

Solar er kommet sikkert igennem 2018 trods udfordringer for aktiviteterne i Norge og Sverige. Guidance for 2019 viser udsigt til moderat salgsvækst men med et betydeligt løft i indtjeningen

- Salget steg i 2018 med 2,2 % til 11.098 mio. kr. EBITA voksede fra 310 til 327 mio. kr., hvilket er flot, idet udfordringer i Norge og Sverige har trukket EBITA ned med 50 mio. kr. Uden denne modgang ville resultatet have været særdeles flot. Overskudsgraden (EBITA) var på 2,9 %. På generalforsamlingen den 15-03 stilles der forslag om et udbytte på 14 kr.
- Solar forventer i 2019 en stigning i salget på 2 % til 11.350 mio. kr. EBITA ventes at stige til 365 mio. kr. Kerneforretningen ventes at bidrage med +370 mio. kr., mens driftsresultatet af Relateret Forretning (nyere aktiviteter) ventes forbedret men fortsat at udvise et underskud på -5 mio. kr.
- Målene til og med 2020 er fremdeles at øge salget i kerneforretningen mere end markedsvæksten. Relateret Forretning ventes at udvise en salgsvækst på mindst 15 % årligt. Arbejdet med at løfte indtjeningen fortsætter, og målet for 2020 er at opnå en EBITA-margin i Kerneforretningen på 4 %.
- I 2018 har budt på en flot salgsvækst i Danmark, Holland og Polen. Udfordringer med salgsorganisationen i Sverige og tab af en stor kunde i Norge medførte negativ vækst på disse markeder. Solar vurderer, at man nu har organisationen på plads i Sverige, hvorfor udfordringerne er ved at være løst.
- 2018 bød på en række nye, spændende samarbejdsaftaler, hvilket vil bidrage til at øge salget fremadrettet. Generelt synes Solar at have succes med at tiltrække nye, store kunder med aktivitet i flere lande (Cross Border).
- Den stramme omkostningsstyring fortsætter. En række arbejdsopgaver svarende til 100 stillinger er løbende blevet flyttet til et fælles center i Polen. Derudover har Solar outsourcet visse IT-opgaver til Indien. Vi forventer, at denne proces vil fortsætte og give besparelser fremadrettet.
- IT-mæssigt står Solar stærkt med SAP-løsningen Solar-8000, der giver en række fordele med nem adgang for kunderne til køb via webshops, ligesom det gavner Solar i håndteringen af levering, logistik, indkøb m.m. Det er et mål at sikre høj kundeloyalitet ved at sælge værdiskabende produkter og løsninger til koncernens kunder. Det skal udgøre nøglepunktet i at opnå højere vækst i salget end markedets gennemsnit (fortsat at styrke markedsandelen).
- Den største risiko ser vi i relation til byggesektoren, der for tiden nyder godt af ekstremt lave renter og høj aktivitet. For at reducere afhængigheden af byggesektoren udvides virkefeltet inden for avancerede logistik- og lageraktiviteter (industri).
- En stærk balance bestående af reelle værdier, udsigt til fortsatte omkostningsbesparelser og dermed stigende indtjening, et højt udbytte og prisfastsættelsen (vurderet ud fra P/E og K/I) betyder, at vi fortsat har en købsanbefaling på aktien.

Aktuel Kurs: 310

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.263 mio. DKK

Antal aktier: 7,3 mio. styk (0,9 mio. A og 6,4 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q1 regnskab 08-05-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Hold (før køb)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 300-340 (før 325-375)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 340-400 (før 400-475)

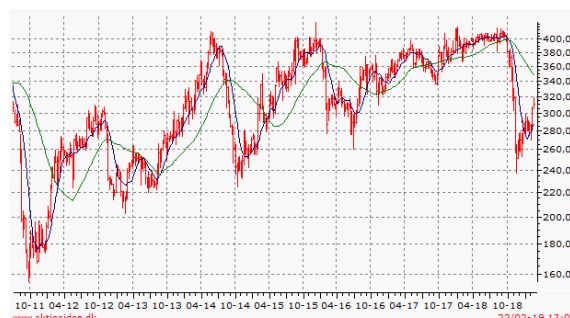
Tidligere anbefaling 08-11-2018 Kort/Lang: Køb / Køb v. 325

Selskabets forventninger til 2019

Solar venter i 2019 en vækst i salget på ca. 2 % til 11,35 mia. kr. og en stigning i EBITA til 365 mio. kr. (327 i 2018). Kerneforretningen ventes at løfte sit salg med 1,5 % til 10,7 mia. kr. og opnå et EBITA-resultat på 370 mio. kr. Den relaterede forretning ventes at opnå et salg på 650 mio. kr. og en forbedring af EBITA til -5 mio. kr.

De langsigtede mål til og med 2020 lyder på profitabel vækst over markedet i kerneforretningen og mindst 15 % i relateret forretning. EBITA i kerneforretningen skal stige og udgøre mindst 4 % i 2020.

Kursgraf fra 2011 og til nu

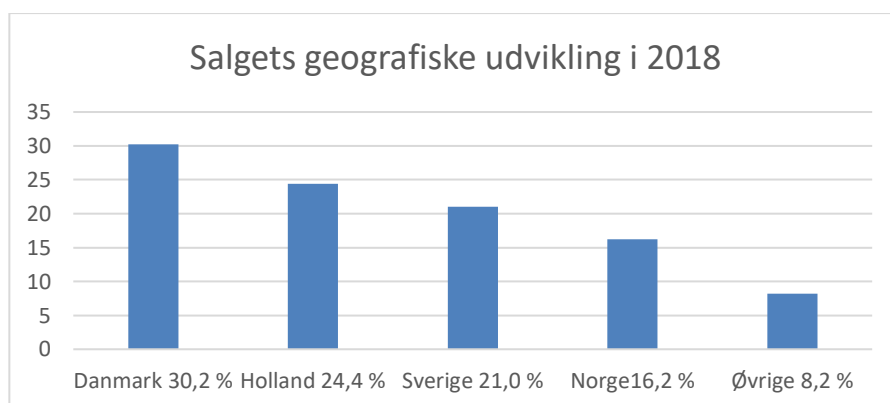


Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 419 / 237

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 af Europas førende digitale sourcing- og servicevirksomheder inden for el, varme, VVS og ventilation samt klima- og energiløsninger. Målsætningen er at sikre langvarige kundeforhold ved at tilbyde værdiskabende løsninger for slutkunderne.
- **Kerneforretningen** består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska, P/F Solar Føroyar og Solar School. Kerneforretningen varetager levering af værdiskabende produkter og services. **Relateret forretning** omfatter MAG45 (logistik) og Solar Polaris (solenergi) med hovedvægten lagt på førstnævnte. Restgruppen benævnt "**Digital, construction & services**" består af en gruppe associerede selskaber med delvis ejerskab i form af BIMobject, GenieBelt, Minuba og Viva Labs, der er aktive inden for brug af avanceret digital teknologi.
- Salget er opdelt i segmenterne **installation** (61 % af salget), **industri** (31 %) og **andet** (8,0 %). Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet, mens industrisegmentet dækker over levering til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Det tredje segment udgøres af diverse små, komplementære aktiviteter.



- Den organiske salgsvækst i 2018 var på 2,2 %. Salget i Danmark og Holland steg hhv. 2,3 og 3,8 %. Derimod var der negativ vækst i Sverige og Norge på hhv. -2,5 og -1,3 %. Relateret forretning udviste en fremgang på hele 28 %.
- Solar ønsker at skabe tætte og varige relationer til de enkelte kunder ved løbende at tilbyde løsninger, der lever op til kundernes skiftende behov, og som samtidig tilfører slutbrugerkunden merværdi. Det finder sted ved et højt serviceniveau, uddannelses tilbud, et stort produktudbud samt sikker og hurtig levering. Dertil kommer brug af digitalisering med unikke løsninger. E-handel vokser markant, og over 60 % af salget foregik via selskabets webshops (i Danmark var tallet helt oppe på 80 %). Det er en fleksibel løsning for kunderne, der samtidig kan reducere deres pengebinding i lagre. Høj kvalitets- og total løsninger skal give kunderne et incitament til at samle deres indkøb hos Solar frem for at benytte konkurrenter, der søger at komme ind via lavere priser. Rådgivning/service/uddannelse er vigtige salgsparametre. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på kundernes vegne. Dertil kommer tilbud om cross border løsninger. Logistikopgaver og servicering af kunderne sker via filialer og centrallagre suppleret af netværkspartnere med andre værdiskabende services.
- Solar er afhængig af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt offshore olieindustrien. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industrifirmaer, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland og Polen. Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning. Omregningen af EUR er stabil og giver ikke nogen udfordringer.
- 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 beskæftigede pr. 31-12-2018 i alt 2.941 ansatte (2.870 pr. 31-12-2017).
- Ejerforhold pr. 31-12-2018 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London, 15,0 % (7,3 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,0 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,3 % (5,0 %), FIL Limited Pembroke, Bermuda 5,0 % (2,5 %) og Solar's egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2018 i alt 3.554 aktionærer (3.672 for et år siden), og 93,7 % af samtlige aktier er navneregistrerede.

Solar har klaret sig godt igennem et udfordrende 2018

2018 har været endnu et begivenhedsrigt år for Solar. Der er blevet kigget dybt i værktøjskassen for at sikre vækst i salget, omkostningsbesparelser og stigende indtjening. Ledelsen skærer til, hvor det er nødvendigt, og samtidig investeres der i at udvikle nye løsninger til gavn for kunderne. I januar 2018 blev aktiviteterne i Østrig og Belgien sat til salg. Det var et klogt træk, da disse to enheder var underskudsgivende. I slutningen af december blev det besluttet at frasælge Scandinavian Technology Institute (STI) via en management buy-out transaktion. På de indre linjer er det lykkedes at opnå besparelser på 45 mio. kr., og denne øvelse fortsætter i indværende år. En del af de opnåede besparelser skyldes øget brug af et servicecenter i Polen, der overtager stadig flere opgaver. Centret i Polen beskæftiger ca. 100 ansatte. Et lavere lønniveau i Polen vil bidrage positivt til indtjeningen. Valuta har også bidraget positivt til lavere udgifter.

De opnåede besparelser er imponerende, idet der samtidig meldes om stigende udgifter til fragt og lønninger. Dertil kommer, at der er anvendt 25 mio. kr. til vækstfremmende initiativer i logistikenheden MAG45. I Norge har man mistet en stor kunde i form af en indkøbsorganisation, hvilket har givet negativ vækst her. Udfordringerne i salgsorganisationen i Sverige startede i andet halvår 2017 og er fortsat ind i 2018. Solar vurderer dog, at man nu har den rette bemanning i Sverige, og at denne udfordring derfor formentlig er klaret. Som modvægt til den ovenfor nævnte modgang kan man glæde sig over, at salget i både Danmark og Holland, der er de to lande med størst vægt i salget, udvikler sig rigtig godt. Der meldes også om vækst i salget i Polen, ligesom salget steg med hele 28 % i den endnu begrænsede sektor kaldet Relateret Forretning. Salg af Cross Border løsninger udvikler sig også godt.

Solar har i en årrække anvendt betydelige udviklingsudgifter til Solar 8000 systemet (SAP-baseret). Nu høster man frugterne af denne store satsning. Over 60 % af salget sker online i webshops, hvilket rummer fordele både for Solar og kunderne. Solar fortsætter med at opruste digitalt. På centrallageret i Halmstad i Sverige har man installeret et nyt eWM (extended warehouse management) system, der forbedrer lagerstyringen m.m. I år skal det indføres i Norge og herefter i resten af koncernen. I Norge skal et nyt robotsystem, AutoStore, lette lagerstyringen og gøre det endnu mere fejlfrit og hurtigt.

Satsningen på Digital, construction & services, hvor man har købt ejerandele i komplementerende selskaber, der kan tilføre Solar og deres kunder unikke services, har vist sig meget profitabel.

Samlet endte året med en salgsvækst på 2,2 % til 11.098 mio. kr. EBITA steg fra 310 til 327 mio. kr. og EBITA-marginen var 2,9 %. Det er lavere end guidance ved starten af 2018 men på linje med nedjusteringen primo november og præciseringen heraf i slutningen af december efter nyheden om, at STI ønskes frasolgt. EBITA i kerneforretningen er ikke set bedre siden 2010. Da udfordringerne i Norge og Sverige vurderes at have belastet EBITA med 50 mio. kr., betegner vi årsregnskabet som værende godkendt. Udbyttet foreslås forhøjet fra 10 til 14 kr.



Guidance for 2019 og 2020

Arbejdet med at løfte salget og forbedre marginerne via stram styring af omkostningerne kommer til at præge 2019 og 2020. For 2019 guider Solar en vækst i salget på 2 % til 11.350 mio. kr., et EBITA-resultat på 365 mio. kr. og dermed en overskudsgrad på 3,2 % - altså pæn fremgang.

Prognosen for 2019 bygger på følgende forudsætninger: I Industri-segmentet ventes overordnet set en moderat positiv vækst. I Installation venter Solar, at nybyggeri og renovering i Danmark vil vokse i H1, mens der er større usikkerhed omkring H2. I Sverige vurderes faldet i udstedte byggetilladelser at have stabiliseret sig, men der er risiko for en slowdown i dette land. Norge bevæger sig imod øget elektrificering (et af de lande der er længst fremme med elbiler), og derfor venter Solar en moderat vækst her. I Holland, der er et stort og vigtigt marked, er der udsigt til stabil vækst.

2020 målene er blevet tilpasset en anelse, hvilket primært skyldes overgangen til de nye regnskabsstandarder IFRS16. Målsætningen er uforandret at løfte salget i Kerneforretningen mere end markedsvæksten (altså styrke markedsandelen), mens Relateret Forretning skal udvise årlige vækstrater på mindst 15 %. EBITA-marginen i kerneforretningen skal i 2020 stige til 4 % og afkastet af den investerede kapital efter skat skal ligge over 12 %. Målet for egenkapitalandelen er 35-40 %, gearingen med gæld på 1,5-3,0 x EBITDA og der påtænkes udloddet mindst 35 % af årets nettooverskud i udbytte.

Digital, construction & services

Solar har finansielt nydt godt af den offensive satsning på partnervirksomheder med ny teknologi, idet der i ejerperioden er bogført kapitalgevinster på ca. 100 mio. kr. fra disse opkøb. Det er især BIMobject, der kursmæssigt har givet en meget stor gevinst. Ideen med at købe sig til delvis ejerskab i nøje udvalgte digitalt orienterede selskaber, der udbyder services som styrker Solar's udbud, forekommer virkelig visionær. Investeringerne omfatter BIMobject (tilbud til arkitekter og entreprenører om at kunne skabe en digital model af bygninger med komponenter), GenieBelt (dynamisk projektstyring til byggebranchen), Minuba (ressourceforvaltning for håndværkere) og Viva Labs (onlineløsninger til brug for styring af alarmer, energiforbrug, lys m.m. i ejendomme). Minuba-systemet anvender Solar som tilbud til håndværkere, således at de automatisk kan overvåge lagre i deres biler, hvorved der gives besked via en app eller mobilt, når der skal bestilles nyt til lageret. GenieBelt er for nylig fusioneret med APROPLAN i et nyt selskab kaldet LetsBuild.

Af regnskabet fremgår det, at Solar ikke nødvendigvis på sigt ser sig som strategisk ejer af disse fire opstartsvirksomheder. Er denne ordlyd tegn på, at Solar er på vej ud af denne ellers interessante netværksopbygning, der skal give fælles fordele ved at dele kompetencer og styrkepositioner?

Fremtidsudsigterne

Lav vækst har præget Solar's salg i perioden 2014 til 2018. Det er vel at mærke en periode, der har været præget af ekstrem lav rente og stigende aktivitet i byggesektoren, hvortil Solar har størstedelen af sit salg. Udfordringen ligger i, hvor længe boom'et i byggesektoren vil vare ved, og hvor hårdt en opbremsning vil kunne slå tilbage på Solar? Vi har set de første spæde tegn på afmatning i byggesektoren i Sverige, hvor der har været et fald i udstedelsen af byggetilladelser. Indtil videre vurderer Solar det som en forbigående opbremsning. Historisk ved vi, at byggesektoren er følsom og gode år efterfølges af dårlige. Efter vores vurdering er vi tæt på toppen af denne konjunkturcyklus, og derfor er det også nu, at Solar skal levere overbevisende fremgang – inden aktiviteten i byggesektoren muligvis rammes af en nedgang. Geografisk er der ikke nogen markant fordel af spredningen på flere lande, idet man følges ad i et tæt forhold.

Mens salgsvæksten har været lav i perioden 2014 til 2018, har Solar formået at løfte indtjeningen betydeligt - og det er positivt. EBITA-marginen er vokset fra 1,1 % i 2014 til 2,9 % sidste år. Stram omkostningsstyring skal løfte marginen yderligere i 2019 og 2020. Fragtomkostningerne og lønninger forventes dog at stige i år, og derfor er det des mere vigtigt at kontrollere sine omkostninger.

På en og samme tid skal Solar holde igen med omkostningerne og samtidig videreudvikle sig, så man hele tiden har de bedste værdiskabende tilbud til kunderne. På dette punkt går det godt, idet man nu høster frugterne af de massive investeringer i IT, der har belastet de foregående år. Kunderne har taget e-handel til sig, og samtidig har Solar udviklet en hurtig og sikker varelevering. Via Fastbox tilbydes levering inden for få timer i udvalgte større byer. Det reducerer kundernes pengebinding i egne lagre, og det udgør et vigtigt element i Solar's værdiskabende løsningsstilbud, som dermed kommer kunderne til gavn.

Satsningen på logistikfirmaet MAG45 tegner lovende. Der anvendes dog penge på at løfte væksten, men MAG45 har potentiale til at udvikle sig til et profitabelt forretningsben. Arbejdet med at udvide aktiviteterne inden for konceptsalg tegner også lovende. Kunderne

opererer ofte på tværs af grænserne i flere lande, og derfor vil Solar tilpasse og forbedre sig på dette felt. De strategiske tiltag inden for sådanne løsninger har allerede vist positiv effekt i Holland, og de gode erfaringer herfra skal udnyttes i andre lande.

Satsningen på Digital, construction & services er sat på stand by. Der vil ikke blive foretaget nye store investeringer i netværkspartnere. Andre satsningsområder har fået prioritet, herunder primært servicering af kunder med tværnationale aktiviteter. Det er på dette punkt, at der er blevet indgået flere spændende samarbejdsaftaler og brugt ressourcer på nye, fremadrettede tiltag.

Solar's marked er præget af priskonkurrence. Selskabet konkurrerer fortsat ikke på pris men på kvalitet og bedre service. Mindre kunder er mere prisfølsomme end store kunder, der søger totalløsninger, hvor prisen har mindre betydning. Det kan Solar levere. Selskabets klare strategi om at knytte sig tæt til kunderne og satse på langvarige kundeforhold er klog, idet det vil kunne afbøde et eventuelt afbræk i den hidtil positive trend i byggesektoren og stabiliseringen i olieindustrien. Med mindre der indtræffer uforudsete udfordringer er Solar godt på vej mod at kunne opfylde sine mål om at bringe EBITA-marginen i Kerneforretningen op på 4 % i 2020.

Solar har en række styrkepositioner: En stærk balance med reelle værdier, udsigt til fortsatte omkostningsbesparelser og dermed stigende indtjening. Med et højt udbytte og en fornuftig prisfastsættelse (P/E og K/I) anbefaler vi fortsat køb af aktien, om end upside pt. synes begrænset. Udfordringen for Solar som aktieplacering er, at mange investorer går efter de lidt mere "smarte" selskaber, hvor risikoen dog også ofte er langt større, end tilfældet er med Solar.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Et stærkt varesortiment, en stærk økonomi og evne til at omstille sig til kundernes nye behov kendetegner selskabet. Med værdiskabende totalløsninger knytter man sig tættere til sine kunder, hvilket opvejer prispresset fra konkurrenterne. Kerneforretningen er en cash-cow. Relateret Forretning (MAG45) rummer en betydelig upside. Samarbejdet med netværkspartnere, hvori Solar har investeret i ejerandele, giver mulighed for krydssalg og udvider paletten af spændende kundetilbud.

Svagheder

Indtjeningen er fortsat for lav. EBITA forventes bragt op på 4 % i 2020, men det er usikkert om niveauet videre frem kan opretholdes, hvis byggesektorens boom pludselig stopper. Solar er afhængig af udviklingen i byggesektoren og industriens aktivitetsniveau generelt. Der er efterhånden få skruer tilbage at justere på internt for at presse omkostningerne yderligere ned.

Muligheder

Logistikvirksomheden MAG45, netværket af samarbejdspartnere og løsning af tværnationale opgaver for kunder (Cross Border) rummer upside for salget. Der er store muligheder for at udvide forretningsomfanget og placere Solar i centrum som leverandør af tekniske komponenter i projekter på grundlag af samarbejdet i gruppen af de tilknyttede, intelligente partnere.

Trusler

Den største trussel er holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving i Nordeuropa. Afhængigheden af byggesektoren er stor, og efter et opsving kommer der – før eller siden - en ny konjunkturedgang. Indtjeningen ligger på et så lavt niveau, at Solar ikke har ret meget elastik at give af. Pris- og lønpres udgør hele tiden en trussel og lægger et låg over indtjeningens udvikling i opadgående retning.

Regnskabstal

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	10.463	10.252	10.587	11.072	11.105	11.098	11,400
EBITA	225	117	296	278	295	327	370
EBIT	160	-73	249	222	126	224	265
Resultat før skat	106	-122	201	223	126	237	260
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	133	200
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4.633	4.800
Nettogæld	316	302	-184	43	483	461	300
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	392	290
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	812	800
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1.638	1.740
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2.941	2.900
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	18,2	27,4
Udbytte i DKK	12,0	7,0	10,0	12,0	10,0	14,0	15,0
Indre værdi i DKK	271	219	234	231	218	224	238
EBITA/Omsætning %	1,4	1,1	2,8	2,5	2,7	2,9	3,2
Egenkapitalforrentning %	1,0	N/A	9,4	7,1	1,2	8,2	11,8
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	35	36



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
08-11-2018	325	Køb	Køb
17-08-2018	400	Køb	Køb
02-05-2018	395	Køb	Køb
19-02-2018	390	Køb	Køb

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 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.