

Solar nåede i 2020 de finansielle mål, som blev lanceret med strategiplanen Core i 2017. Nu sættes der nye mål med Core+ for perioden 2021-2023. I 2020 steg EBITA med 26 % trods et lille fald i omsætningen.

- I 2017 iværksatte ledelsen en strategisk omlægning med fokus på Kerneforretningen, stram omkostningsstyring og viderebygning på de iværksatte digitaliseringstiltag. Resultaterne af denne strategi taler sit klare sprog. Målet var, at EBITA-marginen i Kerneforretningen skulle løftes til min. 4,0 % og afkastet af den investerede kapital efter skat til 12 %. De faktisk opnåede resultater blev 4,2 % for EBITA og 15 % for investeret kapital efter skat.
- 2020 blev et godt år for Solar, idet EBITA steg med 26 % til 455 mio. kr. trods et lille fald i omsætningen til 11.465 mio. kr. Den primære årsag til omsætningsfaldet skyldes en bevidst beslutning om at udfase en række produkter, hvor dækningsbidraget ikke var tilfredsstillende. Solar høster nu for alvor frugterne af de senere års massive investeringer på IT-området. Ordrehåndtering, lagerdrift og logistik på tværs af grænserne er blevet digitaliseret, og e-salg overstiger nu 60 % af koncernomsætningen. Det giver stordriftsfordele omkring lagerhåndtering og en mere effektiv og sikker levering overfor kunderne. Det har desuden givet mulighed for at øge konceptsalget og udvikling af konceptet Total Cost of Ownership med store fordele for kunderne. Med unikke løsninger knytter Solar kunderne tæt på sig.
- Strategiplanen Core+ bygger videre på det digitale koncept, som nu er fuldt udbygget i alle lande. Det skal give grobund for mersalg indenfor fire strategiske fokusområder: koncept, klima & energi, industri og handel. Der er lagt planer for, hvordan salget i de fire fokusgrupper skal øges med stigende indtjening til følge. De finansielle mål frem mod 2023 er at sikre en EBITDA-margin på over 6 % svarende til et afkast af den investerede kapital efter skat på over 17 %. Konceptsalg og salg til industrikunder skal vokse til at udgøre hhv. 25 % og 30 % af omsætningen i Kerneforretningen, og andelen af e-salget skal øges til 70 %. Målene synes opnåelige, og derfor vil der frem mod 2023 være basis for at løfte indtjeningen.
- Som følge af den gode udvikling i 2020 foreslås udbyttet fordoblet til 28 kr. pr. aktie (92 % pay-out-ratio). Solar-aktien har for alvor fået medvind. I 2020 steg aktiekursen inklusiv udbyttet 25 %. År til dato er aktiekursen steget med yderligere 25 %. Dette til trods er aktien ingenlunde dyr med et P/E-niveau på 14,8 og et kurs/indre værdi forhold på 1,9.
- Aktien vurderes som en attraktiv placeringsmulighed for investorer med en flerårig horisont og ønske om både et højt direkte udbytteafkast og mulighed for værdistigning baseret på sund vækst og god performance i forretningen. Risikoprofilen må vurderes som normal (konjunkturfølsomhed). Kortsigtet mener vi dog aktien er fair prissat, og derfor ser vi begrænset upside.

Aktuel Kurs: 450

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 3.312 mio. DKK

Antal aktier: 7,36 mio. styk (0,9 mio. A og 6,46 mio. B-aktier)



Selskabets forventninger til 2021

I 2021 venter Solar en omsætning på 11.550 mio. kr. (11.465). Projekt Better Business, hvor man løbende udfaser produkter med for lav indtjeningsmargin, reducerer i sig selv salget med 200 mio. kr.

Fremover guider Solar på EBITDA, der ventes at nå 650 mio. kr. i 2021. EBITA ventes at nå 465. Tallene for 2020 var hhv. 637 og 455 mio. kr. Det svarer til en margin for EBITDA på 5,6 % og for EBITA på 4,0 %.

Core+ strategien har som mål at bringe EBITDA-marginen over 6 % og afkast efter skat på investeret kapital over 17 % i 2023 (13,8 % i 2020).

Aktievurdering:

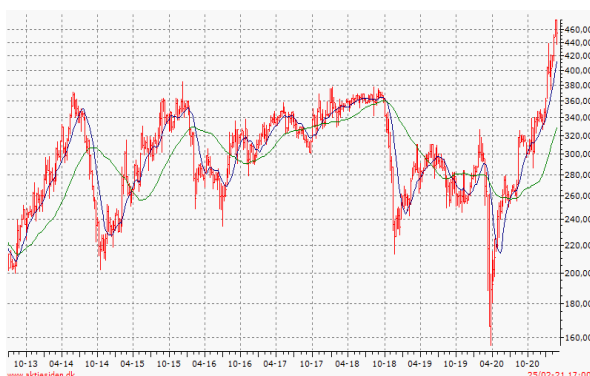
Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 430-480

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 480-530

Næste regnskab: Q1-regnskab den 06-05-2021.

Generalforsamling den 19-03-2021.

Kursgraf fra 2013 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 475 / 156

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Facts om Solar

- Solar er en førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger.
- Kerneforretningen tegner sig for 95 % af koncernomsætningen og består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska og P/F Solar Føroyar. Aktiviteten består i lagerføring og levering af værdiskabende komponenter, produkter og services. Relateret Forretning (5 % af koncernomsætningen) omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi), hvor vægten udgøres af førstnævnte.
- Solar´s aktiviteter er rettet mod Business-to-Business segmentet (B2B) med levering til kunder inden for installation og industri. 2020-salgets fordeling: Installation 62%, Industri 30 % og Trade 8%. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet. Industrisegmentet dækker over levering af komponenter mv. til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Det tredje segment dækker salg til B2B-kunder.
- Omsætningen i 2020 var på 11.465 mio. kr. svarende til en negativ organisk vækst på 2,0 %. Solar Danmark stod for 33 % af salget i kerneforretningen, Holland for 27 %, Sverige for 23 % og Norge for 17 %. De danske aktiviteter opnåede en organisk salgsvækst på 3,2 % og en EBITA-margin på 6,9 %. Øvrige markeder havde negativ salgsvækst, men dog med stigende EBITA-margin i både Sverige og Norge. MAG45 er den vigtigste aktivitet inden for Relateret Business.
- Solar´s styrker er et stort produktudbud, hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen og høj service. Man satser på at skabe langvarige kundeforhold ved at tilbyde værdiskabende løsninger for kunderne. Over 60 % af alle ordrer gennemføres digitalt, hvilket er en nem og hurtig bestillingsmetode for kunderne, ligesom det styrker ordrefæviklingen internt. Nye tilbud udvikles løbende, bl.a. tiltag omkring særdeles hurtig levering i visse byer (FastBox), konceptet Solar Kitbox (levering af alle komponenter til en specifik opgave i en og samme ordre), tilbud om drift af lagre og logistik på vegne af store kunder, cross border løsninger for kunder med aktivitet i flere lande, værdiskabende løsninger ved hjælp af netværkspartnere, og ikke mindst TCO-konceptet (Total Cost of Ownership). Sidstnævnte rummer virkelig værdi for kunderne med lavere udgift over tid. Desuden tilbydes energibesparende løsninger. Solar har en solid økonomisk stilling med lav gæld. Tilsvarende satses der vedvarende på at være i front med metoder og kundetilbud inden for lagerføring og levering.
- Solar påvirkes af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren. Industri-kunder reducerer afhængigheden af udviklingen i byggesektoren. Udviklingen inden for Grøn Energi fremmer brugen af elektriske løsninger. Det giver Solar en gunstig placering, fx omkring de kommende års forventede boom i antallet af el-ladestander.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland og Polen. Fem centralagere er placeret i Danmark (1), Sverige (2), Norge (1) og Holland (1). Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, da disse valutaer står frit i forhold til Euro. Omregningen af EUR til DKK er derimod stabil.
- Ledelse: Jens Andersen (født 1968) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Koncernen beskæftiger 2.935 ansatte mod 3.039 på samme tid sidste år.
- På generalforsamlingen den 19-03 stilles forslag om udlodning af et udbytte på 28 kr. (14 kr. sidste år).
- Aktionærforhold pr. 31.12.2020 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,9% (60,0%), RWC Asset Management LLP, London, 14,7% (7,0%), Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%) og Investeringsforeningen Nordea Invest i Danmark 5,0% (2,4%). Det skal bemærkes, at RWC pr. 13-01-2021 har nedbragt ejerandelen til 9,969 %. Solar ejer egne aktier svarende til 0,8%. Ultimo 2020 havde Solar 4.807 aktionærer. 92,8 % er navneregistrerede.

2020: Bedste resultat i mange år. De langsigtede finansielle mål blev nået og overgået. Ny strategi Core+ skal løfte aktiviteten og indtjeningen yderligere.

2020 var sidste år i Solar´s tre-årige strategiplan, hvis mål var at styrke selskabet på det digitale plan, øge fokus på kerneforretningen, udvikle nye løsninger til gavn for kunderne, så Solar blev en endnu mere attraktiv og langsigtet samarbejdspartner, og at bringe EBITA-marginen i kerneforretningen op på 4 %. Disse mål er blevet indfriet, og nu sætter man barren endnu højere med den nye strategiplan for årene 2021-23 kaldet Core+. Det kommer vi tilbage til. Først et kig på 2020.

Omsætningen faldt 2,0 % til 11.465 mio. kr. Nedgangen skyldes Covid-19 og en bevist beslutning om at udfase produkter med en for lav margin for at gøre forretningskonceptet mere stringent og lønsomt. Det kaldes Better Business. Denne beslutning reducerede omsætningen med ca. 250 mio. kr., og korrigeret herfor var der faktisk en lille organisk vækst i salget. I Kerneforretningen, der står for 95 % af koncernomsætningen, var der organisk vækst på 3,2 % i Solar Danmark og med en stigende EBITA-margin på 6,9 %. Alle øvrige lande oplevede negativ vækst, men dog med løftet EBITA-margin i både Sverige og Norge. I starten af 2019 guidede Solar en omsætning på 11,8 mia. kr., hvilket senere blev reduceret til 11,3 mia. kr. Relateret Forretning løftede salget med 2,7 % til 575 mio. kr.

Indtjeningen blev forbedret markant og oversteg selskabets egne forventninger. Det skyldes flere forhold. Projekt Better Business har bidraget til at løfte bruttomarginerne, ligesom man har været begunstiget af ekstraordinære prisstigninger i Norge. Desuden har selskabet haft et stærkt fokus på omkostningerne. Som en ekstraordinær indtægt har man bogført 7 mio. kr. som følge af en aftale med sælgeren af MAG45. EBITA steg derfor med hele 95 mio. kr. til 455 mio. kr., hvoraf Kerneforretningen bidrog med 456 mio. kr. Relateret forretning reducerede sit underskud fra 19 til 1 mio. kr. For året nåede Solar derfor det vigtige mål om at bringe EBITA-marginen i Kerneforretningen op på 4,0 % i 2020 med et faktisk niveau på 4,2 %. Et andet vigtigt og relateret finansielt mål for 2020 var at bringe afkastet af den investerede kapital efter skat op på 12,0 % og her overgik man målet med en forrentning på 15 %.

Fremgangen i indtjeningen skyldes naturligvis et højt aktivitetsniveau, men man begynder for alvor nu også at høste frugterne af de senere års massive IT-investeringer. Solar 8000 SAP-systemet blev for et par år siden fuldt integreret i hele koncernen og giver det ønskede løft i andelen af det digitale salg, der nu står for over 60 % af omsætningen. Solar 8000 har desuden skabt ensartethed på tværs af selskaberne i de lande, hvor man er aktiv. Implementering af SAP eWM (Extended Warehouse Management) effektiviserer lagerhåndteringen og sikrer levering til kunderne til tiden. Arbejdet hermed startede i juni 2018 og er nu fuldt på plads i hele koncernen (integreret i Alkmaar, Holland som sidste sted i januar i år). AutoStore skal implementeres på koncernens lagre, hvilket øger lagerkapaciteten. Indtil videre er det sket i Norge og Holland. Lageret i Vejen er under udvidelse med 10.000 ekstra kvadratmeter. Når byggeriet står færdigt, vil lagerkapaciteten stige med 25 %.

2020 blev også året, hvor Solar valgte at sælge sin aktiepost i BIMObject. Aktierne blev købt i H2 2017 for 172 mio. kr. og solgt i oktober sidste år for 237 mio. kr. Købet i 2017 skete i henhold til en strategi om at købe sig ind i udvalgte selskaber, som skulle udvide produktudbudet med tilbud til kunderne om avanceret digital teknologi til teknisk design mv. Denne strategiske satsning er dog blevet skrinlagt, idet CEO Jens Andersen ved sin tiltræden valgte at fokusere på Kerneforretningen. Vi billiger, at selskabet har valgt helt at afhænde aktieposten i BIMObject, da det giver større transparens i den fortsættende forretning med Kerneforretningen (cash-cowen) og Relateret Forretning bestående af MAG45 og Solar Polaris. Solar er "back to basis" – men i en markant forbedret udgave med fokus på digitalisering.

Nettoarbejdskapitalen er som et gennemsnit over fire kvartaler opgjort til 11,5 % af omsætningen (11,9 % for et år siden) og 9,7 % opgjort pr. statusdagen (11,0 %). Gælden er nedbragt betydeligt til 128 mio. kr. (921), hvoraf 51 mio. kr. skyldes selskabets deltagelse i statslige hjælpepakker. Den gennemsnitlige gearing er faldet til 1,1 x (ned fra 2,0 x) og ligger dermed langt bedre end selskabets målsætning på 1,5-3,0 x EBITDA. Som en konsekvens af sidste års flotte indtjening, den solide finansielle situation m.m., vil der blive udloddet 28 kr. i udbytte, såfremt det besluttet på den kommende generalforsamling. Det vil svare til en udlodning på 204 mio. kr. (op fra 14 kr. i både 2018 og 2019). Nettoresultatet steg fra 64 mio. kr. i 2019 til 222 mio. kr. svarende til 30,42 kr. pr. aktie. Ved kurs 450 handler aktien således til en P/E på 14,8. Det er billigt set i forhold til gennemsnittet for danske aktier.

I 2021 venter Solar en nulvækst i omsætningen til 11.550 mio. kr. Her skal det nævnes, at projekt Better Business i sig selv vil reducere salget med 200 mio. kr., så reelt bliver der tale om en vækst på 2 %. 600 mio. kr. heraf kommer fra Relateret Forretning. Fremadrettet overgår Solar til at guide på EBITDA (hidtil EBITA), der ventes at stige til 650 mio. kr. svarende til en margin på 5,6 %. EBITA-marginen ventes som i år at lande på 4,0 %. Umiddelbart tegner 2021 til at blive et år uden nævneværdig vækst i salg og indtjening. Da Solar i 2020 kun i begrænset omfang blev påvirket af Covid-19, vil man derfor næppe heller se markant fremgang i aktiviteterne ved genåbning af markederne i de lande, som man opererer i.

Vores konklusion er, at upsiden i aktiekursen er begrænset efter en markant optur fra 360 ved årets start. Henset til de lave multipler anses Solar som en god langsigtet placeringsmulighed for rigtige investorer, der går efter stabile forhold og ikke jagter de stadig dyrere danske og internationale virksomheder.

Ny strategi for 2021-2023 – Core+

Fundamentet for den nye strategi for årene 2021-2023 er lagt. Indtjeningen er bragt op, internt er organisationen trimmet, IT-investeringerne er foretaget. Nu skal man således bygge videre på fundamentet ved at blive endnu bedre til at gøre det, som Solar er gode til. Det gælder om at fortsætte med at skabe værdiskabende tiltag til gavn for kunderne, og dermed også selskabet selv. Hjørnestenene for de kommende år er digitalisering og bæredygtighed – sidstnævnte gælder både rettet mod kunderne og selskabet

selv. Automatiserede lagre skal spare plads og energi. Smarte kundetilbud skal gøre kunderne mere effektive, og Fastbox service gøres grøn ved levering via elektriske køretøjer. De smarte digitale tilbud skal videreudvikles, så kunderne knyttes tættere på selskabet.

Fokusområderne er at udvide konceptsalget på tværs af alle markeder. I forvejen har man stor succes med konceptsalget, men målet er at øge andelen af dette segment fra 21 % af omsætningen i kerneforretningen til 25 % i 2023. Fokus er rettet mod Sverige, Norge og Holland. Det skal - så vidt vi forstår det - ske ved at "eksportere" succesen og viden opnået i Danmark.

Salg af energirigtige løsninger i form af varmepumper, energilagring og el-ladestandere rummer vækstmuligheder. Målet er at løfte salget inden for dette segment med 5 % årligt.

I industrisegmentet er trumfkortet Total Cost of Ownership konceptet. Her skal flere kunder gøres opmærksom på fordelene ved at lade Solar stå for hele værdikæden, hvilket kan spare kunderne penge og gøre driften enklere og mere profitabel. Sverige og Holland er udset som vækstlande med det klare mål at bringe andelen af Industri-salget op til at udgøre 30 % af omsætningen i Kerneforretningen fra aktuelt 27 %. TCO-konceptet har gode muligheder for at udvide salget.

Det sidste fokusområde er salg til butikker rettet mod "gør-det-selv" kunder og webshops, der sælger specialiserede sortimenter inden for Solar's forretningsområde. Strategien går især på at indsælge energibesparende produkter. I dette segment forventer Solar at kunne løfte salget 5 % årligt over de kommende år.

Lidt forenklet sagt drejer det i de kommende år om at øge kundernes kendskab til Solar og selskabets produkter med henblik på at skabe mersalg og indtjening. De finansielle mål frem mod 2023 er at bringe EBITDA-marginen over 6 % og afkastet af den investerede kapital efter skat over 17 %. Stadig mere salg skal generes via e-salg, hvis andel ventes at stige til 70 % af koncernomsætningen.

Strategien for 2021-2023 er således fortsat at tilbyde value-added services. Det burde være muligt for Solar at leve op til de understøttede finansielle mål.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker: Stærk balance. Stigende indtjeningsevne. Langt fremme digitalt. Kerneforretningen er en robust cash-cow. Relateret Forretning (MAG45) rummer stor upside. Solar's services passer godt til tidens megatrends, fx digitalisering, urbanisering og elektrificering, reduktion af CO₂ udledning og bæredygtighed. Forretningen er skalerbar.

Svagheder: Indtjeningsmarginerne er fortsat lave. Markant nedgang i byggesektoren vil ramme indtjeningen hårdt. Der er begrænset mulighed for at skære mere i omkostningerne. MAG45 skal enten have et shake-up eller frasælges.

Muligheder: Core+ fokuserer på at få flere industriordrer og håndtere tværnationale opgaver for store kunder (Cross Border) samt udvide kendskabet til Solar med henblik på mersalg. Bæredygtige løsningers økonomiske værdi i praksis med TCO-metoden er et trumfkort.

Trusler: Afhængighed af byggesektoren og økonomisk aktivitet i Nordeuropa. Her hjælper lav rente. Indtjeningen giver ikke ret meget elastik i tilfælde af nedgang i BNP i de lande, hvor man er aktiv. Et eventuelt frasalg af MAG45 kan indebære et tab.

Regnskabstal

Mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	10.587	11.072	11.105	11.098	11.679	11.465	11.550
EBITDA	362	368	362	379	538	637	650
EBITA	296	278	295	327	360	455	465
EBIT	249	222	126	224	260	248	415
Resultat før skat	201	223	126	237	120	300	365
Nettoresultat	167	125	19	133	64	222	275
Balance	4.671	4.506	4.717	4.633	4.990	4.607	4.800
Nettogæld	-184	43	483	461	921	128	175
Egenkapital	1.831	1.683	1.591	1.638	1.592	1.696	1.775
Antal ansatte	2.871	3.032	2.901	2.941	3.039	2.935	2.900
Res. pr. aktie DKK	21,3	16,5	2,6	18,2	8,8	30	37
Udbytte i DKK	10	12	10	14	14	28	14
Indre værdi i DKK	234	231	218	224	218	232	241
EBITDA/omsætning %	3,4	3,3	3,3	3,4	4,6	5,6	5,6
EBITA/Omsætning %	2,8	2,5	2,7	2,9	3,1	4,0	4,0
Egenkapitalforrentning %	9,4	7,1	1,2	8,2	4,0	13,5	15,8
Egenkapitalandel %	39	37	34	35	32	37	37



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling:	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
09-11-2020	339	325-375	375-425
19-08-2020	317	300-375	375-425
19-05-2020	249	230-275	300-325
18-02-2020	318	275-350	350-425

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 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.