

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2025

- Solar har i 2025 opereret i et fortsat vanskeligt og uforudsigeligt marked præget af usikker efterspørgsel og et ugunstigt segmentmix. Trods dette har selskabet gennemført strategiske tiltag, herunder et større opkøb i Norge og betydelige investeringer i logistik og digitalisering, som forventes at få en tydelig positiv effekt fra 2027. 2026 ventes dog at blive et overgangsår.
- Omsætningen i 2025 endte på 12,2 mia. kroner svarende til et organisk fald på 0,9 %, hvilket dog er en forbedring i forhold til året før. EBITDA blev 501 mio. kroner (4,1% margin), men dette var påvirket positivt af en engangseffekt på 74 mio. kr. fra salg af et lager i Halmstad. Justeret EBITDA var 448 mio. kroner, hvilket var lidt under den seneste guidance.
- Salget af lageret i Halmstad og tidligere i Örebro er led i en strategisk konsolidering af logistikken i et nyt, stort logistikcenter i Kumla i Sverige. Centret på 48.000 m² er foran tidsplanen og forventes fuldt operationelt i slutningen af 2. kvartal 2026. Det moderne lager styrker effektiviteten og understøtter fortællingen om 2026 som et overgangsår.
- Nettoresultatet i 2025 blev 74 mio. kroner, en halvering i forhold til året før. Samtidig blev antallet af aktier øget via en kapitaludvidelse, hvilket reducerede EPS til 10,02 kroner. Aktien handles til en P/E på 20,9, men med potentiale for markant EPS-vækst på sigt.
- Solar har valgt ikke at udbetale et ordinært udbytte for 2025. Historisk har selskabet dog haft en meget stærk udbytteprofil, og bestyrelsen foreslår en bemyndigelse til ekstraordinært udbytte i 2026 på op til 50 kroner, hvilket holder døren åben for udlodninger.

AKTUEL KURS: 209

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 1.662 mio. DKK

Antal aktier: 7,95 mio. styk (0,9 mio. A og 7,05 mio. B-aktier)

- Opkøbet af Sonepar Norge for 315 mio. kroner bidrager fuldt i 2026 med en forventet omsætning på ca. 700 mio. kroner, men med et negativt EBITDA som følge af integrations- og transaktionsomkostninger. Fra 2027 forventes Sonepar at bidrage positivt med ca. 60 mio. kroner i EBITDA inkl. synergier.
- Solar har investeret kraftigt i digitalisering, automatisering og forretningsudvikling. I 2025 udgjorde investeringerne 2,8% af omsætningen, men forventes normaliseret til under 1% fra 2027, hvilket vil forbedre marginerne.
- Til trods for at 2026 bliver et overgangsår og der for nuværende ikke er udsigt til et udbytte, fastholdes Aktieinfos vurdering om at holde fast i aktien. Til nuværende kurs anser vi Solar som et godt langsigtet køb for tålmodige investorer.

Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 320 / 186

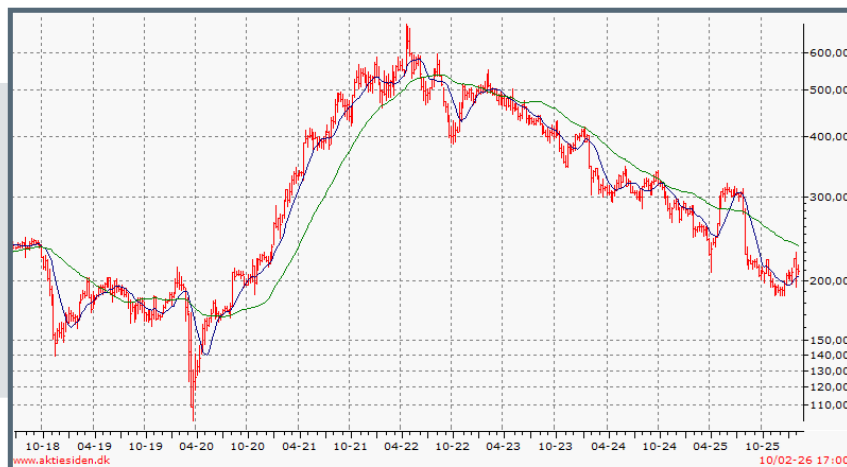
AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 200-250

Kursudvikling 12-18 mdr.: 250-275

Kursudvikling 18-36 mdr.: 275-325

Q1-regnskab den 7. maj 2026.



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.

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2025

Trods udfordrende markedsforhold i 2025 foretog Solar et spændende opkøb i Norge, der særligt i 2027 vil afspejle sig i indtjeningen. De usikre markedsforhold og et ugunstigt segmentmix kan presse Solar igen i 2026, hvor markederne fortsat er uforudsigelige og svære at navigere i.

Solar realiserede i 2025 en omsætning på 12,2 mia. kroner. Det svarede til et organisk fald på 0,9% mod et fald på 6,4% året før. EBITDA-resultatet endte på 501 mio. kroner svarende til en EBITDA-margin på 4,1%. Her bidrog 74 mio. kroner positivt til EBITDA som følge af salget af selskabets lager i Halmstad, hvorfor resultatet justeret for engangsposter udgør 448 mio. kroner. I august nedjusterede selskabet forventningerne til året, som efterfølgende blev præciseret i november til en omsætning i niveauet 12 mia. kroner med et EBITDA på 460 mio. kroner og en EBITDA-margin på 3,8-4,2%. Omsætningen endte således over de senest udmeldte forventninger, mens EBITDA-resultatet var en smule under guidance. Solar havde dog ikke inkluderet Sonepar Norge i deres guidance for 2025, som i december nåede at bidrage med en omsætning på 46 mio. kroner, der var medvirkende til, at omsætningen overgik forventningerne.

Formålet med at sælge selskabets lager i Halmstad i Sverige er at samle deres lagre i Kumla. Her bygger Solar et stort logistikcenter på 48.000 m². Byggeriet er foran tidsplanen, og forventes nu at være fuldt operationelt i slutningen af andet kvartal 2026 mod tidligere ventet i starten af fjerde kvartal. Det vil bidrage positivt til effektiviteten og understreger, at 2026 bliver et overgangsår for Solar, hvor både det nye logistikcenter forventes at stå klar, og hvor Sonepar Norge også forventes at være fuldt integreret.

Nettoreultatet for 2025 endte på 74 mio. kroner, og blev således halveret sammenlignet med året før, hvor nettoreultatet udgjorde 148 mio. kroner. Faldet skyldes en kombination af en lidt lavere omsætning, højere medarbejderomkostninger samt lidt højere eksterne driftsomkostninger. Antallet af aktier er samtidig vokset sammenlignet med året før, efter at selskabet hentede lidt over 123 mio. kroner i fjerde kvartal 2025 ved udstedelse af 646.000 nye B-aktier i kurs 191. Emissionen blev gennemført for delvist at finansiere opkøbet af Sonepar Norge. Det medvirker til, at indtjeningen per aktie er halveret, og for 2025 endte på 10,02 kroner mod 20,68 kroner i 2024. Aktien handles således til en P/E på 20,9, men med udsigt til en væsentligt forbedret drift fra 2027 og på sigt forbedrede markedsforhold, er der gode muligheder for at øge indtjeningen per aktie markant. Det handler om tålmodighed.

Efter store investeringer i logistikcenteret i Kumla samt fortsatte investeringer i forretningsudvikling og langsigtet vækst har selskabet valgt ikke at udbetale udbytte for 2025. Solar har ellers en god udbyttehistorik, hvor selskabet for regnskabsårene 2018-2024 har udbetalt i alt 1.826 mio. kroner i udbytter. Solar handles til sammenligning til en markedsværdi på ca. 1,6 mia. kroner, hvorfor udbytterne fra 2018-2024 overstiger den aktuelle markedsværdi. På trods af at der ikke er indstillet til udbytte for 2025, vil der på generalforsamlingen blive foreslået en bemyndigelse til at udbetale op til 50 kroner per aktie i udbytte i løbet af 2026. Der er således fortsat muligheder for ekstraordinært udbytte senere på året.

Nyt opkøb er ved at blive integreret og fortsat fokus på investeringer i teknologi

Den 1. december meddelte Solar, at de havde afsluttet opkøbet af Sonepar Norge for 315 mio. kroner. Dermed vil Sonepar Norge bidrage til hele finansåret 2026,

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2026

Solar ser mulighed for at komme tilbage på vækstsporet i 2026, hvor der forventes en organisk vækst på -1,5% til 3,5% (midtpunkt +1%). Forventningerne til omsætningen er positivt påvirket af et Solar Polaris-projekt, som omfatter leverancer til en stor solcellepark og forventes at bidrage med i alt 275 mio. kroner. Derudover tilføjer sidste års opkøb af Sonepar Norge yderligere 700 mio. kroner i omsætning, hvorfor den samlede omsætning ventes at vokse 6-10% til 12,9-13,4 mia. kroner.

Opkøbet af Sonepar Norge betyder dog også, at 2026 bliver et overgangså, hvor omstrukturingsomkostninger på 35 mio. kroner og integrationsomkostninger på 50 mio. kroner vil påvirke EBITDA-marginen negativt, der forventes at falde til 3,1% til 3,6% mod 4,1% i 2025.

Fra 2027 forventes opkøbet at bidrage positivt og styrke koncernens samlede margin.



ANALYSE AF SOLAR A/S

efter årsregnskab 2025

hvilket vil afspejle sig i tallene. De to virksomheder supplerer hinanden godt, og positionerer Solar som en af de førende virksomheder i Norge inden for sourcing og service, el-, ventilations- samt klima- og energiløsninger. Forventningen er, at Sonepar Norge vil levere en omsætning i niveauet 700 mio. kroner i 2026 med et negativt EBITDA på 30 mio. kroner, da der er estimerede transaktionsomkostninger på 60 mio. kroner i 2026. Fra 2027 vil Sonepar Norge bidrage positivt til EBITDA-resultatet. Det forventes konkret, at Sonepar vil bidrage med et EBITDA i niveauet 60 mio. kroner fra 2027, da der er gode muligheder for synergier.

Solar er allerede godt i gang med at integrere Sonepar Norge i sin forretning, og forventningen er, at de fleste omkostninger vil ske i første kvartal, og at integrationen er gennemført i midten af 2026. Dermed vil selskabets marginer forventeligt blive forbedret i løbet af året og halte lidt efter i starten af året.

Udover opkøbet af Sonepar Norge og det nye logistikcenter i Sverige har Solar i en årrække investeret massivt i at optimere forretningen, herunder digitalisering og automatisering. Der blev i 2025 foretaget nettoinvesteringer for i alt 340 mio. kroner, hvoraf 126 mio. kroner var dedikeret til digitalisering. Det svarede til 2,8% af omsætningen, og fra 2027 er selskabets forventning af komme tilbage på et normalt investeringsniveau på maksimalt 1% af omsætningen. Det bidrager til, at 2026 bliver et overgangså, mens investeringerne fra 2027 vil bidrage til en mere effektiv drift og organisation, der vil gavne indtjeningen.

Bæredygtighed som vækstdriver

Solar anvender bæredygtighed som en strategisk vækstdriver ved at integrere ESG (Environmental, Social, Governance) direkte i virksomhedens kerneforretning. Et centralt element i denne strategi er digitalisering af bæredygtighed, hvor Solar i 2025 rullede Global Warming Potential (GWP) data ud på størstedelen af deres sortiment. Det giver kunderne mulighed for at træffe informerede og mere bæredygtige indkøbsbeslutninger, samtidig med at de kan dokumentere deres egne klimamæssige mål og opfylde stigende regulatoriske krav til klimadokumentation. På den måde bliver Solar ikke blot en leverandør af produkter, men en strategisk partner, der hjælper kunderne med at integrere bæredygtighed i deres egne værdikæder. Dette skaber merværdi for kunderne, øger loyaliteten og reducerer risikoen for, at kunderne skifter til konkurrenter. Bæredygtighed anvendes til at skabe forretningsmæssig vækst.

Solar har også introduceret nye målbare metrics for bæredygtighed, som eksemplificerer koblingen mellem grøn omstilling og forretningsmæssig vækst. Et eksempel er et alternativ til traditionel Return on Investment, der måler investeringen per ton CO₂ besparelse. Dette gør det muligt for kunderne at vurdere, hvad det konkret koster at fjerne et ton CO₂, og skaber dermed en klar økonomisk kobling mellem bæredygtige investeringer og værdiskabelse.

Solars forretning inden for klima og energi var et af lyspunkterne i 2025 med en organisk vækst på 13,6% og en andel på 10% af omsætningen. Dermed er selskabet allerede så godt som i mål med en af ambitionerne for 2026, hvor de har kommunikeret et mål om at klima og energi skal udgøre >10% af omsætningen.

2026 bliver et overgangså, men der er positive udsigter for 2027

Det har været nogle hårde år for Solar-aktien, men selskabet har vist sin modstandsdygtighed, og at der er en solid bund i forretningen. Aktionærerne har fået testet deres tålmodighed, men der er gode muligheder for, at tingene vender i 2027, hvor selskabet kan begynde at høste frugterne fra deres mange investeringer. Det gælder aktuelt både logistikcenteret i Sverige, opkøbet i Norge og de store investeringer i digitalisering. Meldingen er, at investeringerne vil være tilbage på et normalt niveau i 2027, hvorfor Solar vil stå i en god position til at løfte marginerne betragteligt og igen begynde at udbetale udbytte.

Efter opkøbet af Sonepar Norge er den nettorentebærende gæld dog steget til en gearingsfaktor på 3,2. Det er over selskabets målsætning om en gearing på 1-3, og kan være en medvirkende årsag til, at man for nuværende ikke ønsker at udbetale udbytte i 2026. Det bør dog midlertidigt ikke give anledning til bekymring, da den forventede fremgang i marginerne efter 2026 vil bidrage til en pæn fremgang i driftsresultatet og dermed sænke gearingen. Med andre ord bør den højere gæld ikke sætte en varig stopper for udbytte.

Nu og her er der altså ikke noget, der tyder på, at 2026 bliver et prangende år på nøgletallene, men vi fastholder vores langsigtede tro på casen, og at det er et spørgsmål om tid, før det også vil afspejle sig i aktiekursen. Der var et begyndende positivt momentum i aktien før offentliggørelsen af årsrapporten, der lidt forbløffende blev straffet med et fald på knap 11% på regnskabsdagen. Det

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2025

var måske det sløjfede udbytte, der fik aktionærerne til at sælge ud, men derudover kommer det ikke som en overraskelse, at 2026 bliver et overgangsår, før investeringerne vil gavne indtjeningen fra 2027.

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. 66 % 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 gearret til at få gavn af et opsving i byggesektoren og den grønne omstilling, og med opkøbet af Sonepar Norge står selskabet også i en god position på det norske marked.

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 2025.

solar

MULIGHEDER

Købet af Sonepar i Norge skaber stordriftsfordele og giver mulighed for synergier. De store investeringer i digitalisering samt det nye logistikcenter i Sverige gør det muligt at effektivisere driften og dermed øge indtjeningen. Det store fokus på kundeoplevelsen med bæredygtighed i centrum giver ligeledes mulighed for øget salg, og at kunderne samler alle deres indkøb hos Solar. Fra 2027 vil investeringerne være tilbage på et normalt niveau, hvorfor der for alvor bliver mulighed for at høste frugterne fra de seneste store investeringer.

TRUSLER

Afhængigheden af konjunkturerne i byggebranchen og industrien er den største trussel. 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
05-02-2026	202	200-250	250-300	300-350
13-11-2025	196	190-310	310-275	275-350
14-05-2025	306	275-325	325-350	350-425
27-02-2025	279	250-300	300-350	350-425

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 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 omkring 50.000 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 2025 på Installation 56 %, Industri 34 % og Trade 10 %. Opdelt på produkter: el 76 %, varme og vvs 14 %, klima & energi 10 %.
- Geografisk salgsfordeling i 2025: Danmark 33 %, Holland 23 %, Sverige 17 %, Norge 15 %, Polen 3 % og øvrige 9 %.
- 66 % af salget gennemføres digitalt ved kundebestilling af varer via hjemmeside og apps.
- Hovedsædet ligger i Vejen, og selskabet beskæftiger ved udgangen af 2025 i alt 2.995 ansatte mod 2.895 på samme tid sidste år. Det svarer til en stigning på 100 medarbejdere drevet af opkøbet af Sonepar Norge.
- Ledelse: CEO Jens Andersen (født 1968) og CFO Michael Jeppesen (født 1966).
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 31-12-2025 (stemmerettighed angivet i parentes): Fonden af 20. december, Vejen, 17,8% (59,1%) og Nordea Funds Ltd., Helsinki 9,9% (4,9%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,7% af de udestående aktier. Antal aktionærer er oplyst til omkring 13.000.
- Solar har en god historik i deres udbyttebetalinger, og selvom der ikke er udsigt til et ordinært udbytte i 2025, vil selskabet forventeligt snart vende tilbage med udlodninger. Der vil i forbindelse med generalforsamlingen blive fremsat et forslag om en bemyndigelse til at udbetale et ekstraordinært udbytte på op til 50 kroner per aktie i løbet af 2026.
- Solar har et mål om at blive nuludledende emissionsmæssigt i 2030. Siden 2020 er der opnået en reduktion af CO2-udledningen på 57 % 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



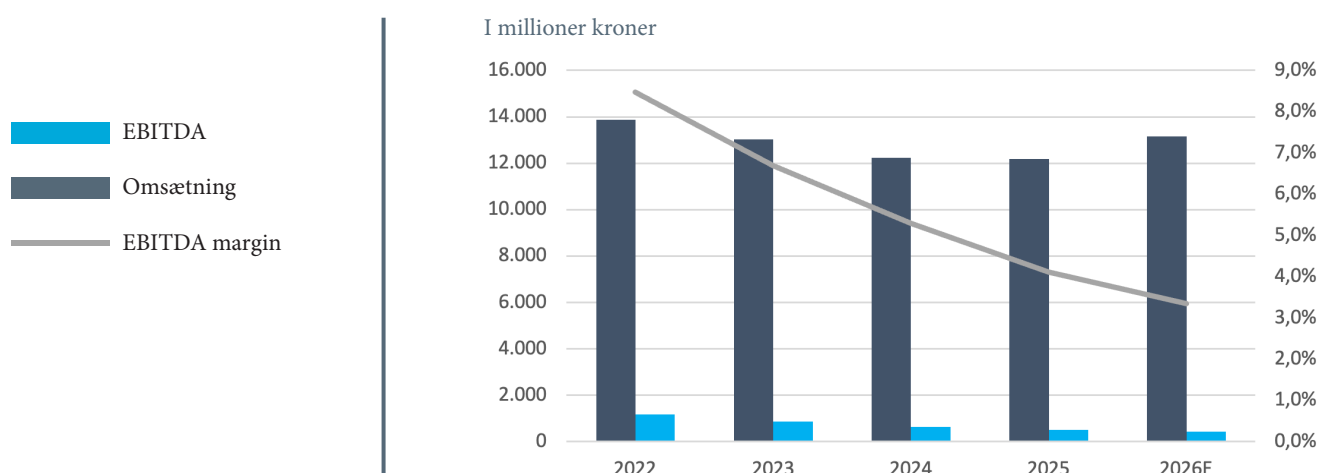
Michael Troensegaard Andersen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2025



REGSKABSTAL (TAL FOR 2024 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

Mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
Omsætning	12.354	13.863	13.031	12.223	12.171	13.150
EBITDA	911	1.175	871	646	501	440
EBITA	727	978	648	400	241	200
EBIT	672	909	558	278	155	130
Resultat før skat	322	858	468	192	84	50
Nettoresultat	531	660	348	148	74	40
Balance	5.305	5.901	6.112	6.108	6.296	6.400
Nettogæld	-37	1.074	1.157	1.232	1.625	1.600
Egenkapital	1.952	1.931	1.982	1.874	1.996	2.000
Antal ansatte	2.908	3.019	3.036	2.899	2.932	3.000
Res. pr. aktie DKK	72,7	90,4	47,5	20,7	10,0	5,0
Udbytte i DKK	43	90	30	15	0	0
Indre værdi i DKK	265	262	265	255	251	252
EBITDA/omsætning %	7,4	8,5	6,7	5,3	4,1	3,3
EBITA/Omsætning %	5,9	7,1	5	3,3	2,0	1,5
Egenkapitalforrentning %	29,1	34,0	18	8,0	3,9	2,0
Egenkapitalandel %	36,8	32,7	31,6	29,9	31,0	31,3





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.



JONAS HOLM JAKOBSEN

Født 2002. Stifter af Investor Communities ApS, der driver de to platforme Unge Investorer og Vækstaktier. Unge Investorer er blandt Danmarks største platforme for private investorer med over 70.000 medlemmer, og Vækstaktier er en nicheplatform med primært fokus på vækstbørserne. Hos Aktieinfo skriver Jonas analyser og artikler til blandt andet Magasinet Aktieinfo.



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.