7	90,4	47,5	20,7	1,4
Udbytte i DKK	28	43	90	30	15	15
Indre værdi i DKK	232	265	262	265	255	245
EBITDA/omsætning %	5,6	7,4	8,5	6,7	5,3	3,8
EBITA/Omsætning %	4	5,9	7,1	5	3,3	2,5
Egenkapitalforrentning %	13,5	29,1	34	18	7,7	0,5
Egenkapitalandel %	37	36,8	32,7	31,6	29,9	29,5

I ovenstående skema har vi ikke indregnet provenuet fra emission og ej heller korrigeret for den ventede stigning i gælden. Nøgletal er udregnet på baggrund af det hidtidige antal udestående aktier på 7,36 mio. styk.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q3-regnskab 2025



JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



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 fire gange årligt, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj 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.