

## Solar levede i 2016 op til selskabets egen guidance. For 2017 er der udsigt til en moderat fremgang i salget og en forbedring af EBITA-resultatet. Vi ser positivt på Solar fordi:

- Solar fortsætter sin transformationsproces med satsning på øget handel via Internettet og digitalisering.
- Målsætningen er at knytte sig tæt til kunderne med tilbud om produkter i høj kvalitet, hurtig og sikker levering. Høj service fra selskabets egne medarbejdere og fra eksterne partnere er en vigtig parameter for kunderne. Det hele skal sikre kunderne merværdi, således at de ser Solar som en partner, hvor prisen ikke er den altafgørende parameter.
- E-handel vokser og udgør nu over halvdelen af omsætningen. Koncernen fremstår meget dynamisk på internetdelen efter implementeringen af det fælles IT-system kaldet Solar 8000 (SAP løsning). Det giver en række fordele internt, men også omkring kundernes oplevelse af Solar som en attraktiv partner rent produkt- og servicemæssigt.
- Som en relativt ny satsning arbejder Solar målrettet på at udvide produktpaletten, hvor man hæver serviceniveauet via opkøb af mindre aktieposter i selskaber, der kan tilføre værdi internt, i salget og ude hos kunderne. Solar indgår som en aktiv aktionær, hvorved man også tilfører værdi til disse delvist købte selskaber ud over Solar selv.
- I 2017 er der udsigt til en fremgang i salget på 3 % til 11,4 mia. kr. EBITA forventes at stige til 345 mio. kr., hvorfra dog skal trækkes 45 mio. kr. til vækstinitiativer og strukturelle forbedringer. Netto forventes et EBITA-resultat på 300 mio. kr. mod 278 mio. kr. i 2016. Der er altså udsigt til let fremgang netto, men reelt er det en robust stigning.
- Soliditeten er høj og gælden lav. Aktiverne i balancen er i udpræget grad sammensat af robuste værdier.
- Vi anser Solar for at være en god langsigtet placeringsmulighed. Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort. Vi skønner, at der på 2-3 års sigt er basis for en fordobling af overskudsgraden og en pæn stigning i omsætningen.

Aktuel Kurs: 382

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.789 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1 regnskab den 03-05-2017



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Solar forventer en vækst i salget i 2017 på 3 % til 11,4 mia. kr. Operationelt EBITA forventes at lande på 345 mio. kr. Man venter udgifter på 25 mio. kr. til innovative tiltag og 20 mio. kr. til ekstraordinære poster. EBITA ventes derfor at andrage 300 mio. kr. mod 278 mio. kr. i 2016. Forbedring indefra via udnyttelse af IT og effektivisering er fortsat linjen.



### Muligheder

Solar skal nu til at høste frugterne af strategien med at forbedre kundeservicen og digitaliseringstiltagene. Metoden skal reducere priskonkurrencen og øge indtjeningen. Opkøb i IT styrker processen. På sigt vil det give stigende salg og indtjening. På kort sigt medfører det dog udgifter. Der er omsider tegn på vækst i økonomien i landene i Nordvesteuropa. Det vil kunne styrke salg og indtjening. Solar er derfor inde i en spændende fase, hvor der i de kommende år er udsigt til betydelig indtjeningsfremgang.

### Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

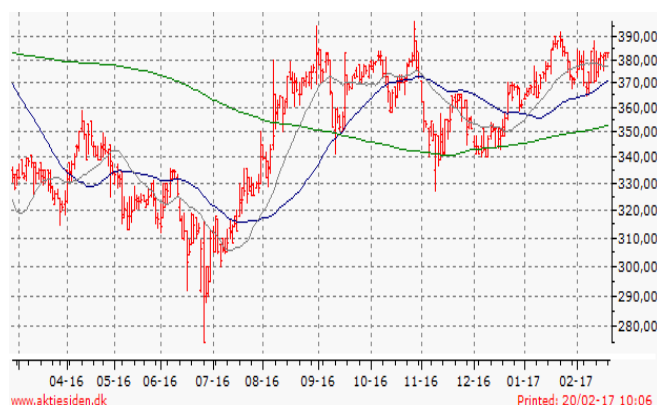
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 350-425 (før 325-400)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 450-500 (uændret)

Tidligere anbefaling 08-11-16 Kort/Lang: Køb / Køb v. 350

1-års kursgraf



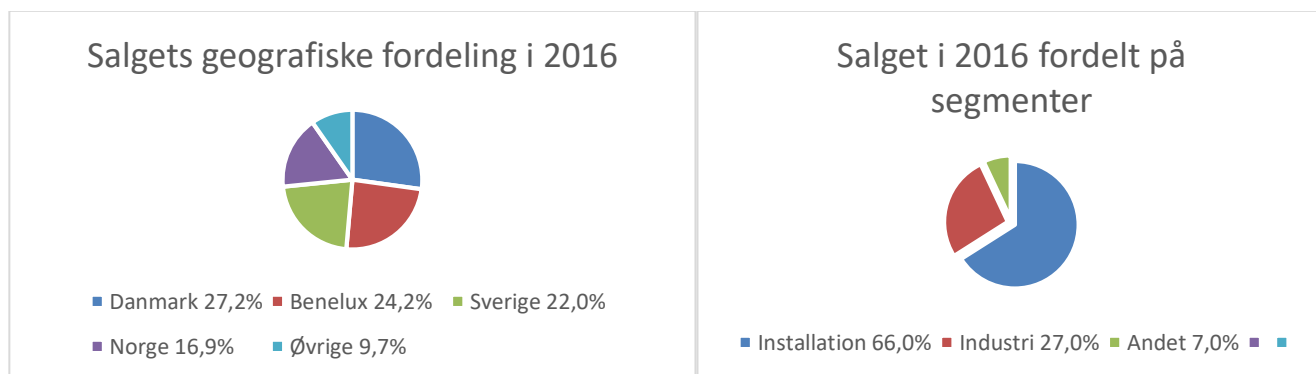
Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 393,5 / 275

### Risici

Rentabiliteten i branchen følger den økonomiske cyklus i Europa. Aktuelt er europæisk økonomi usikker. Det er uvist, om et egentligt og robust opsving i Europa kan fastholde sit momentum. Konkurrencen er hård, og prispresset synes permanent. Ledelsen prøver at navigere uden om prispresset ved at forbedre servicen. Spørgsmålet er, om Solar på længere sigt vil lykkes med at løfte indtjeningen markant, hvis de andre udbydere fastholder en linje med hård konkurrence på netop priserne?

## Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas ledende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationsteknologi. Kerneforretningen er levering af produkter og services samt optimering af kundernes forretning med henblik på værdiskabelse. Fokus er rettet mod at skabe et tættere forhold til den enkelte kunde, og rådgivning/uddannelse er vigtige salgsparemetre. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre samt delvist tilkøbte selskaber med værdiskabende services for kunderne. Salget foregår i stigende omfang via e-business, der nu overstiger halvdelen af koncernens omsætning. Strukturen i de enkelte lande består af datterselskaber. Segmenterne er delt op i "installation", "industri" og "andet". 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.
- Koncernen beskæftigede pr. 31-12-2016 i alt 3.032 medarbejdere (2.871 ultimo 2015). Stigningen skyldes tilkøb.
- Solar påvirkes meget af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt olie- og offshoreindustrien. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv.
- Solar fortsætter arbejdet med at knytte kunderne tættere til sig for at skabe varige relationer og for bedre at kunne opfylde kundernes skiftende ønsker og behov. Det sker via et højt serviceniveau, uddannelse af kunderne, et stort produktudbud plus 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 med lavere priser. Værdiskabelse hos kunderne er et kerneområde.
- Solar har hovedsæde i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Polen og Østrig. Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, mens omregningen af Euro-landene er stabil.



- Solar gør på koncernniveau brug af det fælles IT-system Solar 8000 (SAP løsning), der sikrer ensartethed, hurtig og sikker levering og giver en række fordele såvel internt i driften som eksternt over for kunderne. Investeringen udgjorde 400 mio. kr. og forventes tjent tilbage i løbet af 4-5 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ledelsen: Anders Wilhjelm (født 1966) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Der stilles på generalforsamlingen den 17-03-2017 forslag om udlodning af et udbytte på 12 kr. pr. aktie, hvilket er en stigning fra 10 kr. i 2015. Udlodningen udgør 70 % af sidste års overskud, hvilket er i tråd med selskabets udbyttepolitik, men ligger over koncernens mål om en udbytteprocent på 35-45 %.
- Ejerforhold pr. 31-12-2016 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Kolding 15,6 % (57,5 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %), RWC Asset Management LLP, London 10,0 % (4,9 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 9,8 % (4,9 %) og Solar egne aktier 7,9 % (3,9 %). Selskabet har 3.940 aktionærer.

## 2016: Et år med begrænset vækst men med stigende aktivitet i Q4. Indtjeningen blev negativt påvirket af udgifter til vækstfremmende tiltag og ekstraordinære poster. Året udviklede sig i henhold til selskabets forventninger

Overordnet stod salget i 2016 i stampe med en organisk vækst på blot 1,8 %. Opkøb af logistikvirksomheden MAG45 og den norske trænings- og uddannelsesvirksomhed Euro Business School (navnet ændres til Scandinavian Technology Institute (STI)) bidrog dog til at løfte salget fra 10,6 til 11,1 mia. kr. Indtjeningen (EBITA) faldt til 278 mio. kr. (fra 296) og nettoresultatet til 125 mio. kr. (fra 167).

Alligevel kan året som helhed betegnes som tilfredsstillende og på linje med ledelsens estimater. I årets løb er der afholdt udgifter til de to ovenfor nævnte opkøb, hvorved medarbejderstaben er udvidet med 5,6 %, hvilket har påført Solar ekstra udgifter til lønninger. Desuden har Solar købt ejerandele i et par selskaber som led i den langsigtede strategi om at tilbyde kunderne en udvidet service og uddannelse med henblik på at skabe merværdi for kunderne (reducerede udgifter for kunderne).

Solars satsning på at fremtidssikre sig (og kunderne) koster på den korte bane, men det skal på sigt bidrage til at løfte såvel salg som indtjening (mere herom i efterfølgende afsnit).

Segmentet Installation har udviklet sig pænt i 2016 med undtagelse af Benelux i første halvår, hvilket der dog er kompenseret for i andet halvår. Det polske marked sluttede året lidt til den svage side. I industrisegmentet sluttede året særdeles godt på det danske og norske marked. Disse to markeder var hovedårsagen til den flotte afslutning med en organisk vækst på koncernniveau på hele 4,3 % i Q4.

Cash-flowet har udviklet sig flot i årets løb, og pr. ultimo 2016 var kapitalbindingen nede i et rekordlavt niveau på 9,0 %. Ledelsen pointerer, at man for 2017 ikke kan forvente samme lave niveau, da årsultimo 2017 ligger i en weekend, og betalinger vil derfor blive forskudt til første dag i 2018. Solar har og har altid haft stor fokus på dette tal.

Der stilles forslag til beslutning på generalforsamlingen den 17-03-2017 om udlodning af 12 kr. i udbytte svarende til 70 % af årets nettooverskud.

**Solar investerer i nye tiltag, der skal skabe vækst i virksomheden. Målsætningen er at forbedre kundernes oplevelse af Solar som en attraktiv samarbejdspartner, der kan bidrage til at skabe merværdi for dem.**

I 2017 vil ledelsen fastholde fokus på strategien om at skabe profitabel vækst. Det skal ske ved at forfølge de muligheder der er for at opnå forbedringer internt, ligesom salgsteamet skal styrkes med henblik på at tiltrække og fastholde kunderne. For det tilkøbte selskab MAG45 er der lagt en vækstplan, der skal udføres. Det er desuden et fokusområde at fortsætte og styrke det digitale lederskab, men af hensyn til konkurrenceforholdene ønsker ledelsen ikke på nuværende tidspunkt at uddybe denne vinkel. Endelig vil Solar fortsætte arbejdet med at skabe merværdi både internt og eksternt hos kunderne via indgåelse af netværksaftaler. Den igangsatte transformationsproces fortsætter altså.

Konkurrencen på Solars markeder er intens. Solar afstår dog fra at konkurrere direkte på prisen. Et bredt produktsortiment i høj kvalitet, god service og hurtig, præcis levering er vigtige parametre. Desuden tilbyder Solar en række værdiskabende services, der skal gøre indkøb så let som muligt for kunderne. Selvom Solar er en gammel virksomhed, er man med helt fremme omkring IT- og digitalisering.

Over 50 % af salget sker via e-shops, hvilket er muliggjort via Solar 8000 IT-systemet. Selvsamme system har også bidraget til en mere hurtig og sikker levering. For kunderne er det vigtigt, at man modtager de korrekte varer hurtigst muligt. Der er allerede opnået succes med Fastbox-konceptet, der garanterer levering indenfor en time i en række lande for udvalgte byer. Konceptet blev sidste år også rullet ud i Polen og Østrig. Kunderne har taget rigtig godt imod denne mulighed. Effektiv timeforbrug er vigtig for alle håndværkere.

I Danmark har Solar indgået samarbejde omkring webshoppen [www.vvsmester.dk](http://www.vvsmester.dk), der sælger badeværelsesudstyr med tilbud om levering og installation. Konceptet bygger på "Do-it-for-me" princippet. I Danmark er der blevet lanceret en Solar Light website med alt inden for belysning. I Norge er der etableret et site målrettet varme og VVS-artikler til byggeindustrien. Via en fælles SAP-plattform til data styring er der i Danmark, Norge, Sverige og Holland lanceret et site kaldet "Solar Blue Articles". Desuden har man internt taget et cloud baseret mobilt CRM-system i brug til at understøtte salgsindsatsen. Der er tale om et system, der gør det muligt for selskabets sælgere at servicere kunderne optimalt.

Sidste år købte Solar den hollandske logistikvirksomhed MAG45, der er specialiseret i håndtering af tekniske komponenter til industrisegmentet. MAG45 tager sig af det ofte store antal forskellige leverandører, som indgår med lav andel i det samlede vare-flow og samler kundernes ordrehåndtering. Den form for logistik kræver dygtig styring og mange kunder for at være rentabel via stordrift. Målsætningen er derfor at udvide MAG45-konceptet til flere lande for at opnå yderligere stordriftsfordele (gevinst via større indkøb).

Solar har oprustet sig på uddannelsesfronten ved at tilføje ekspertkompetencer og uddannelsesværktøjer til brug internt (medarbejderne) og eksternt (kunderne). Det er sket ved køb af den norske trænings- og konsulentvirksomhed Euro Business School (EBS), der siden har skiftet navn til Scandinavian Technology Institute (STI). Med dette opkøb knytter Solar sig endnu tættere til sine kunder og styrker profilen som andet og mere end en ren handelsvirksomhed. Udover uddannelse skal effekten naturligvis fremkomme ved, at kunderne øger deres indkøb hos Solar – og helst samler dem helt. Det er tænkt som en win-win strategi.

Til at sikre fortsat fremdrift i processen med digitalisering m.m. ansatte Solar i 2014 Hugo Dorph som kommerciel direktør. Han har i løbet af kort tid sat nogle store aftryk i selskabets udvikling. Solar kan ikke internt klare løsningen af alle de opgaver, som kunderne måtte ønske hjælp til. Derfor har Solar bevæget sig i retning af Con-Tech (Digital Construction Technology) ved at købe sig adgang til kompetencer eksternt. I Q3 2016 købte Solar således mindre aktieposter i GenieBelt og Minuba, hvis forcer ligger på hhv. planlægning af byggeprojekter og ressource management. Siden er fulgt køb af aktieposter i Viva og BIMobject. Førstnævnte besidder en teknologi, der via sensorer og GPS-data gør det muligt at fjernstyre varme, alarmer og lys i boliger, på fabrikker og i kontorejendomme. I januar købte Solar 19,99 % af aktierne i BIMobject, der besidder en teknologi velegnet til bygningskonstruktører og arkitekter. Der er tale om indgåelse af netværk med disse fire selskaber, idet Solar på denne måde kan tilbyde kunderne ekstra services, som man ikke ellers ville kunne råde over internt. Samarbejdet skal virke begge veje. Solar vil således henvise egne kunder til disse selskaber, ligesom man forventer, at netværkspartnerne henviser til Solar. Ved at engagere sig på ejersiden sikrer man sig delvist kontrol med partneren. Nye investeringer i Con-Tech forventes at finde sted, idet disse ejerandele kan erhverves for relativt beskedne investeringer, og de oprindelige ejeres dynamiske arbejdsindsats vil køre videre.

Det er dyrt men nødvendigt at tilpasse sig i forhold til denne nye trend med viden som indhold ud over selve varen. I sidste ende forventer ledelsen i Solar selvfølgelig, at investeringerne vil betale sig tilbage i form af langvarige kundeforhold baseret på høj kvalitet, sikker og hurtig levering samt uddannelse og i mindre grad med fokus på prisen. Vi finder selskabets fokusering på IT og digitalisering nødvendig, og det skal medvirke til, at Solar over tid vil kunne fastholde skiftet fra at være et enormt varehus for tekniske komponenter til en stilling som en ledende sourcing- og servicevirksomhed i samme segment.

### Moderat vækst i 2017

Solar investerer fortsat i fremtiden, men det koster på den korte bane. Vi har således også set, at selskabet ultimo 2016 igen har gæld, men den er dog yderst begrænset med 43 mio. kr. som niveau. Derfor er der rigeligt plads til dels at udlodde udbytte og dels at foretage yderligere investeringer i netværkspartnerne. De mange vækstinitiativer belaster indledningsvis indtjeningen, hvilket også var tilfældet i 2016, hvor fremadrettede tiltag og særlige poster belastede med 35 mio. kr. For 2017 budgetterer Solar med udgifter hertil på 45 mio. kr.

Salget ventes at stige med 3 % til 11,4 mia. kr. EBITA før særlige poster ventes at lande på 345 mio. kr. (margin: 3,0 %), hvorfra skal trækkes de ovenfor nævnte udgifter. EBITA ventes derfor at lande på 300 mio. kr., hvilket vil være en forbedring fra 278 mio. kr. i 2016.

Ledelsens budget for 2017 forekommer opnåeligt. Til grund herfor er lagt, at Installation i 2017 forventes at udvise en svagt opadgående trend bortset fra Norge, hvor der ventes en flad udvikling. Det sker i forlængelse af en ellers god udvikling i Norge i Q4 2016. Industri ventes også at udvise stigningstakter, men det gælder ikke i Danmark og Norge. Begge disse to lande havde ellers fremgang i andet halvår 2016 efter en mindre nedgang i første halvår. Solar har for vane at melde forsigtigt ud, og vi ser derfor større mulighed for en opjustering i løbet af året end modsat.

### Før eller siden kommer væksten – og så bliver Solar en spændende aktie

Striben af know how orienterede vækstinitiativer er nødvendig for at følge med udviklingen, der i snart sagt alle brancher går imod øget digitalisering. Internettet har skabt stigende konkurrence på prisen, og i det kapløb har Solar vanskeligt ved at klare sig. Man er derfor nødt til at satse på den lidt mere bekostelige strategi om at yde en ekstraordinær høj service til kunderne, og via de mange tilbud om rådgivning og uddannelse at skabe tætte bånd til kunderne. Ved at udbyde "en totalpakke", der i det lange løb skaber værdi for kunderne, vil det være muligt at fastholde de eksisterende kunder og tiltrække nye. Kvalitet koster, og det ved kunderne godt. Mange kunder er derfor også villige til at betale lidt mere, når der følger en masse værdiskabende ting med i købet. Det er det, som Solar satser på.

Desværre er der på kort sigt (2017) ikke udsigt til en markant forbedring af afsætningsforholdene på Solars markeder i Nordvesteuropa. Der synes ellers at være ved at komme gang i byggesektoren, ligesom der er indtrådt en bedring for offshore-segmentet efter stigningen i olieprisen. Forbedringer i resultatet skal komme indefra, så vidt vi kan vurdere det. Det er selskabets strategi, der skal give en markant fremgang i salget i de kommende år - og når det indtræffer, vil indtjeningen kunne stige kraftigt. Forbedringen vil nemlig formentlig komme på et tidspunkt, hvor Solar ikke er nødt til at investere på samme måde som i de senere år, hvor man har haft store udgifter til IT-delen og nu også digitaliseringsprocessen.

Vi anser fortsat Solar for at være en god langsigtet placeringsmulighed for investorer, der ønsker lav risiko henset til selskabets stærke kapitalgrundlag. Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort – men det vil kræve et robust økonomisk opsving som grundlag. Over tid vil effektivisering med stadig mere selvbetjening fra kundernes side kunne føre til en markant forbedring af indtjeningen. Kapitalmæssigt står Solar fortsat stærkt med en minimal gearing (men stigende på grund af opkøb, køb af egne aktier og udbyttebetaling). Egenkapitalen må betegnes som robust, idet immaterielle aktiver kun udgør 10,5 % af balancesummen, mens de materielle aktiver udgør 19,2 %.

Aktiekursen afspejler efter vores opfattelse ikke det potentiale for forbedring, som vi regner med vil blive udnyttet i løbet af de kommende 2-3 år. Mange aktører på aktiemarkedene jagter kortsigtede gevinster, og en sådan mulighed repræsenterer Solar ikke i øjeblikket. Vores konklusion er, at Solar må anses for en god langsigtet købsmulighed med lav risiko og et pænt udbytteafkast.

## Regnskabstal

Mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Omsætning	12.201	10.463	10.252	10.587	11.072	11.400
EBITA	263	225	117	296	278	300
EBIT	198	160	-73	249	222	240
Resultat før skat	156	106	-122	201	188	210
Nettoresultat	117	21	-234	167	125	140
Balance	5.724	4.961	4.574	4.671	4.506	4.500
Nettogæld	559	316	302	-184	43	0
Immaterielle aktiver	603	524	339	333	475	425
Materielle anlægsaktiver	1.246	1.187	937	882	865	850
Egenkapital	2.203	2.138	1.732	1.831	1.683	1.725
Antal ansatte	3.596	3.333	2.898	2.871	3.032	3.000
Res. pr. aktie DKK	15,0	2,8	-29,8	21,3	16,5	19,2
Udbytte i DKK	6,65	12,0	7,0	10,0	12,0	14,0
Indre værdi i DKK	270	271	219	234	231	238
EBITA/Omsætning %	2,2	1,4	1,1	2,8	2,5	2,6
Egenkapitalforrentning %	5,4	1,0	NA	9,4	7,1	8,2
Egenkapitalandel %	38	43	38	39	37	38



## Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
08-11-2016	350	Køb	Køb
16-08-2016	378	Køb	Køb
03-05-2016	333	Køb	Køb
07-03-2016	348	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.