

Indtjeningen i år ødelægges af særlige udgifter. Udsigt til markant fremgang i 2020. MAG45 giver underskud og skal revurderes. Afgørende ændringer eller et frasalg er nødvendigt, og det vil koste penge

- Kerneforretningen udvikler sig godt, og alle lande er nu i god gænge. Indtjeningen på driften forbedres men bremses gang på gang af merudgifter til indførelse af nye løsninger i e-handel og logistik. Afkastet fra moderniseringerne er gang på gang blevet reduceret af indførelse af nye metoder. Gentagne fornyelser har belastet indtjeningen i 10 år.
- Potentialet består af tre elementer: Momentum i indtjeningen i kerneforretningen baseret på de allerede gennemførte fornyelser, målrettet vækstindsats i Industrikundesegmentet, og endelig værditilvækst fra den langsigtede satsning på en håndfuld unge firmaer, der udvikler IT til brug ved teknisk design mv. i byggeri. Satsningen på MAG45 skuffer derimod.
- Stamforretningen er koncentreret om hovedmarkederne Danmark, Holland, Norge og Sverige med Polen som en nyere satsning. Ideen om geografisk ekspansion er opgivet. I stedet satses på vækst baseret på mere avanceret servicering af kunderne. Det gælder nem varebestilling og hurtig levering samt tilbud inden for miljøvenlige produktløsninger. Man har lanceret pakkeløsninger til mindre kunder (nemhed). Multinationale storkunder tilbydes levering på tværs af grænserne.
- Et nyt stærkt udspil er TCO-koncept med vurdering af Total Cost of Ownership set over hele produktløsningens levetid. Slutkunden kan herved få mulighed for økonomisk at vælge den mest bæredygtige løsning (transparens).
- Solar ønsker at optræde som andet og mere end en ledende, lagerførende grossist, nemlig som en værdsat partner for sine kunder inden for tekniske løsninger og komponenter.
- Den fremadrettede offensive satsning er især rettet mod segmentet Industri. Ved at udvide varesortimentet kan Solar forhåbentligvis opnå fordele over for disse kunder som leverandør. Rentabiliteten af satsningen er endnu ikke godtgjort.
- Aktien er prissat lavt. P/E (20E) ligger på 10 (men opgjort uden et eventuelt tab på MAG45, som nu skal revurderes). I år belaster en værdiregulering på -98 mio. kr. af aktieposten i BIMObject, og indtjeningen bliver unormal lav. Afkastet på de associerede selskaber har formentlig en horisont på 5 år før de får vægt. BIMObject har opnået værdi via børsnoteringen.
- Aktien må anses for at rumme et godt langsigtet kurspotentiale. Den afgørende risikofaktor er pt. uklarhed om fremtiden og værdien af MAG45. Når denne udfordring er håndteret, burde selskabet være shipshape og stå over for gode år.

Aktuel Kurs: 298

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.183 mio. DKK

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

Næste regnskab: Årsregnskab 06-02-2020



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (tidligere: Køb)

Langt sigt: Køb (tidligere: Køb)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 275-350 (uændret)

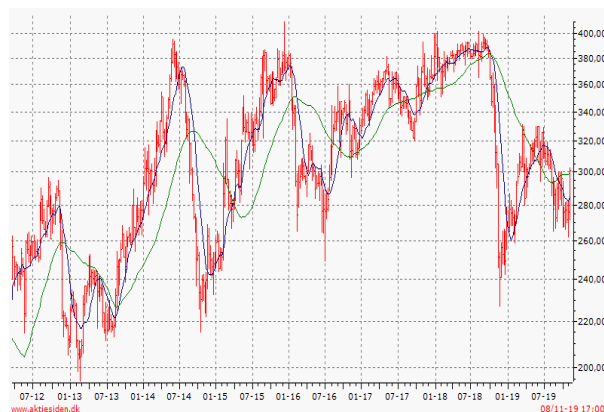
Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 350-450 (tidl. 325-400)

Tidligere anbefaling 21-08-2019 Kort/Lang: Køb / Køb v. 286

Selskabets forventninger til 2019

Guidance for EBITA fastholdes på 365 mio. kr. men med +10/-10 mio. kr. fra Kerne-/Relateret forretning. MAG45 skal revurderes pga. underskud. Aktieposten i BIMObject reguleres i Q3 ned med ekstra 70 mio. kr. IT/lagerstyring optimeres, og varesortimentet til Industrikunder udvides markant. De langsigtede mål lyder på profitabel vækst over markedet i kerneforretningen og mindst 15 % vækst i relateret forretning. EBITA i kerneforretningen skal forbedres og udgøre mindst 4 % i 2020.

Kursgraf fra 2012 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 338,5 / 242,5

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.

Facts om Solar

- Solar er en af Nordeuropas 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. Fokus produktmæssigt er lagt på bæredygtige (TCO: Total Cost of Ownership) og energivenlige løsninger for slutkunden.
- Kerneforretningen består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska, P/F Solar Føroyar og Solar School. Kerneforretningen håndterer 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 række associerede selskaber med delvis ejerskab i form af BIMobject, GenieBelt, Minuba og Viva Labs, der er aktive inden for brug af ny avanceret digital teknologi til teknisk design, projekteringsarbejde mv.
- Salget i Q1-3 er fordelt i segmenterne installation (61 %), industri (31 %) og andet (8 %). Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet, mens industrisegmentet dækker over levering af komponenter mv. til produktionsvirksomheder, herunder offshore og marine. Det tredje segment udgøres af diverse små, komplementære aktiviteter.
- Den justerede organiske salgsvækst i Q1-3 var på +5,8 % (+ 5,9 % i Kerneforretningen). Man præsterer i år særlig stor fremgang i Norge. Der er også pæn vækst i Holland og Polen. Sverige har ligeledes opnået højere omsætning, men her indgår et opkøb. Den store forretning i Danmark ligger nu (Q3) vækstmæssigt i underkanten af gennemsnittet. Solar er placeret i et Business-to-Business marked med kunder inden for håndværk og industri (plus el-, teleselskaber mv.).
- Solar ønsker at skabe tætte og varige relationer til sine kunder ved at tilbyde løsninger, der lever op til markedets skiftende og stigende behov samt de regelbaserede krav, samtidig med at det tilfører slutkunden (bygherre) merværdi. Bæredygtighed er et nyt fokusområde, herunder vurdering på forhånd af den samlede udgift for løsninger/komponenter over levetiden (TCO: Total Cost of Ownership). Man satser på et højt serviceniveau (inklusive uddannelses tilbud vedrørende teknik) og har et særdeles stort produktudbud, der kan leveres hurtigt med et minimalt antal fejl/mangler. Hertil er der udviklet effektive digitale platforme. E-handel vokser markant, og mere end 50 % af salget foregår via selskabets webshops (i Danmark er e-handelsandelen over 80 %). Ved at tilbyde stadig flere varer via e-shops kan kunderne reducere deres egne lagre (plads og penge). Høj kvalitets- og totalløsninger skal sikre, at kunderne med fordel kan samle indkøb hos Solar. Det skal modgå konkurrenter, der søger at komme frem i markedet via lavere priser. Teknisk rådgivning, service og uddannelse er derfor vigtige salgsparametre. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på vegne af store kunder. Dertil kommer tilbud om cross border løsninger for kunder med aktivitet i flere lande. Logistikopgaver og servicering af kunderne udføres via filialer og centrallagre suppleret af de nye netværkspartnere, som tilbyder andre værdiskabende services med mulighed for et positivt samspil med Solar's forretning.
- Solar påvirkes af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt olieudvindingen i Nordsøen. 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 i forhold til Euro. Omregningen af EUR til DKK er derimod stabil og giver ingen 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 i alt 3.070 fuldtidsansatte medarbejdere (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. 30-09 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,9 % (60,0 %), 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 svarende til 0,8 %. Selskabet havde ultimo 2018 i alt 3.554 aktionærer (3.672 for et år siden), og 93,7 % af samtlige aktier er navneregistrerede.

100-års jubilæum og stadig "fit for fight"

Den 17-05-2019 fejrede Solar 100-års jubilæum. 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 frasalgs samt investeret i et nyt, visionært setup med netværkspartnere. Solar står stærkt inden for tre megatrends: digitalisering, urbanisering og elektrificering.

Den største interne forandring i nyere tid har været indførelsen af det fælles IT-system Solar 8000 (SAP). Det har sikret ensartethed i IT-håndteringen på tværs af koncernen, ført til synergier og givet adgang til en stærk stilling i e-handel. Andelen af e-handel er kraftigt

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

Solar's modtræk til priskonkurrence er at opbygge tættere bånd til sine kunder ved at tilbyde et stadigt større produktsortiment og en nem bestillingsprocedure kombineret med hurtig og sikker levering. Blandt de nyere tiltag kan nævnes Solar's tilbud om drift af kundernes lagre og logistik (også for industrikunder på tværs af grænserne) samt andre værdiskabende løsninger, der er kommet til via Solar's aftaler om partnerskaber. Solar optræder udadtil som én virksomhed trods den organisatoriske opdeling i nationale datterselskaber. Det giver stordriftsfordele omkring indkøb og produktkendskab, men også ved gennemførelse af leveringsopgaver til kunder.

Som en meget visionær satsning har Solar investeret i en række unge virksomheder, der besidder unik digital teknologi. Disse partnere kan tilføre Solar både viden og værdi, og samtidig tilbydes Solar-kunderne disse nye 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, hvor 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 bæredygtighed og energioptimering er blevet tidens krav. 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. Den grønne profil er især tydelig omkring solcelleanlæg.

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

Solar står i dag stærkt med et imponerende stort varesortiment og lagerhåndtering med topmoderne IT drevet i en strømlinet organisation. Efter opkøb og frasalg har man samlet kræfterne om de lande, hvor man fremover ønsker at udvide forretningen. Resten er blevet solgt. Digitaliseringen af kundernes ordrer via e-shops giver skalerbarhed og mulighed for stigende indtjening, ligesom det giver ledelsen mulighed for et overblik til at kunne styre den store koncern.

En række arbejdsopgaver svarende til 100 stillinger er løbende blevet flyttet til et nyt fælles center i Polen, ligesom Solar har outsourcet nogle IT-opgaver til Indien. På centrallagrene i Halmstad og Örebro i Sverige har man implementeret eWM (extended Warehouse Management) for at optimere lagerstyringen til gavn for indtjeningen og kundetilfredsheden. Lagerstyringssystemet skal efterfølgende udvides til resten af koncernen. På centrallageret i Norge har man implementeret robotsystemet AutoStore, som også er på vej i Holland. Man tester altså først sådanne afgørende nye systemløsninger før udrulning.

Der har i de senere år været travlt med at indføre ny teknologi og tilpasning til kundernes skiftende behov og ønsker, samtidig med at selskabet arbejder med at forbedre sin egen rentabilitet. Solar er godt på vej, men der er tale om et flerårigt forløb, hvor negative udsving i efterspørgslen skal absorberes og forsinket afkastet. Kundernes behov står i centrum, og denne side har altid første prioritet. Solar tilpasser sig konstant i forhold til de skiftende vilkår og har nu taget fat på de næste 100 år som leverandør af tekniske komponenter.

Ambitiøs langsigtet satsning på Industri segmentet

Udgangspunktet hos Solar har været forretning som grossist inden for elektriske komponenter, og målgruppen på kundesiden var derfor primært el-installatører. Denne struktur gør sig fortsat gældende, men aktiviteten er blevet udvidet geografisk til de nært liggende lande. Yderligere ekspansion ind i Tyskland, Østrig og Belgien blev hurtigt opgivet igen, hvilket også var tilfældet for et kortvarigt engagement i Finland. Barrieren ser ud til at være kravet til nødvendig størrelse for at blive rentabel, og det betød enten yderligere store opkøb (med betaling af goodwill) eller accept af utilfredsstillende indtjening flere år frem for selv at ekspandere forretningen. Ledelsen valgte at stoppe og solgte datterselskaberne igen. Det forekommer klogt at koncentrere indsatsen om færre markeder og i stedet satse dybere her. Ud over el-artikler af utallige slags er sortimentet udvidet med forhandling af produkter inden for VVS, aircondition, energiløsninger mv.

Varesortimentsplatformen er overordentlig bred, og totalt angiver man pt. at have 215.000 varenumre. I tillæg til tekniske installationer beregnet til brug i den konjunkturfølsomme byggebranche er det nemlig også muligt at betjene industrikunder. Faciliteterne med håndtering af ordrer, lagre og levering er i topklasse, og platformen kan derfor med fordel udnyttes yderligere til at klare opgaver for andre kundegrupper. Ud over salget af de samme komponenter til nye kundegrupper er der udvidet målet med flere andre tekniske produkter, der tilbydes industrikunder med andre behov og et attraktivt stort ordrevolumen.

Overtagelsen i 2016 af selskabet MAG45, der oprindeligt kommer ud af Philips, viser ønsket om at udvide markant i dette felt. Selskabet betjener industrikunder med levering af (for dem) sekundære komponenter, som de pågældende firmaer ikke selv med fordel kan indkøbe og lagere. Der er altså tale om en form for stordrift som outsourcing-partner, hvor Solar søger at opbygge et meget stort varesortiment for at tiltrække flere lignende kunder med samme behov, hvilket så kan åbne for salg til disse nye kunder af mere gængse

komponenter oveni. Strukturen i denne særprægede grossistfunktion stiller virkelig store krav til styring af vareflow'et (logistikken) ud over håndteringen af både indkøb og salg (og vilkårene herfor). Rentabiliteten er imidlertid skuffende, og MAG45 vil derfor nu blive revurderet af Solar's ledelse omkring fremtiden. En afklaring skal derfor findes, og der er klart behov for store forandringer vedrørende MAG45.

Ud fra oplysningerne hos Solars' side vil man udvide varesortimentet yderligere i stor stil, men det skal foretages med en metode som begrænser selskabets kapitalbinding og risiko. Indtjeningen på industrikundesegmentet ser generelt ud til at være god og er næppe så hårdt belastet af konkurrencepres som salget i segmentet for installationer (håndværk og byggesektoren), ligesom tidspreset mht. levering til Industri er mindre (bedre planlægning), hvilket giver større fleksibel i afviklingen af ordrene, der desuden er større i omfang.

Et veritabelt succesfuldt gennembrud er endnu ikke set med fremkomst af høj indtjening og vækst fra den udvidede aktivitet med levering af komponenter til en bredere, tilgrænsende kreds af meget krævende kunder. Udvidelsen til et enormt antal varenumre udgør virkelig en offensiv satsning, og i løbet af de næste par år skal det vise sin berettigelse i form af et løft i indtjeningen. Med den skuffende udvikling i MAG45 ligger der en advarsel om volumensyge.

Aktievurdering: positiv udvikling sandsynlig i 2020 men fremtiden for MAG45 skal afklares - og det kan koste penge

Solar's kerneydelse til kunderne består af et enormt varesortiment (215.000 varenumre). Evnen til at styre det hele effektivt både internt på lagrene og eksternt omkring salg og præcis levering er afgørende i den daglige drift. Man stiller sin leveringskapacitet til rådighed for kunderne, som i stadig højere grad kan overlade varehåndteringen til Solar og dermed reducere deres egne lagre og størrelsen af de buffere, som de selv anser for påkrævet for at kunne udnytte personalets arbejdstimer effektivt ude i frontlinjen og undgå spildtid. Tilbud om varebestilling via e-handel og hurtig levering fungerer godt og udgør en spydspids i kampen om kunderne.

Den interne struktur ændres og moderniseres løbende. Nye IT-baserede løsninger er indført, men de skal forbedres endnu mere. En fordel vil komme fra forbedret kvalitet i serviceringen af kunderne og bedre pladsudnyttelse. Det betyder begrænset behov fremover for investering i bygninger og lagersystemer. Her er grundstrukturen i alle lande på plads, så den burde kunne fastholdes mange år frem.

I praksis har Solar 8000 IT-plattformen og de omfattende omlægninger med indførelse af e-handel som kernepunkt dog betydet gentagne afbræk i de planer, som man havde lagt og i stedet har udviklingen krævet nye ændringer. Indtjeningen fra disse forbedringer har derfor ikke som planlagt nået at tage hverken fart eller fået en række år med tilbagebetaling, før nye løsninger og tilbud til kunderne skulle sættes i værk. Man har hele tiden troet, at der snart ville indtræde en mere rolig periode, hvor IT-løsningerne kunne fastholdes og et mere normalt driftsforløb ville blive tilfældet med højere indtjening som resultat. Men i stedet er nye forandringer blevet sat i værk. Det økonomiske opsving i Danmark har derfor ikke udmøntet sig i en tilsvarende resultatforbedring. Desuden har alle vigtige datterselskaber på skift oplevet vanskeligheder (heldigvis hver for sig), og det har krævet indsats med genopretning. Det har været tilfældet i Holland, Norge og Sverige. Danmark er gået fri. Disse problemer ser ud til at være overstået, og der er på ny fremgang og greb om sagerne.

Det er derfor endnu ikke lykkedes for ledelsen at indfri sin egen 2020-målsætning om en EBITA-margin på 4,0 % for kerneforretningen. Der forventes i år et tal på ca. 3,4 % for kerneforretningen, men samlet set lander tallet dog formentlig på 3,1 %. De nye vækstområder (primært MAG45) går nemlig slet ikke som påregnet men giver direkte underskud på driften. MAG45 vil nu blive revurderet som strategisk satsning (Make or Break vurdering). Det opfatter vi som udtryk for dyb utilfredshed fra ledelsens side med denne særprægede offensive satsning (blev opkøbt i 2016). Man har nu kræfter til at tage fat om nældens rod, så en holdbar løsning kan findes. Afkastet af de supplerende investeringer i selskaber med ny teknologi er langsigtet og ikke begyndt at vise sig endnu. BIMObject er børsnoteret i Sverige, og værdien her kan derfor komme hurtigere (selv om indeværende år belastes af et stort kursfald på denne aktiepost). Uanset det rummer disse ejerandele et spændende potentiale som kapitalplacering og omkring muligheden for positivt samspil med Solar om leverancer til store byggeopgaver.

Indeværende år vil blive stærkt påvirket af nedskrivningen (impairment) af BIMObject aktieposten (som dog hurtigt kan stige i børsværdi igen) med en belastning på ca. 100 mio. kr. (før og efter skat). MAG45 har i de første tre kvartaler haft et EBITA-underskud på 12 mio. kr. baseret på 416 mio. kr. i omsætning. Som skitseret i vores estimat i nedenstående tabel er der udsigt til et unormalt lavt overskud i år, som vi estimerer til at blive på kun 70 mio. kr. Justeret for BIMObject værdireguleringen vil tallet dog ligge på ca. 170 mio. kr. Udbyttebetalingen må påregnes at blive sat ned for dette skuffende regnskabsår.

Perspektivet for 2020 burde være positivt for kerneforretningen. Interne fornyelser skal udrulles og vil belaste på ny, men alle datterselskaber er nu i god drift. Der er mulighed for rygvind fra tidligere gennemførte forbedringer og udvidelser af virkefeltet inklusive voksende omsætning fra større kundeførelser, hvor nogle udføres i flere lande for samme kunde. Fremtiden for MAG45 skal dog afklares, og det kan kræve en større fornyelse eller åbne op for beslutning om et frasalgsom den bedste løsning. En sådan situation indebærer altid risiko for merudgifter, og der derfor en latent trussel omkring den samlede indtjening næste år. Med en andel på kun 5 % af omsætningen ser MAG45 ud til at kræve uforholdsmæssig store ressourcer fra ledelsens side, som må kunne udnyttes bedre i kerneforretningen. Der burde også snart være udsigt til begyndende positivt afkast på investeringerne i de tilknyttede IT-baserede virksomheder, hvor der er investeret kapital i, men det tager jo tid.

Ledelsen har endnu ikke fremlagt indikationer eller en decideret guidance for 2020. Når det foreligger vil usikkerheden i vurdering af indtjeningsevnen blive væsentlig mindre. Vores grove skøn for 2020 lyder på en omsætningsvækst på +3-4 % i kerneforretningen og en

overskudsgrad (EBITA) på ca. 3,8 % med omkostningskontrol som bidrager sammen med momentum fra tidligere gennemførte projekter. MAG45 udgør imidlertid et åbent spørgsmål, og der er en "negativ Bias" i udgangspunktet. Forudsat nul-effekt fra MAG45 estimerer vi et overskud før skat næste år i niveauet 300-325 mio. kr. svarende til 215-235 mio. kr. efter skat (EPS: 29-32 kr.). Egenkapitalens forrentning vil dermed blive på ca. 13,8 %. P/E(20E) ved kurs 298 kan følgelig skønnes til at ligge rundt 10, men det er opgjort uden resultateffekten fra MAG45. Her er alt muligt, og det udgør en Joker i øjeblikket.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Solar har et enormt varesortiment, en stærk økonomi og evne til at omstille sig til kundernes skiftende behov. Med værdiskabende totalløsninger knytter man sig tættere til sine kunder for at opveje prispresset i konkurrencen. Kerneforretningen er en cash-cow. Relateret forretning (MAG45) rummer teoretisk set stor upside men er svær at styre. Samarbejdet med netværkspartnere giver mulighed for krydssalg og udvider paletten med langt mere avancerede tilbud til kunderne. Solar's services er i god tråd med tidens megatrends, fx deleøkonomi, digitalisering, urbanisering og elektrificering samt indsats omkring CO₂ og bæredygtighed. Forretningen er skalerbar og har stordriftsfordele.

Svagheder

Indtjeningen er fortsat for lav. EBITA i kerneforretningen forventes bragt op nær 4 % i 2020, men det er usikkert om dette niveau kan opretholdes, hvis byggesektorens boom pludselig stopper. Solar påvirkes hurtigt af udviklingen i byggesektoren men også af industriens aktivitetsniveau. Der er efterhånden få skruer tilbage at justere på internt for at presse omkostningerne yderligere ned. MAG45 har vist sig markant svagere end påregnet, og datterselskabets fremtid overvejes nu omkring en shakeup eller frasalg.

Muligheder

Flere industrikundeopgaver, netværket af samarbejdspartnere og håndtering af tværnationale kundeopgaver (Cross Border) rummer upside for salget. Vurdering af bæredygtige løsninger i praksis med TCO-metoden kan blive et trumfkort. Der er spændende 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. Afkastet herfra skal først til at vise sig.

Trusler

Den største trussel er holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving i Nordeuropa. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor, idet en nedgang i kapacitetsudnyttelsen hurtigt udløser prispres. 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 indtjeningen i opadgående retning. Et eventuelt frasalg af MAG45 kan indebære et tab.

Regnskabstal

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	10.463	10.252	10.587	11.072	11.105	11.098	11.750
EBITA	225	117	296	278	295	327	365
EBIT	160	-73	249	222	126	224	280
Resultat før skat	106	-122	201	223	126	237	130
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	133	70
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4.633	5.300
Nettogæld	316	302	-184	43	483	461	1.050
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	392	330
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	812	1.100
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1.638	1.560
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2.941	3.050
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	18,2	9,6
Udbytte i DKK	12,0	7,0	10,0	12,0	10,0	14,0	10,0
Indre værdi i DKK	271	219	234	231	218	224	208
EBITA/Omsætning %	1,4	1,1	2,8	2,5	2,7	2,9	3,1
Egenkapitalforrentning %	1,0	N/A	9,4	7,1	1,2	8,2	4,4
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	35	29

**Seneste fire analyser:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
21-08-2019	286	Køb	Køb
24-05-2019	328	Køb	Køb
25-02-2018	310	Køb	Hold
08-11-2018	325	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.