

I forhold til ved årets start er omsætningsprognosen samlet blevet hævet med 550 mio. kr. og EBITDA med hele 175 mio. kr. Det går godt for Solar på alle markeder og i alle segmenter. Vi løfter vores kursmål på aktien.

- Solar nyder godt af en høj aktivitet hos industrikunder og kunder relateret til byggesektoren på markederne i Nordeuropa. Danmark er det største marked, og her har man vækstet salget med hele 13,8 % i Q2. Kun i Holland meldes der om negativ vækst, hvilket dog skyldes projekt Better Business, hvor man bevidst afstår fra at sælge produkter med for lave marginer. Det ventes i år samlet at reducere omsætningen med 200 mio. kr. Til gengæld er Better Business med til at løfte EBITDA-marginen på koncernniveau til 6,8 %, hvilket er over selskabets langsigtede mål på 6,0 %.
- Solar venter nu et salg på 12,1 mia. kr. svarende til en organisk vækst på cirka 4,0 %. Korrigeret for den bevidste beslutning om at udfase salg af produkter med for lave marginer, hvilket reducerer salget med 200 mio. kr., ville væksten være på 6,0 %. Indtjeningen stiger procentuelt betydeligt mere end salget, hvilket skyldes Core+ strategien, høj vækst i salget og et forbedret produktmiks.
- Salg til installationskunder svinger i takt med udviklingen i byggeriet. Før eller siden kommer der en afmatning i byggeriet, og derfor er det opløftende at se, at salget til industrikunder vokser betydeligt i første halvår. Det er en bevidst strategisk beslutning, der allerede nu har medført fremgang i salget til industrikunder.
- Strategiplanen Core+ bygger videre på det digitale koncept, som nu er fuldt udbygget i koncernen. Det skal give 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-salg skal øges til 70 %. Følges strategien vil indtjeningen i årene frem til og med 2023 stige, ligesom Solar gør sig mindre afhængig af byggesektoren.
- Solar har en solid balance og er en god langsigtet placeringsmulighed. Digitalt står Solar stærkt i kampen om at fastholde og tiltrække kunder med værdiskabende løsninger og tæt kunderelation. Vi estimerer en P/E 2021 på blot 11,7 og et kurs/indre værdiforhold på 2,8. Aktien er altså ikke dyr og kan trække yderligere op – men i et mere moderat tempo.

Aktuel Kurs: 692

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 5.093 mio. DKK

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



## Selskabets forventninger til 2021

For anden gang i år har Solar løftet forventningerne. Ved årets start ventedes en omsætning på 11.550 mio. kr. og et EBITDA på 650 mio. kr. Efter en opjustering i april og i juli forventer selskabet nu en omsætning på 12.100 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 825 mio. kr.

Det svarer til en organisk salgsvækst på 4,0 %. Korrigeret for den strategiske beslutning om udfasning af produkter med lave marginer svarer det til en vækst på 6,0 %.

Core+ strategien har som mål at bringe EBITDA-marginen over 6 % og afkast efter skat på investeret kapital over 17 % i 2023. I H1 har Solar opnået en EBITDA-margin på 6,8 % og et afkast på den investerede kapital på 21,0 %.

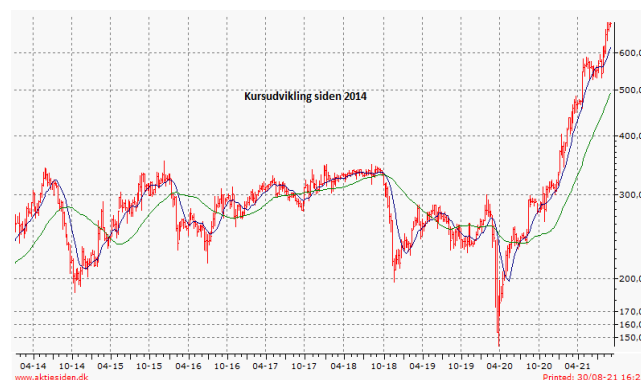
## Aktievurdering:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 650-725 (før 550-625)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 725-800 (før 625-700)

Q3-regnskab den 04-11-2021.

Næste analyse udfærdiges efter Q3-regnskabet.



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 695 / 286,5

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.

## Organisk omsætningsvækst på 8,6 % i Q2. EBITDA-marginen er forbedret til 6,8 %. Aktien er oppe med 100 % år til dato.

Alt er gået Solars vej i første halvår og især i andet kvartal. Der opleves vækst i alle datterselskaber dog med undtagelse af Holland, hvilket skyldes en strategisk beslutning om udfasning af produkter med utilstrækkelig lønsomhed. Det er en del af Better Business strategien, hvor Solar bevidst afstår fra sælge produkter med for lavt dækningsbidrag.

Danmark er fortsat hovedmarkedet med en andel på over 30 % af koncernsalget. I Danmark har man været i stand til at løfte salget med 13,8 % i Q2 og 10,4 % i H1 – og endda med en EBITDA-margin tæt på 9,0 %. På de næststørste markeder i Holland og Sverige er EBITDA-marginen blevet forbedret til et niveau tæt på 5,0 %. I Norge er der også en flot vækst i salg og indtjening.

Kundeefterspørgslen er høj, og **Installation, Industri og Trade** bidrager med en vækst i Q2 på hhv. 4 %, 12 % og to-cifret procentuel vækst. Den høje vækst trækker sammen med positiv effekt fra Better Business og et stærkt konceptsalg indtjeningsmarginerne op. Dertil kommer de første positive effekter fra den iværksatte Core+ strategi, der har udstukket en række mål frem mod 2023. De strategiske fokusområder er at øge andelen af **konceptsalg** i kerneforretningen fra 21 % til 25 % af omsætningen, hvor det især gælder om at løfte salget i Sverige, Norge og Holland. Indenfor **klima & energi** er målet at øge salget gennemsnitligt 5 % årligt, og her har man i Danmark haft succes med at deltage i overgangen fra sort til grøn energi resulterende i to-cifrede vækstrater. **Industri-segmentet** skal overordnet løftes fra en andel i 2020 på 27 % af kerneforretningen til 30 % i 2023 via fokus på specielt Sverige og Holland. Satsningen har hurtigt skabt positive resultater med høj vækst drevet af MRO og OEM-salg i Sverige. Sidste led i strategiplanen er at sikre en gennemsnitlig stigning i **Trade-salget** på 5 % årligt og processen udvikler sig godt.

Inden for **Relateret Forretning** (5,0 % af koncernsalget) viser logistikforretningen i MAG45 også positive takter med en organisk salgsvækst på 13,5 % i første halvår og et positivt bidrag til EBITDA på 13 mio. kr. Henset til den forbedrede udvikling i MAG45 har Solar igangsat strategiske initiativer i dette forretningsben. Vi har i tidligere analyser vurderet, at et frasal kunne komme på tale, og det kan fortsat være en mulighed, selvom det nu går den rigtige vej i MAG45.

Koncernsalget steg til 3,1 mia. kr. i Q2 og 6,1 mia. kr. i H1 svarende til en organisk omsætningsvækst på hhv. 8,6 % og 3,8 %. Væksten kommer især fra Industri-segmentet, hvor konceptsalget imponerer. Der er også høj vækst i Installation, der relaterer sig til byggesektoren, der er præget af høj aktivitet. Solar har nydt godt af en positiv priseffekt, der sammen med en positiv udvikling i konceptsalget og Better Business har bidraget til at øge bruttomarginen til tæt på 22 % i perioden. Kombinationen af høj vækst, en forbedret bruttomargin og en positiv engangspriseffekt har forbedret EBITDA med 146 mio. kr. til 415 mio. kr. for halvåret, og dermed øget EBITDA-marginen til 6,8 % (op fra 4,6 %). Dermed ligger EBITDA over det langsigtede mål på 6,0 %. Alle enheder bidrager positivt men den største forbedring kommer fra Danmark, Holland og Norge. Nettoresultatet for første halvår er steget fra 171 til 248 mio. kr.

Af andre positive nyheder fra regnskabet skal nævnes, at nettoarbejdskapitalen set over de sidste fire kvartaler ligger på 10,9 % mod 11,9 % for et år siden. Cash-flowet fra driften er forbedret fra 239 til 263 mio. kr., og den nettorentebærende gæld er reduceret til 329 mio. kr. (845). Gearingen ligger dermed på faktor 0,4 målt på EBITDA mod 1,5 for et år siden. Dermed ligger gearingen langt under målet på 1,5-3,0x. Udviklingen i gælden er opløftende, idet Solar i første halvår har sendt hele 314 mio. kr. retur til aktionærene i form af et ordinært udbytte på 28 kr. og et ekstraordinært på 15 kr. Desuden skal det nævnes, at afkastet på investeret kapital er på hele 21 % (op fra 10,2 %) og for Kerneforretningen endda hele 22,6 % (op fra 12,3 %).

Efter et fantastisk første halvår og to opjusteringer af forventningerne fristes man til at mene, at nu kan det ikke gå bedre. Men det kan det godt, hvis selskabet lykkes med at levere på Core+ strategien. Med en strategi om at øge andelen af omsætning fra industri-kunder til fornuftige marginer gør Solar sig mindre afhængig af udviklingen i byggesektoren. Desuden vil en øget andel af konceptsalg også bidrage positivt til indtjeningen. Det afgørende for Solar er fastholde og tiltrække nye store kunder, som gerne betaler for kvalitet samt hurtig og sikker levering, så kunderne ikke skal binde penge i varelagre. Hurtig og sikker levering til aftalt pris og i høj kvalitet er nøgleparametre. Og det er netop muligt for Solar at styre vare- og distributionskæden via det effektive Solar 8000 SAP-system, der også sikrer effektiv digital lagerhåndtering. Jo mere digital Solar og kunderne bliver, jo nemmere bliver det at styre varekæden.

Varelageret i Vejen er ved at blive udvidet og moderniseret. Det koster ca. 250 mio. kr. og står klart i 2022. Man automatiserer konstant lagerfunktionerne, hvilket gør det muligt at knytte endnu flere kunder til sig med tilbud om konceptsalg med fokus på TCO. Digitalisering giver Solar stordriftsfordele og skalerbarhed. Værdiskabende løsninger og professionel rådgivning er vejen frem mod endnu bedre tider.

Vi kan næppe forvente, at EBITDA-marginen kan forbedres ret meget mere, men vi ser basis for øget vækst i salget, da Solars services passer godt til tidens megatrends med digitalisering, urbanisering, elektrificering og bæredygtighed

Der er dog også udfordringer, der skal nævnes. Byggesektoren oplever Bonanza-tider, og det kan godt fortsætte nogle år endnu, men før eller siden kommer der en afmatning. Lav rente er afgørende. Den danske regering overvejer at rulle den øgede ramme for fradrag for håndværkerudgifter tilbage til før Covid-19, hvilket kan føre til fald i efterspørgslen efter komponenter fra Solar. Set i det lys er netop fokuseringen på Industri-kunder vigtig, da denne sektor ikke er afhængig af byggeriet. For tiden melder alle virksomheder om udfordrede

forsyningskæder og stigende fragtomkostninger. Det er vigtigt for Solars kunder at få de ønskede komponenter hurtigst muligt, men det er jo kun muligt, hvis Solar for sit vedkommende også kan få komponenterne. Ledelsen omtaler i regnskabet ikke eventuelle udfordringer, men vi vil her nævne det som en kortsigtet usikkerhed.

Selvom aktiekursen år til dato er steget med 104 % (inklusive udbytte), er aktien ikke dyr. For 2021 estimerer vi et resultat pr. aktie på 59 kr. svarende til en P/E 2021E på 11,7. Kurs/indre værdi estimerer vi til 2,8. Det er lavt set i forhold til flertallet af danske aktier. Opturen forventes derfor at kunne fortsætte, men i et mere normalt tempo. Solar egner sig således godt til langsigtede investorer, der ønsker kvalitet – og samtidig sandsynligvis fortsat god vækst i forretningen salgs- og indtjeningsmæssigt.

## Strategiplanen for 2021-2023 - Core+

Hjørnestenene for de kommende år er digitalisering og bæredygtighed. Value-added digitale tilbud skal videreudvikles, så kunderne knyttes tættere på selskabet. Fokusområderne er at udvide konceptsalget på tværs af alle markeder, og målet er at konceptsalg skal stige og udgøre 25 % af omsætningen i 2023 mod 21 % i 2020.

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 satses der på Total Cost of Ownership konceptet, hvor Solar står for hele værdikæden og gør kundernes drift 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 27 % i 2020.

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. Salget skal øges med 5 % årligt.

Målet er 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 digitalt og vokse til at udgøre 70 % af koncernomsætningen mod 60 % aktuelt.

## Om Solar

- Solar er en førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs og ventilation samt klima- og energiløsninger med fokus på B2B-kunder indenfor segmenterne installation, industri og handel med en procentvis andel af omsætningen i H1 på 61, 31 og 8 %. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet. Industri dækker over salg af komponenter mv. til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Trade dækker B2B-salg.
- **Kerneforretningen** udgør 95 % af koncernomsætningen med Danmark, Sverige, Norge og Holland som de vigtigste lande, hvortil kommer en mindre del af salget i Polen og på Færøerne. Solars styrke er lagerføring, hurtig og effektiv og levering af komponenter, produkter og services til kunderne samt rådgivning. **Relateret Forretning** (5 % af koncernomsætningen) omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi), hvor vægten udgøres af førstnævnte.
- Solar er en digital virksomhed og over 60 % af alle ordrer gennemføres digitalt. Det sikrer en nem og hurtig bestillingsmetode for kunderne, en effektiv ordreafvikling hos Solar samt en hurtig og effektiv levering med lav fejlmargen. Solar tilbyder en række værdiskabende løsninger for kunderne, bl.a. drift af lagre og 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 ved at tilbyde værdiskabende løsninger, der sikrer kunderne lavere udgift over tid. Desuden tilbydes energibesparende løsninger.
- Hovedsædet ligger i Vejen med datterselskaber i Danmark, Sverige, Norge, Holland, Polen og Færøerne. Man råder over et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og et i hhv. Norge og Holland. Koncernen beskæftigede 2.899 ansatte pr. 30-06-2021 mod 2.934 på samme tid sidste år.
- 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.
- Aktionærforhold pr. 30-06-2021 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 17,0% (60,5%), Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%), RWC Asset Management LLP, London, 10,0% (4,7%), og Investeringsforeningen Nordea Invest i Danmark 5,0% (2,4%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,8%. Ultimo 2020 havde Solar 4.807 aktionærer. 92,8 % er navneregistrerede.

## Regnskabstal (tal for 2021 er udtryk for Aktieinfos estimater)

Mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	10.587	11.072	11.105	11.098	11.679	11.465	12.200
EBITDA	362	368	362	379	538	637	830
EBITA	296	278	295	327	360	455	645
EBIT	249	222	126	224	260	248	585
Resultat før skat	201	223	126	237	120	300	550
Nettoresultat	167	125	19	133	64	222	435
Balance	4.671	4.506	4.717	4.633	4.990	4.607	5.000
Nettogæld	-184	43	483	461	921	128	360
Egenkapital	1.831	1.683	1.591	1.638	1.592	1.696	1.800
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	59
Udbytte i DKK	10	12	10	14	14	28	43
Indre værdi i DKK	234	231	218	224	218	232	245
EBITDA/omsætning %	3,4	3,3	3,3	3,4	4,6	5,6	6,8
EBITA/Omsætning %	2,8	2,5	2,7	2,9	3,1	4,0	5,3
Egenkapitalforrentning %	9,4	7,1	1,2	8,2	4,0	13,5	24,9
Egenkapitalandel %	39	37	34	35	32	37	36



## Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling:	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
18-05-2021	574	550-625	625-675
26-02-2021	450	430-480	480-530
09-11-2020	339	325-375	375-425
19-08-2020	317	300-375	375-425

## 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.