

Konklusion

2015 har været et godt år for Solar med en organisk salgsvækst på 5,2 % og en EBITA-margin på 2,8 %. Til sammenligning var den organiske vækst i 2014 på 0,4 % og EBITA-marginalen 1,1 %. Man endte 2015 med en omsætning på 10,6 mia. kr. (+3,3 %), et EBITDA-resultat på 362 mio. kr. og et overskud på 134 mio. kr. fra fortsættende aktiviteter svarende til en resultatgrad på 1,3 % og en ordinær indtjening pr. aktie (EPS) på 17 kr. Solar realiserede et afkast på den investerede kapital (ROIC) på 10 % og frie pengestrømme ramte 306 mio. kr. svarende til 18,6 % af den investerede kapital. I 2015 blev 46 % af omsætningen genereret via online salg (+5 %). Frasalget af Solars tabsgivende tyske aktiviteter og tidligere Aurora Group må ses som værdiskabende tiltag.

Solar er på rette spor i deres identitetsskifte fra en profil som engrosvirksomhed til en sourcing- og servicevirksomhed med mere værdifulde totalløsninger til kunderne. Ledelsen er imidlertid forsigtig i deres guidance for 2016, da man oplever lavere aktivitet hos kunderne relateret til olie og energi på grund af lave oliepriser, ligesom byggeriet fortsat er svagt. Forretningen er generelt meget påvirkelig af makroøkonomien, da ekstra omsætning giver et godt indtjeningsbidrag. Vi ser det som et stærkt tegn, at Solar har opnået de ovennævnte resultater under hårde markedsvilkår. IT-systemet, Solar 8000, er færdigimplementeret i hele koncernen og giver fordele i stigende omfang, mens betalingen for den omfattende fornyelse nu er overstået.

I 2015 er Solar blevet væsentligt mere strømlinet og forberedt til vækst, når der en dag for alvor kommer skub i den europæiske økonomi. Ledelsens tillid til egen virksomhed er også at se i Solars aktietilbagekøbsprogram på 70 mio. kr., som er igangsat for at tilgodese aktionærene sammen med udbyttet for 2015 på 10 kr. pr. aktie (direkte udbytteafkast: 2,9 %). Vores vurdering er, at Solar er en god langsigtet købsmulighed til den nuværende pris, der indebærer P/E på 14,5 EV/EBIT på 10x og en K/IV på 1,4.

Aktuel Kurs: 348

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.718 mio. DKK

Antal aktier: 7,81 mio. styk (0,9 mio. A og 6,91 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q1 regnskab den 27-04-2016



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Udmeldingerne er forsigtige for 2016, da man i Q4 har oplevet nedsat aktivitet på flere områder. Solar 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 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 med et stort strategisk frirum takket være styrket balance med lav gearing. Indtjeningen er øget ved omstruktureringer, frasalget og implementeringen af IT-systemet Solar 8000. E-handelsandelen på 46 % af omsætningen vokser. Solar tilbyder værdifulde og stærke totalløsninger til kunderne, som 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.: 340-425 (før 400-475)

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

Tidligere anbefaling 18-11-15 Kort/Langt: Køb / Køb v. 417

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 via øget service. Spørgsmålet er, om Solar på længere sigt får mulighed for 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 produkter i de nævnte områder samt inden for energibesparelse. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centralagre. Det udføres i stigende omfang ved salg over Internettet, som udgjorde 46% af omsætningen i 2015. Strukturen er opbygget i de enkelte lande med 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.
- Koncernen beskæftigede ultimo 2015 i alt 2.871 medarbejdere (2.898 ultimo 2014).
- 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 fordel ved at spare og investere i udstyr hertil. På den anden side har salget til offshore gavn af høje oliepriser, men i øjeblikket er situationen jo 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 samt sikker og hurtig levering er fokusområder. Det er hensigten, at sådanne høj kvalitets- og total løsninger 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.
- Et fælles IT-system, Solar 8000 (SAP løsning), er nu 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 11,9 % (5,9 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %) og RWC Asset Management LLP, London 8,6% (4,2%). De resterende aktionærer ejer 53,6 % af de udestående aktier. 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 er den omfattende implementering af IT-systemet, Solar 8000, som nu anvendes i hele koncernen og allerede giver positive effekter. Solar har også valgt at frasælge det underskudsgivende tyske datterselskab samt Aurora Group. Målet har været og er fortsat at blive mere strømlinet. Tillige har man lagt fokus på værdiskabelse hos kunder, hvorfor man bl.a. har ændret segmentopdelingen i kundetyper frem for produktmæssig placering. Segmenterne er delt op i hhv. "installation" (69 % af omsætningen i 2015), "industri" (25 %) og "andet" (6 %).

CEO Anders Wilhjelms har siden sin tiltræden 01-05-2014 styret processen. Transformationen forekommer at være succesfuld. Det bør derfor være muligt for Solar at løfte indtjening og pengestrømme til et højere niveau fremadrettet under hensyntagen til makroøkonomiens forløb. Solar kan dog ikke undgå at blive påvirket negativt af makroøkonomiske nedture og positivt af opsving. Det handler derfor bl.a. om at skabe en stærk og finansielt robust koncern, som kan stå solidt og sikkert igennem de hårde tider. Det er Solar i færd med at realisere. Eksempelvis er den rentebærende gæld reduceret fra 1,1 mia. kr. i 2011 til 490 mio. kr. ultimo 2015 svarende til kun 27 % af egenkapitalen. Solars kontantbeholdning efter frasalg foretaget i 2015 udgjorde ultimo 699 mio. kr., hvoraf ca. 60 mio. kr. forventes anvendt til up-front betaling i forbindelse med købet af den hollandske industrileverandør, MAG45. Netto har Solar +184 mio. kr. i likvid position. Tillige har Solar en uudnyttet lånefacilitet på 744 mio. kr. hos Nordea. Kreditfaciliteterne er ikke underlagt finansielle restriktioner (covenants), hvilket viser Nordeas tillid til Solars kreditværdighed. Med den likvide reserve og lånefacilitet er der opbygget et gevaldigt økonomisk og strategisk frirum for Solar, hvilket ikke bare vil fjerne nettorenteomkostningen, men også gør det muligt for Solar at agere med større strategisk fleksibilitet fremadrettet.

Efter strategiskiftet fra engrosvirksomhed til sourcing- og servicevirksomhed har Solar nu fokus på at skabe langvarige kundeforhold. Solar er ikke billigst på pris men i stedet bedst på kvalitet og med et højt serviceniveau, hvilket skaber værdifulde 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 introducerede 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.

Vækst og øget rentabilitet med optimistiske udsigter

I Q4 voksede omsætningen 1,7 % ift. Q4 2014. Væksten skyldes installationssegmentet, som udgør 66 % af omsætningen, da man i dette segment øgede salget med 4,3 % i Q4 2015. Derimod faldt omsætningen til industri og i segmentet for andre aktiviteter med hhv. 3,8 og 10,4 %. Sidstnævnte segment udgør dog kun 6 % af omsætningen, og her kan resultaterne være mere svingende. Geografisk er salget i Q4 2015 vokset 1,4 % i Danmark, 12 % i Sverige og 0,1 % i Norge, mens omsætningen i Beneluxlandene er faldet med 2,4 %. For hele året har Solar forbedret resultaterne kraftigt sammenlignet med 2014. Den organiske vækst for året landede på 5,2 % men altså med en mindre opbremsning i salgsvæksten i H2 2015. Resultaterne er udmærkede henset til, at branchen fortsat er hårdt presset med lav byggeaktivitet. Endvidere er aktiviteten også ramt af den lave oliepris, som særligt påvirker det norske salg negativt grundet kundernes lavere profitabilitet og dermed reduceret investeringsaktivitet.

I 2015 er bogført 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 udgør 134 mio. kr. Arbejdskapital i forhold til omsætning ramte et lavt niveau i 2015 på kun 9,3 %. 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. kronens arbejdskapital. Med frasalgene og diverse strømliningstiltag har man skabt et stærkt grundlag for en forbedret overskudsgrad fremadrettet. Man har endvidere revurderet sine finansielle mål. Det er i fremtiden Solars mål 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, da Solar aktuelt har negativ gearing med penge i banken. Man kan dog forvente, at denne ratio stiger, da Solar vil nedbringe kontantbeholdningen. Vækstmålet indikerer, at Solar er indstillet på at vinde markedsandele med deres nye og stærkere fokus.

(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. Med en virksomhedsværdi (economic value: børsværdi plus nettogæld) på ca. 2,5 mia. kr. handles Solar således til 8x den frie pengestrøm for 2015. Det er vores vurdering, at Solar er bedre gearet end nogensinde før til at øge de frie pengestrømme og dermed CROIC, da den strømlinede struktur bør bane vej for en vedvarende forbedring af EBIT-marginen på trods af de konjunkturmæssige udsving, som måtte indtræffe i de kommende år.

Opkøb af egne aktier

En virksomhed kan betale penge tilbage til aktionærerne ved at betale udbytter og/eller købe 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. Man har indtil videre købt 120.640 aktier til en gennemsnitskurs på 400,2 kr. Dette svarer til 2,4 % af de udestående aktier. Det resterende beløb pr. 26-02-2016 er på 21,7 mio. kr. Aktietilbagekøbene har dog ikke haft den ønskede effekt, da man i perioden har købt aktier op til en gennemsnitskurs på 400,2 kr., mens aktien aktuelt handles til 348 kr. Samtidig resulterer aktiens begrænsende børssomsætning i, at Solar ikke kan købe for mange aktier op ad gangen. Alt andet lige vurderer vi, at Solar aktuelt handles til en lav og attraktiv pris i markedet, hvorfor aktietilbagekøbene giver god mening. Programmet er dog af beskeden størrelse, og det må formodes, at Solar i fremtiden vil igangsætte flere af sådanne tilbagekøb.

Aktien som investering

Ledelsen vil fortsat have fokus på mulige procesforbedringer, men efterhånden er det vanskeligt at optimere yderligere. Vi forventer imidlertid flere fremadrettede tiltag for at forbedre kundeloyalitet og tilfredshed. Tiden må vise, hvor værdiskabende opkøbet af hollandske MAG45 bliver, men der må formodes at kunne opnås betydelige synergieffekter. Vi undrer os dog lidt over prisen. Solar betaler 60 mio. kr. up-front med en mulig ekstrapris på maksimalt 160 mio. kr. afhængigt af MAG45's fremtidige resultater i perioden 2016-2018 (earn-out), altså i alt op til 220 mio. kr. Selskabet forventes at generere 8-10 mio. kr. i EBITDA i 2016. Heldigvis afhænger merprisen af indtjeningen i de næste tre år, så Solar ikke risikerer at skulle betale alt for meget for denne potentielt spændende, moderne forretning.

Solars basale udfordring er den matte økonomiske aktivitet i Europa. På trods af en rekordlav rente og økonomisk vækst i USA, så lader et opsving vente på sig i Europa, som står over for enorme økonomiske udfordringer. Væksten i Europa er fortsat beskeden med sandsynligvis +1,5 % i 2016, og det sætter en dæmper på byggeaktiviteten. Solar forventer for sit vedkommende lav eller ingen vækst i Danmark og Beneluxlandene. Den lave oliepris holder fortsat aktiviteten i Norge nede. Man forventer derimod vækst i Sverige og på de resterende markeder som helhed, dvs. også i Polen, Østrig og Færøerne. Ledelsen ser mulighed for lav vækst i installationssegmentet, mens industrisegmentet forventes at opleve tilbagegang i salget grundet eksponeringen mod offshore og marine, som pt. er presset af den lave oliepris.

Hvornår væksten for alvor indfinder sig på ny vides ikke, men det lave rentemiljø har dog skabt lidt aktivitet, som forhåbentlig kan tage fart i 2016. Vi håbede, at det selvsamme ville ske i både 2014 og 2015 uden at det materialiserede sig. Krisepræget er langvarigt. Byggesektoren er generelt plaget af overkapacitet og priskonkurrence i kampen om for få opgaver. Solar-ledelsen er klar over, at det ikke er hensigtsmæssigt at konkurrere på prisen, hvorfor man i stedet vil udvikle stærkere relationer til kunderne og tilbyde værdifulde totalløsninger med høj service og hurtig levering. Disse serviceparametre skal styrke Solars image og gøre kunderne villige til at acceptere en lidt højere pris mod til gengæld at få gavn af en række fordele. Vi fastholder vores optimistiske forventninger, da Solar står stærkere end før i et marked, som ikke kan forblive depressivt for altid. Onlinesalget er støt stigende og øger værdien af IT-systemet Solar 8000. Samtidig kan erfaringer nemmere deles takket være denne tværgående IT-infrastruktur. Solar 8000 styrker således selskabet. Udgifterne hertil er bogført og giver plads til øgede marginer såvel som bedre salgsudrulning i de kommende år.

Selskabet står stærkt med en solid balance og udsigt til højere rentabilitet fremadrettet efter at der gennemført en fornuftig turnaround med frasalg af tabsgivende datterselskaber og sekundære aktiviteter. Aktiverne udgøres ydermere af reelle materielle aktiver, hvilket reducerer risikoen for nedskrivninger. Med en egenkapital på 1.832 mio. kr. handles Solar til en Kurs/Indre Værdi forhold på 1,4x jf. aktiekursen på 348. Ud fra P/E handles Solar til 14,5 på forventet overskud for 2016. Vurderet totalt som værdi for virksomheden er EV/EBIT på 10x. Langsigtet køb er vores anbefaling ved det nuværende kursniveau for aktien.

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	5.000
Nettogæld	897	559	316	302	-184	-250
Immaterielle aktiver	641	603	524	339	333	320
Materielle anlægsaktiver	1.261	1.246	1.187	937	882	860
Egenkapital	2.112	2.203	2.138	1.732	1.831	1.920
Antal ansatte	3.200	3.596	3.333	2.898	2.871	2.900
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	246
EBITA/Omsætning %	2,5	2,2	1,4	1,1	2,8	2,7
Egenkapitalforrentning %	4,2	5,4	1,0	NA	9,4	9,9
Egenkapitalandel %	39	38	43	38	39	38

Angivelsen af nettogælden indebærer, at en positiv nettoliquiditet 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 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.