

Digitalisering internt giver stordriftsfordele og skalerbarhed i forretningen. Dette skal sammen med udnyttelse af de igangværende trends omkring urbanisering og elektrificering løfte Solar op til nye niveauer i de kommende år. Aktiekursen bør kunne følge med op i takt med, at indtjeningen forbedres yderligere. Aktien handler til fornuftige multipler og udgør en god langsigtet placeringsmulighed med begrænset risiko.

- Solar's strategiske plan er at søge profitabel vækst via konceptsalg på tværs af markeder og grænser (Cross border). En række store kunder har allerede besluttet at lade Solar varetage deres lager- og logistikopgaver.
- For at fastholde kunderne over tid og tiltrække nye udvider Solar løbende produktpaletten, der nu omfatter syv overordnede konceptgrupper.
- Kunderne gør i stigende grad brug af køb via e-shops. Solar 8000 IT-systemet har muliggjort et stærkt samspil mellem kundernes indkøb, en effektiv lagerstyring og hurtig levering. Der kommer løbende nye tiltag, så kunderne kan tilbydes nye og mere værdiskabende løsninger uden behov for binding af penge i store varelagre. På denne måde kan Solar differentiere sig fra konkurrenter, der forsøger at ekspandere via lavere priser. Nøgleordet er hele tiden: Værdiskabende løsninger.
- Internt har Solar fokus på optimering af sine systemer og arbejdsprocesser. Det sker for at holde omkostningerne nede. En række effektiviseringstiltag er eller vil blive indført på selskabets lagre. Dertil kommer, at stadig flere opgaver varetages fra et center i Polen, ligesom visse IT-opgaver udføres i Indien.
- Målene til og med 2020 er fremdeles at øge salget i kerneforretningen mere end markedsvæksten. Ny, 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 %.
- For at styrke datterselskabet i Sverige har man for nylig købt Onninen AB's forretningssegment for vvs og aircondition. På denne baggrund har Solar forhøjet guidance for salget i 2019 med 250 mio. kr. men uden effekt på indtjeningen.
- 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 fornuftig prisfastsættelse (vurderet ud fra P/E og K/I) betyder, at vi har en købsanbefaling på aktien.

Aktuel Kurs: 328

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.414 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q2 regnskab 08-08-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb (før Hold)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 300-340

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 340-400

Tidligere anbefaling 25-02-2019 Kort/Lang: Køb / Hold v. 310

Selskabets forventninger til 2019

Solar præciserede forventningerne lidt opad i forbindelse med Q1-regnskabet. Få dage efter gik købet af dele af svenske Onninen AB igennem, hvorefter Guidance for 2019 blev løftet til mindst 11,6 mia. kr. i omsætning (+250 mio. kr. som effekt af købet), mens EBITA fortsat ventes at blive på mindst 365 mio. kr. Kerneforretningen ventes at øge sit salg til mindst 10,95 mia. kr. og opnå et EBITA-resultat på mindst 370 mio. kr. Den relaterede forretning venter uændret et salg på mindst 650 mio. kr. og en forbedring af EBITA til -5 mio. kr.



Kursgraf fra 2012 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 415 / 243

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 til teknisk design, projektarbejde mv.
- Salget er opdelt i segmenterne **installation** (60 % af salget i Q1), **industri** (32 %) og **andet** (8 %). 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 tilpasset til antallet af faktiske arbejdsdage (påsken faldt i år i Q2) var i Q1 2019 på hele 5,8 %. Kerneforretningen, der tegner sig for 95 % af koncernens omsætning, steg med 5,7 %, mens relateret forretning løftede sit salg med 6,7 %. Der var fremgang i salget på alle markeder.
- Solar ønsker at skabe tætte og varige relationer til de enkelte kunder ved løbende at tilbyde løsninger, der lever op til markedets skiftende behov og som samtidig tilfører slutbrugerkunderne merværdi. Det finder sted ved et højt serviceniveau, uddannelse, et stort produktudbud samt sikker og hurtig levering. Dertil kommer brug af digitalisering med unikke løsninger. E-handel vokser markant, og mere end 50 % af salget foregår nu via selskabets webshops (i Danmark er e-handelsandelen ca. 80 %). Ved at tilbyde stadig flere varer via e-shops kan kunderne reducere deres pengebinding i lagre. Høj kvalitets- og totalløsninger skal sikre, at kunderne samler deres indkøb hos Solar. Det skal modgå konkurrenter, der søger at komme frem på markedet via lavere priser. Rådgivning, service og uddannelse er vigtige salgsparemetre her. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på vegne af store kunder. Dertil kommer tilbud om cross border løsninger. Logistikopgaver og servicering af kunderne udføres 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. Seks centrallagre er placeret i Danmark (1), Sverige (2), Norge (1) og Holland (2). Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, da disse valutaer står frit. Omregningen af EUR er derimod 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. 31-03-2019 i alt 2.951 ansatte (2.894 pr. 31-12-2018).
- På generalforsamlingen i marts blev det besluttet at udlodde 14 kr. i udbytte (10 kr. året før).
- Ejerforhold pr. 31-03-2019 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,8 % (59,6 %), RWC Asset Management LLP, London, 15,8 % (7,5 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,8 % (5,1 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,7 % (5,1 %), FIL Limited Pembroke, Bermuda 5,3 % (2,5 %). Solar ejer selv en aktiebeholdning på 5,8 % før årets nedskrivning af aktiekapitalen. Solar havde ultimo 2018 i alt 3.554 aktionærer (3.672 for et år siden), og 93,7 % af samtlige aktier er navnregistrerede.

100 års jubilæum og stadig "fit for fight"

Den 17-05-2019 fyldte Solar 100 år. Trods de mange år på bagen er der ikke tale om en "gammel støvet virksomhed" – tværtimod. Solar har nemlig fulgt med tiden, og der er løbende blevet foretaget tilpasninger, udvidelser, opkøb og frasalg samt investeret i netværkspartnere. Solar står stærkt inden for tre megatrends: digitalisering, urbanisering og elektrificering.

Den største forandring i nyere tid er implementeringen af det fælles IT-system Solar 8000 (SAP). Det har sikret ensartethed i IT-håndteringen på tværs af koncernen, givet positive synergier og sikret en stærk position inden for e-handel. Andelen af e-handel er

kraftigt stigende, hvilket kombineret med en effektiv logistik med hurtig og effektiv levering til kunderne er et af selskabets trumfkort i kampen mod de konkurrenter, der forsøger at vinde markedsandel via lavere priser.

Solar's modsvar på den stigende priskonkurrence er at knytte tætte bånd til kunderne ved at tilbyde et stadigt stigende produktudbud og en nem bestillingsprocedure kombineret med hurtig og sikker levering. Blandt de nyere tiltag skal nævnes Solar's tilbud om drift af kundernes lagre og logistik (industrikunder på tværs af grænserne) samt andre værdiskabende løsninger, der er muliggjort via Solar's aftaler om partnerskaber. Solar optræder som én virksomhed trods den organisatoriske opdeling på nationale datterselskaber. Det giver stordriftsfordel både omkring indkøb, men også ved udførelse af leveringsopgaverne for kunder.

Som noget meget visionært har Solar investeret i en række virksomheder, der besidder unik digital teknologi. Disse partnere kan tilføre Solar både viden og værdi, og samtidig tilbydes Solar-kunder ekstra værdiskabende løsninger, som man ikke selv havde "in-house". 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 et tilbud til håndværkere, således at de automatisk kan overvåge lagre i deres varebiler, hvorved der gives besked via en app eller mobilt, når der skal bestilles opfyldning af disse lagre. GenieBelt er for nylig fusioneret med APROPLAN i et nyt selskab kaldet LetsBuild.

Der er og vil i endnu højere grad fremadrettet være fokus på den "grønne bølge", idet energioptimering og -effektivisering er i tråd med tiden. På dette felt står Solar særdeles stærkt med relevante løsninger inden for de syv overordnede produktkoncepter Solar Plus, Solar Netto, Solar Project, Solar Light, Solar Cable, Solar Heat og Solar Tools, hvor den grønne profil især er tydelig omkring solcelleanlæg.

Solar gør selv brug af solceller, der ved hovedsædet i Vejen er placeret på taget og på overdækkede p-pladser. Det sikrer ren strøm til selskabets eget datacenter m.m. samt giver strøm til el-biler. Konceptet kaldes SunDryve med en direkte relation til sol, tørt og kørsel (Sun and Dry/Drive). Tiltaget bruges også kommercielt som "udstillingsvindue", så kunderne kan se, hvordan en sådan løsning kan implementeres.

Solar står i dag stærkt med de rette produkter, hele IT-setup'et er på plads og en strømlinet intern organisation, hvor man efter opkøb og frasalg nu har lokal tilstedeværelse i de lande, hvor man for alvor forsøger at udvide forretningen. Digitaliseringen med stigende kundehandel via e-shops giver skalerbarhed og stigende indtjening.

En række arbejdsopgaver svarende til 100 stillinger er løbende blevet flyttet til et fælles center i Polen, ligesom Solar har outsourcet visse IT-opgaver til Indien. På centrallageret i Halmstad i Sverige har man implementeret eWM (extended warehouse management) for at optimere lagerstyringen til gavn for indtjeningen og kundetilfredsheden. Lagerstyringssystemet skal efterfølgende udbredes til resten af koncernen. På centrallageret i Norge har man implementeret robotsystemet AutoStore, som muligvis også vil blive taget i brug andre steder.

Der har således i de senere år været travlt med at tilpasse sig kundernes skiftende behov og ønsker, samtidig med at selskabet arbejder med at øge rentabiliteten. Solar er godt på vej, men der er fortsat plads til forbedringer. Solar er klar til de næste 100 år som virksomhed.

God start på 2019

Salget voksede til 2.957 mio. kr. og EBITA til 80 mio. kr. Den tilpassede organiske salgsvækst var på 5,8 %, bruttomarginen faldt en anelse til 20,1 %, mens EBITA-marginen blev forbedret fra 2,4 til 2,7 %. Indførelsen af IFRS 16 regler pr. 01-01-2019 har givet visse ændringer i regnskabet, men de har overordnet ikke nogen stor effekt. Nettoresultatet endte på -20 mio. kr. mod +81 mio. kr. for et år siden. Det skyldes dog udelukkende en ekstraordinær post ved opgørelsen af værdien på ejerandelen (17 %) i BIMobject. For Q1 2019 er der bogført en nedskrivning af værdien baseret på aktiekursen pr. 31-03-2019 på 57 mio. kr., mens samme kvartal sidste år blev positivt påvirket af en modsat gående postering på +59 mio. kr. Den kontinuerte drift og indtjening følger planerne.

Installation og Industri øgede salget i Q1, hvor især Sverige udviklede sig stærkt. Væksten i Installation var på 4 % og hele 10 % for Industri. Kerneforretningen udviste en organisk salgsvækst på 5,7 % (3,5 % i samme periode sidste år), mens relateret forretning løftede salget med 6,7 %. Salgsvæksten lå generelt over Solar's forventninger.

Indtjeningen opgjort som EBITA steg til 80 mio. kr. (69 i samme periode sidste år). Marginen steg til 2,7 % (2,4). Kerneforretningen stod for 81 mio. kr. i EBITA, mens relateret forretning så sit underskud blive reduceret til -1 mio. kr. (-5 mio. kr. i Q1 2018).

Opgjort for Q1 oplyses afkastet på den investerede kapital til at ligge på 2,0 %, gearingen til 2,5 x og niveauet for arbejdskapitalen sat i forhold til seneste 12 måneders omsætning til at være på 11,8.

Solar løftede efter Q1 regnskabet og opkøbet i Sverige dets forventninger til 2019 til et salg på mindst 11,6 mia. kr. og et EBITA-resultat på mindst 365 mio. kr. (uforandret).

Tidligere på året meddelte Solar, at man for 45 mio. kr. ville købe svenske Onninen AB's forretningssegment inden for vvs og aircondition fra finske Kesko Corporation. Onninen servicere små og mellemstore installatører i Sverige og omsætter for ca. 400 mio. kr. årligt. Pr. 15-05-2019 er købet så endeligt faldet på plads, og straks herefter blev Guidance for 2019 løftet. At EBITA ikke løftes, skyldes forventede ekstra udgifter til integrationsprocessen.

Guidance for 2019 er baseret på en let stigende trend for Industri-segmentet. Inden for Installation ventes i H1 en vækst i nybyggeriet og renovering af bygninger i Danmark, mens der meldes om usikkerhed for H2. Faldet i byggetilladelser i Sverige vurderes at have stabiliseret sig, men alligevel er der risiko for slow down i dette i land. På sigt vil Solar's position i Sverige blive styrket af opkøbet af Onninen. Både i Norge og Holland ventes moderat vækst.

Solar er et godt langsigtet køb

Mens salgsvæksten har været lav i årene 2014 til 2018, har Solar formået at løfte indtjeningen - og det er positivt. EBITA-marginen er vokset fra 1,1 % i 2014 til 2,9 % sidste år (og for Q1 foreløbig 2,7 %). Solar's mål er uændret, at EBITA-marginen i kerneforretningen skal løftes til 4 % i 2020, og afkastet af den investerede kapital efter skat skal ligge over 12 %. Målet for egenkapitalandelen er 35-40 %, en gearing med gæld på 1,5-3,0 x EBITDA og en udlodning på mindst 35 % af årets nettooverskud i udbytte. I år var udlodningsprocenten højere, idet selskabet valgte at udlodde hele 14 kr. i udbytte. Det er aktionærvenligt.

På en og samme tid skal Solar holde igen med omkostningerne (effektivisere) 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 virkelig taget e-handel til sig, og samtidig har Solar udviklet hurtig og sikker varelevering. Via Fastbox tilbydes levering inden for en time i de større byer. Det reducerer kundernes pengebinding i egne lagre, og det udgør et vigtigt element i Solar's værdiskabende løsningstilbud, som dermed klart kommer kunderne til gavn. Et nyt tiltag kaldes Solar Kitbox omfattende et sæt af produkter er rettet til et specifikt job. Det skal bidrage til at forbedre kundernes effektivitet. Som case nævnes SCADA International, der er en dansk virksomhed, der udbyder en række services inden for vedvarende energi. Deres brug af Solar Kitbox har bidraget til at øge effektiviteten.

Logistikfirmaet MAG45 mangler stadig at bidrage til indtjeningen, men selskabet er en vigtig brik omkring udbygningen af industrisalg. Der vil næppe blive foretaget nye store investeringer i netværkspartnere. Andre satsningsområder har fået prioritet, herunder primært servicering af kunder med tværnationale aktiviteter (cross border salg). Det er på dette punkt, at der er indgået flere spændende samarbejdsaftaler og brugt ressourcer på etablering af nye, fremadrettede tiltag.

Den strategiske plan følges. Fokus er rettet mod at kunne tilbyde stadig flere produkter og grupperinger, levering af total løsninger til store kunder på tværs af landegrænser (industrisalg med henblik på at reducere kundernes TCO (=total cost of ownership)) samt optimering internt. Kundelisten omfatter store virksomheder som Danfoss, Telenor, Ørsted og Fibia.

Effektiv lagerstyring er vigtig, og her er man i gang med at investere i eksempelvis robotteknologi, der kan effektivisere og samtidig sikre, at Solar kan have stadig flere produkter placeret på den samme arealplads i lagrene. Projektet kaldes AutoStore og er indtil videre kun indført på centrallageret i Norge. Tilbagebetalingstiden på investeringen i AutoStore angives til at være mindre end fem år.

Selskabet søger at undgå hård konkurrence på pris til fordel for kvalitet og bedre service, herunder i stigende grad total løsninger. 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 høje aktivitet 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.

Med et højt udbytte og en fornuftig prisfastsættelse (P/E og K/I) anbefaler vi fortsat køb af aktien. Udfordringen for Solar som aktie er, at mange investorer søger placering i lidt mere "smarte" selskaber, hvor risikoen dog også ofte er langt større end tilfældet er med Solar.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Et meget stort 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 med mere spændende kundetilbud. Solar tilbyder services i tråd med flere megatrends, fx deleøkonomi, digitalisering, urbanisering og elektrificering. Forretningen er skalerbar.

Svagheder

Indtjeningen er fortsat for lav. EBITA i kerneforretningen forventes bragt op på 4 % i 2020, men det er usikkert om niveauet videre frem kan opretholdes, hvis byggesektorens boom pludselig stopper. Solar påvirkes 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 med gruppen af tilknyttede, intelligente partnerfirmaer. Perspektivet er lovende.

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 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, som lægger et låg på 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	11.600
EBITA	225	117	296	278	295	327	370
EBIT	160	-73	249	222	126	224	290
Resultat før skat	106	-122	201	223	126	237	210
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	133	150
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4.633	5.400
Nettogæld	316	302	-184	43	483	461	850
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	392	330
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	812	1.050
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1.638	1.700
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2.941	3.000
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	18,2	21,7
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	246
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	9,0
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	35	31



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
25-02-2018	310	Køb	Hold
08-11-2018	325	Køb	Køb
17-08-2018	400	Køb	Køb
02-05-2018	395	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.