

Guidance for salget og EBITA blev i Q3-rapporten sænket med hhv. 300 og 30 mio. kr. Kursfaldet på nyheden kostede aktionærene over 200 mio. kr. Vi anser kursfaldet overgjort på grund af følgende:

- 2/3-dele af nedjusteringen skyldes (midlertidige) udfordringer med salgsorganisationen i Sverige og tab af en større kunde i Norge. Initiativerne for genopretning i Sverige intensiveres, men der er ikke nogen nem og hurtig løsning.
- Regnskabet for årets første ni måneder er skuffende, men det skyldes de ovenfor nævnte udfordringer og en ugunstig valutakursudvikling (SEK og NOK). Solar advarede allerede ved halvårsregnskabet om risikoen for lavere omsætning og indtjening som følge af valutaomregning. Det burde derfor ikke komme som en overraskelse.
- Q3 har budt på en række spændende nye samarbejdsaftaler, hvilket vil bidrage til at holde salget oppe fremadrettet. Generelt synes Solar at have succes med at tiltrække nye kunder med aktiviteter i flere lande (Cross Border).
- Selskabet har godt styr på omkostningerne, der er reduceret betydeligt i år. Det er imidlertid også nødvendigt, idet selskabet forventer voksende lønpres næste år i niveaueu 25-30 mio. kr.
- En række aktiviteter, 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. Det giver besparelser fremadrettet.
- IT-mæssigt står Solar stærkt med Solar-8000 systemet, der giver en række fordele med nem adgang for kunderne til køb, ligesom det gavner Solar omkring levering, logistik m.m. Frugterne fra den store satsning er ved at vise sig.
- Det er et mål at sikre høj kundeloyalitet med salg af værdiskabende produkter og løsninger til koncernens kunder. Det skal sikre en højere vækst i salget end markedets gennemsnit (højere markedsandel). Det er dog ikke lykkedes i år.
- Strategimålet er at få EBITA i kerneforretningen, der udgør over 90 % af koncernens salg, op på 4 % i 2020 (3,1 % er opnået år til dato). Målene for vækst og indtjening synes at være opnåelige.
- Den største risiko ser vi i relation til byggesektoren, der for tiden nyder godt af lave renter og høj aktivitet. For at reducere afhængigheden af byggesektoren udvider Solar sit virkefelt inden for logistik- og lageraktiviteter (industri). Tilbud om uddannelse af kunderne, projektløsninger m.m. skal på sigt gøre selskabet mindre konjunkturafhængigt.
- Risikoen i aktien forekommer at være begrænset efter det seneste kursfald.
- Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort, hvis/når målet om en fordobling af overskudsgraden opnås i 2020.

Aktuel Kurs: 325

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.373 mio. DKK

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

Næste regnskab: Helårsregnskab den 07-02-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 325-375 (før 375-450)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 400-475 (før 450-500)

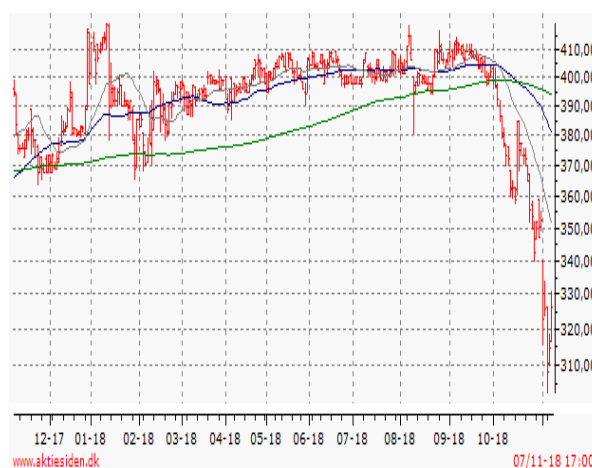
Tidligere anbefaling 17-08-2018 Kort/Lang: Køb / Køb v. 400

Selskabets forventninger til 2018

Forventningerne til 2018 nedjusteres til en vækst på 2 % mod før 4 %. Salget reduceres med 300 mio. kr. til 11,1 mia. kr. De 200 mio. kr. skyldes udfordringerne i Norge og primært Sverige. 100 mio. kr. skyldes FX-modgang. EBITA ventes nu at nå 315 mio. kr., hvilket er en nedgang på 30 mio. kr. Salgsnedgangen belaster EBITA med 40 mio. kr., FX med 5 mio. kr. mens reducerede omkostninger bidrager positivt med 15 mio. kr. Allerede ved halvårsregnskabet advarede Solar om, at de lave valutakurser (specielt på NOK og SEK) kunne påvirke salget negativt med 100 mio. kr. og EBITA med ca. 4 mio. kr. En nedjustering lå således i kortene.



Kursgraf fra 2011 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 430 / 308

Bemærk at 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 Nordvesteuropas førende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationskomponenter samt relateret teknologi, herunder energieffektivisering, logistikløsninger, uddannelse m.m. Kerneforretningen varetager levering af produkter og services, ligesom der tilbydes hjælp med optimering af kundernes forretning med henblik på øget værdiskabelse.
- **Kerneforretningen** består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska, P/F Solar Føroyar og Solar School. **Relateret forretning** omfatter MAG45 (logistik), Scandinavian Technology Institute og Solar Polaris (solenergi). Restgruppen benævnt "**Digital, construction & services**" består af en gruppe associerede selskaber med ejerskab i BIMobject (17,4 %), GenieBelt, Minuba, Viva Labs, Monterra og HomeBob, der er aktive inden for brug af avancerede digital teknologi.
- Salget er delt op i segmenterne **installation** (60,5 % af koncernsalget), **industri** (31,5 %) 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. Salgets geografiske opdeling i Q1-3 er: Danmark 30 %, Holland 25 %, Sverige 21 %, Norge 16 % og øvrige 8 %.
- Selskabet fokuserer på at skabe tætte og varige relationer til den enkelte kunde, så Solar hele tiden kan opfylde kundens skiftende ønsker og behov og herigennem tilføre den egentlige slutbrugerkunde ekstra værdi. Det sker via et højt serviceniveau, uddannelses tilbud, et stort produktudbud samt sikker og hurtig levering. Det er hensigten, at 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 salgsparemetre. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på kundernes vegne.
- Serviceringen af kunderne sker via filialer og centralagre suppleret af netværkspartnere med andre værdiskabende services. Andelen af salg via e-business er fortsat stigende målt i forhold til koncernens omsætning.
- 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, mens omregningen af EUR er stabil og ikke giver 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. 30-09-2018 i alt 2.920 ansatte (2.875 pr. 30-09-2017).
- Ejerforhold pr. 30-09-2018 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London, 12,6 % (6,2 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,0 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,2 % (under 5,0 %) og Solar egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2017 i alt 3.672 aktionærer.

Skuffende udvikling i Q3 og nedjustering af 2018 Guidance. Kursreaktionen forekommer dog at være alt for hård

Allerede ved halvårsregnskabet advarede Solar om risikoen for lavere salg og indtjening som følge af den svage kursudvikling på svenske og norske kroner. Nedjusteringen foranlediget heraf burde derfor ikke komme som en overraskelse for investorerne. Det var også kendt, at der var udfordringer på det svenske marked, som tilskrives en strukturel ændring af salgsorganisationen tilbage i Q3 2017. Genopretningen er dog forløbet langsommere end forventet, men nu har man fået den rette struktur på plads. Ledelsen pointerer, at man forventer at få genskabt dynamikken på det svenske marked, men at det kommer til at tage tid. I Norge mistede man i Q2 en indkøbsorganisation som kunde.

I årets første ni måneder steg salget kun 2 % organisk. Det er til den svage side, idet det største marked i Danmark vurderes at have udvist en vækst på 3,5 %. EBITA androg 208 mio. kr. mod 210 mio. kr. i samme periode året før. EBITA-marginalen endte på 2,6 %. I kerneforretningen var EBITA-marginalen 3,1 %, hvilket er en del under det langsigtede mål på 4,0 %.

Solar haft godt styr på omkostningerne. De igangværende besparelserprogrammer udvikler sig lidt bedre end forventet. En stor del af besparelserne kommer fra udflytning af visse opgaver, svarende til 100 stillinger, til et center i Polen. Det er besluttet at flytte endnu flere opgaver til centret i Polen. Outsourcing af opgaver til lande med lavere lønninger giver hurtigt en positiv effekt. Som noget nyt er der indgået et samarbejde med LTI, der skal varetage IT-opgaver relateret til eWM (extended warehouse management). Det sker fra Indien. Derved frigives ressourcer i IT-afdelingen i Danmark til andre opgaver.

Selvom udviklingen i Q3 og året som helhed ikke er tilfredsstillende, så ser vi også mange lyspunkter. De primære årsager til udfordringerne i år synes centreret om Sverige, og det bør over tid være muligt at løse. Boligmarkedet i Sverige har været ude for en opbremsning, men faldet i udstedelsen af byggetilladelser er bremsset op og stabiliserer sig. Det peger mod et fortsat godt marked for nybyggeri i landet. Holland udvikler sig pænt, mens der er stærk vækst i Polen. I Danmark forventes fornyet vækst i Q4.

Solar's marked er præget af priskonkurrence. Vi har gentagne gange rost Solar for ikke at ville konkurrere på prisen men derimod at tilbyde kvalitet med værdiskabende løsninger over for kunderne. Set i det lys er det interessant at læse i regnskabet, at Solar i Q3 har fravalgt tre store projekter i Danmark, idet risk/reward forholdet var for dårligt. Solar opererer jo med temmelig lave overskudsmarginer, og derfor forekommer det klogt at sige nej tak til opgaver, hvis afkastet ikke står mål med risikoen. Det vidner om en ledelse, der ikke løber efter omsætning for enhver pris.

Nye spændende samarbejder

Q3 har budt på nogle nye, spændende samarbejder. I Sverige er der indgået samarbejde med Honeywell Eltek. Jf. aftalen skal Solar håndtere leverandørens sortiment af brandalarmer. I Norge er der indgået strategisk partnerskab (sourcing, lagring og logistik) med Otovo, der er en ledende aktør inden for solpaneler m.m. til B2C-markedet. Samarbejdet omfatter solpaneler og relaterede komponenter. Det vil blive udvidet til også at omfatte Sverige. I industri-segmentet er der indgået samarbejde med Lapp Group, som er en førende leverandør af industrikabler i Skandinavien. Solar stiller sin ekspertise inden for service og logistik til disposition med henblik på at få kunder til at samle deres indkøb hos Lapp Group/Solar. Det er et værdiskabende tiltag til gavn for både Lapp Group, Solar og slutbrugerne. Flere af denne type aftaler forventes indgået i fremtiden, idet Solar netop har sit fokus på at skabe værdi for slutbrugerne ved at indgå samarbejder, så eksperter på tværs af flere selskaber i flere lande kombineres til gavn for alle i værdikæden.

Kvartalet har desuden budt på indgåelse af en 8-årig aftale med Ørsted (begrænset geografisk til København, Nordsjælland og en del af Midsjælland) omfattende indkøb, lager og logistik. Der er desuden indgået en aftale med Kemp & Lauritzen (installation), hvorved kunden lejer teknisk udstyr hos Solar med levering via Fast-Box konceptet. Det er en klar fordel for kunden.

Fremtidsudsigterne

Solar's marked er præget af intens konkurrence. Det er derfor vigtigt, at selskabet hele tiden tilpasser sig, effektiviserer og gennemfører nye initiativer. Man skal på samme tid skære til og udvide med nye relevante tilbud til kunderne. Omkostningerne styres stramt, og heldigvis udvikler tingene sig på dette punkt godt. Hidtil i år er der opnået besparelser i niveauet 30 mio. kr. Det er imidlertid også nødvendigt med en effektiv omkostningsstyring, idet ledelsen forventer, at lønstigninger i 2019 formentlig vil belaste med 25-30 mio. kr.

Værdiskabelse hos kunderne er et nøgleord. De rette produkter i høj kvalitet skal nemt kunne købes via de effektive e-shops, som det fælles IT-system (Solar 8000) muliggør. Dertil kommer sikker og hurtig levering, hvilket er tilfældet i stadig flere af de større byer via Fast-box tilbuddet. Her leveres varer i løbet af få timer. Disse konkurrenceparametre er vigtige, da de animerer kunderne til at fokusere mere på service, kvalitet og effektiv, præcis levering end på selve prisen. Arbejdet med at effektivisere endnu mere fortsætter.

MAG45 vokser men kæmper med at bringe marginerne op. De ventes i år at lande på niveau med eller lidt under 2017. Et opkøb i Italien i Q1 har givet særlige udfordringer. Det er usikkert, om der opnås overskud på driften i MAG45 næste år, men det går trods alt den rigtige vej.

Solar købte for få år siden en stor ejerandel i BIMObject. Ejerskabet er efter en emission, som Solar ikke deltog i, blevet reduceret til 17,4 %. Imidlertid har investeringen vist sig at være særdeles lukrativ, idet købet skete til en pris på 171 mio. kr. og værdien er nu steget til 483 mio. kr. Der arbejdes med andre ord over tid en værditilvækst i disse moderne partnerskabsvirksomheder.

Solar satser målrettet på at udvide sine aktiviteter inden for konceptsalg, hvor der er mulighed for at opnå vækst. Kunderne opererer ofte på tværs af grænserne i flere lande, og derfor skal Solar tilpasse og forbedre sig på dette felt. De strategiske tiltag inden for dette område har allerede vist positiv effekt i Holland, og de gode erfaringer herfra skal udnyttes på andre geografiske markeder. Peter Pedersen er trådt ind i koncernledelsen med ansvar for at løfte andelen af konceptsalg samt andre strategiske initiativer.

Specifikt venter Solar en vækst på linje med 2017 inden for Installation, idet der forudsættes fortsat vækst i Danmark her i Q4, en stabilisering og begyndende forbedring i Sverige samt vækst i Norge. Omkring Sverige skal det nævnes, at der har været en nedgang i antal byggetilladelser i et par kvartaler. Der er dog nu tegn på en stabilisering på et lavere niveau. Holland ventes at fortsætte den gode udvikling, hvilket også ventes for så vidt angår Polen, hvor forretningen udvikler sig rigtig godt. I industri-segmentet ventes der vækst i slutningen af året.

Kerneforretningen estimeres at nå et salg på 10,5 mia. kr. (før 10,8) svarende til en vækst på blot 1,0 %. Relateret forretning ventes at omsætte for 600 mio. kr. svarende til en vækst på 25 %. På koncernniveau svarer det samlet til en organisk vækst på 2,0 %. EBITA i kerneforretningen estimeres til niveauet 345 mio. kr. (før 375). Det reducerede aktivitetsomfang belaster med 40 mio. kr. og FX med 5 mio. kr. Omkostningsreduktioner bidrager omvendt positivt med 15 mio. kr. – altså netto 30 mio. kr. i nedgang på koncernniveau. For relateret forretning ventes fortsat et negativt EBITA på 30 mio. kr. Koncernens salg ventes derfor nu at lande på 11,1 mia. kr. (2,0 % organisk vækst) og EBITA på 315 mio. kr. (overskudsgrad på 2,8 %).

Solar arbejder konstant på at finde nye og relevante elementer til værktøjskassen. Satsningen på Digital, construction & services er sat på stand by. Der vil ikke blive foretaget nye store investeringer i netværkspartnere. De forskellige opkøb, som er foretaget i de senere år, rummer imidlertid også upside potentiale rent værdimæssigt, ligesom de samlet set udvider Solar's produktpalette. Beløbsrammen for nye køb er på kun 25 mio. kr. i perioden til og med 2020. Andre satsningsområder har større prioritet, herunder primært servicering af kunder med tværnationale aktiviteter. Det er på dette punkt, at der er blevet indgået flere spændende samarbejdsaftaler.

2018 bliver et magert år for Solar efter overraskende udfordringer i Sverige, Norge og MAG45. Udviklingen i aktiekursen har været slemt skuffende. Skeptikerne kan ikke se lys for aktien, hvilket vi ikke er enige i. Solar's mål for 2020 er uforandret nemlig, at EBITA-marginalen skal bringes op på 4,0 % (i kerneforretningen). Det er et opnåeligt mål, hvis man kan undgå overraskelser med tilbageslag. Besparelserne forløber planmæssigt og vil i sig selv bidrage til en forbedret EBITA-margin. Det er straks mere vanskeligt at få gang i væksten, og det er endda tilfældet på et tidspunkt med højkonjunktur i byggebranchen. Det er derfor NU, at Solar skal præstere fremgang, og muligheden herfor er god i 2019. Den største trussel er formentlig udviklingen i verdensøkonomien. Faldende væksttempo i USA kan forplante sig til resten af verden og dermed også de markeder, hvor Solar opererer. Hvis væksten i verden fortsætter i pænt tempo, ser vi stor upside for Solar-aktien i 2019. Falder væksten derimod og ender USA i recession, vil det begrænse upside potentialet i aktien, der dog har et stort efterslæb i forhold til det generelle danske marked (underperformance). Vi er moderate optimister omkring Solar.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

En stærk økonomi og evne til hurtigt at omstille sig til kundernes nye behov og ønsker kendetegner selskabet. Det er lykkedes at knytte sig tættere til kunderne med værdiskabende totalløsninger, hvilket opvejer prispresset fra konkurrenterne. Fokus er lagt på kerneforretningen, der er cash-genererende, og det har muliggjort den store IT-orienterede investering og opkøb med ejerskab i en række netværkspartnere. Evnen til at føre den igangværende og succesfulde transformationsproces ud i livet dokumenterer selskabets styrke.

Svagheder

Indtjeningen er for lav, og ledelsen sigter mod at opnå 4 % i overskudsgrad (EBITA) i 2020, hvilket bør blive et normalt niveau fremover. Solar er konjunkturafhængig, men trods gode tider halter indtjeningen i selskabet. Det er derfor vigtigt, at ledelsen formår at forbedre lønsomheden hurtigt, idet investorerne betragter voksende indtjening som et nødvendigt grundlag for fornyet stigning i aktiekursen.

Muligheder

Vi ser mange interessante forretningsmuligheder for selskabet, hvilket knytter sig til logistikvirksomheden MAG45, det nye netværk af nære samarbejdspartnere og løsning af tværnationale opgaver for kunder (Cross Border). Der er virkelig 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 intelligente partnere.

Trusler

Som en konjunkturfølsom virksomhed er den største trussel, at det igangværende opsving i økonomien i Nordvesteuropa ikke viser sig at være langtidsholdbart. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor, og efter et opsving kommer der jo – før eller siden - en ny konjunkturedgang. Spørgsmålet er, hvor lang tid opsvinget varer ved denne gang, og hvor i faseforløbet Solar selv befinder sig? Indtjeningen er i øjeblikket for lav set i forhold til styrken i det igangværende opsving. Prispress udgør hele tiden en trussel og lægger et låg over indtjeningens udvikling i opadgående retning.

Regnskabstal

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	10.463	10.252	10.587	11.072	11.105	11.100
EBITA	225	117	296	278	295	315
EBIT	160	-73	249	222	126	225
Resultat før skat	106	-122	201	223	126	250
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	180
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4800
Nettogæld	316	302	-184	43	483	675
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	420
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	800
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1720
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2970
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	24,7
Udbytte i DKK	12,0	7,0	10,0	12,0	10,0	12,0
Indre værdi i DKK	271	219	234	231	218	236
EBITA/Omsætning %	1,4	1,1	2,8	2,5	2,7	2,8
Egenkapitalforrentning %	1,0	N/A	9,4	7,1	1,2	10,9
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	36



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
17-08-2018	400	Køb	Køb
02-05-2018	395	Køb	Køb
19-02-2018	390	Køb	Køb
01-11-2017	415	Hold	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.