

Derfor er Solar et interessant langsigtet køb:

- Selv om 2016 bliver et mat overgangsår for Solar, er regnskabet for første halvår og udsigterne for 2016 acceptable. Der bliver ikke tale om mærkbar fremdrift i hverken salg eller indtjening. Status quo udlægger vi dog positivt for et konjunkturfølsomt selskab, der er afhængig af kundernes aktivitetsniveau. Kunderne er i overvejende grad beskæftiget indenfor byggesektoren, der er præget af mathed. Et andet vigtigt segment er offshore branchen, hvor alle lider under den lave oliepris, idet olieselskaberne sparer på vedligeholdelse og udskiftninger.
- Strategien om at omdanne sig til en sourcing- og servicevirksomhed forløber planmæssigt. I år er en moderne supply chain-specialist i Holland og en trænings- og konsulentvirksomhed i Norge blevet indlemmet i koncernen. Solar ønsker at knytte sig tættere til kunderne via et stærkt serviceudbud og tilbud om at uddanne kundernes personale. Bredt varesortiment, relevante services, sikker og hurtig bestilling inklusiv levering via IT samt uddannelse er vigtige parametre for salget. Ved at skabe større værdi for kunderne kan et fornuftigt prisniveau for koncernens varer opretholdes.
- Pr. 16-08-2016 igangsættes et nyt aktietilbagekøbsprogram på 150 mio. kr.
- Solar har finansielle kræfter til at foretage flere opkøb, såfremt de rette emner viser sig.
- Udsigten for 2017 og videre frem forekommer positiv med mulighed for et forsinket skub fremad af et opsving.
- Vi anser 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. Vi skønner, at der på sigt er basis for en overskudsgrad på ca. 4,5%, hvilket er mere end det dobbelte af niveauet (2,0%) i første halvår. Vi vurderer, at omsætningen kan blive 20-25 % højere vurderet ud fra de nuværende forhold med afsæt i 2015-tallene, altså mulighed for en forbedret kapacitetsudnyttelse med et stort gennemslag på indtjeningen.
- Aktien må anses for undervurderet med en prissætning på P/E 2016E på 19 og en kurs/indre værdi på 1,6.

Aktuel Kurs: 378

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.903 mio. DKK

Antal aktier: 7,68 mio. styk (0,9 mio. A og 6,78 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q3 regnskab den 28-10-2016



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen forventer fortsat ingen organisk salgsvækst i 2016, og EBITA estimeres at ramme samme niveau som i 2015 (justeret for særlige poster), dvs. 287 mio. kr. Forbedring indefra via IT og effektivisering er fortsat linjen. Et nyt program med køb af egne aktier for 150 mio. kr. igangsættes 16-08-2016.



Muligheder

Solar fremstår strømlinet og klar til at udnytte et økonomisk opsving. Man har stor handlefrihed takket være en stærk balance med lav gearing og er klar til nye opkøb. Indtjeningen er øget ved omstruktureringer, frasalg og implementeringen af IT-systemet Solar 8000. E-handel udgør en stigende andel af omsætningen. Solar tilbyder værdifulde og stærke totalløsninger til kunderne. God service skal skabe pricing power og konkurrencemæssige fordele i en hård branche med lave marginer.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

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

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 450-550 (uændret)

Tidligere anbefaling 03-05-16 Kort/Lang: Køb / Køb v. 333

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 452 / 275

Risici

Rentabiliteten i branchen følger den økonomiske cyklus i Europa. Aktuelt er europæisk økonomi usikker med lav vækst. Det er uvist, hvornår et egentligt og robust opsving i Europa for alvor vil tage fart. Konkurrencen er hård og prispresset stort. Solar prøver at navigere uden om det via forbedret service. 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 priserne.

Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas ledende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationsteknologi. Kerneforretningen er sourcing af produkter og service samt optimering af kundernes forretning med henblik på værdiskabelse. Fokus er rettet mod et tættere forhold til den enkelte kunde, og rådgivning/uddannelse er vigtige salgsparametre. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre. Salget foregår i stigende omfang via e-shops. 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. 30-06-2016 i alt 3.024 medarbejdere (2.871 ultimo 2015). Stigningen skyldes tilkøb.
- Solar er meget afhængig af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv. Lav oliepris presser salget til offshore- og marinekunder, der holder igen med investeringer som følge af det stor fald i olieprisen.
- Solar søger at knytte kunderne tættere til sig for at skabe varige relationer og for bedre at kunne efterleve kundernes skiftende ønsker og behov. Service, uddannelse, et stort produktudbud plus sikker og hurtig levering er derfor fokusområder. Det er hensigten, at såkaldte høj kvalitets- og totalløsninger skal give kunderne et incitament til at samle deres indkøb hos Solar frem for hos konkurrenter med lavere priser.
- Solar har hovedsæde i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Polen og Østrig. Geografisk er omsætningen fordelt således i H1/2016 med de tilsvarende tal for H1/2015 vist i parentes: Danmark 27 (26), Sverige 23 (23), Norge 16 (18), Benelux 25 (27), Andre lande 9 (6) %. Kursudviklingen på SEK og NOK har betydning, mens omregningen af Euro-landene er stabil. Polen er et lille land for Solar.
- Det fælles IT-system, Solar 8000 (SAP løsning), er nu fuldt implementeret i koncernen. Investeringen på i alt ca. 400 mio. kr. forventes tjent tilbage i løbet af 6-7 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ejerforhold pr. 30-06-2016 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Kolding 15,6 % (57,5 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 11,5 % (5,7 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %) og RWC Asset Management LLP, London 9,5% (4,7%). Egne aktier udgør 3,0 %. I alt havde Solar 3.769 aktionærer opgjort pr. 31-12-2015.

Solar tilpasser sig de vedvarende hårde markedsvilkår og vil knytte tættere bånd til sine kunderne

Solar er inde i en periode med lav vækst på selskabets underliggende markeder. Nybyggeriet står i stampe, og kunder relateret til oliesektoren lider under den lave oliepris. Det rammer negativt tilbage på Solar, der tålmodigt må vente på et opsving i den økonomiske vækst i Europa. Væksten lader fortsat vente på sig, selv om Den Europæiske Centralbank (ECB) fastholder renten på et historisk lavt niveau. Jf. ECB er der udsigt til moderat økonomisk vækst i Eurozonen i år og en stigende vækst næste år, men denne prognose om håb for det kommende år trods stagnation netop nu har man gentaget år for år. Det vil være godt for Solar, hvis det indtræffer. Da man ikke er herre over de ydre forhold, opruster ledelsen for at være i topform til næste opsving. Hvornår det indtræffer, kan ingen udtale sig om.

De underskudsgivende aktiviteter i Tyskland er blevet solgt fra. Aktiviteterne i Benelux er blevet samlet på færre enheder. Umiddelbart har ændringerne i Benelux ført til tab af enkelte kunder i Holland som følge af integrationen af Conelgro i de hollandske aktiviteter. Tidligere i år købte Solar det hollandske selskab MAG45, hvilket vil styrke datterselskabet i Holland, der også servicerer Belgien. Integrationen af MAG45 forløber planmæssigt. Ændringerne i Holland og flytningen af hovedkvarteret i Danmark fra Kolding til Vejen har ført til salg af nogle ejendomme. Aurora Group, der blev frasolgt for et par år siden, medfører fortsat enkelte regnskabsmæssige tilpasninger.

Hurtig og sikker levering af præcis de bestilte komponenter er en afgørende parameter for Solar. Kunderne ser ud til at have taget rigtig godt imod tiltaget kaldet Fastbox, hvor levering sker meget hurtigt. Konceptet er allerede indarbejdet på flere markeder, og i Norge er det blevet udvidet til at omfatte seks byer. Et nyt kundeservicesystem sikrer desuden hurtigere opfølgning over for kunderne. I Danmark har Solar åbnet en ny webshop (www.vvsmester.dk) i samarbejde med VVS Mester. Her kan slutkunden bestille og købe udstyr til køkken og badeværelse og ud fra de visen Do-It-For-Me også bestille en håndværker til at udføre installationen.

Solar 8000 er fuldt implementeret. Det styrker allerede nu selskabet på de indre linjer og på den stadig vigtigere e-shop del. Hele koncernen fremstår langt mere strømlinet og effektiv med Solar 8000 som et omdrejningspunkt.

På regnskabsdagen meldte Solar om køb af den norske trænings- og konsulentvirksomhed Euro Business School (EBS). Købsprisen er 43 mio. kr. + yderligere 15 mio. kr. baseret på en earn-out aftale. Med dette opkøb styrker Solar serviceaktiviteten ved at der tilføjes ekspertkompetencer og uddannelsesværktøjer. Hensigten er via EBS at sælge uddannelsesforløb til eksisterende og nye kunder. Med dette opkøb knytter Solar sig endnu tættere til kunderne og styrker profilen som andet og mere end en handelsvirksomhed. Udover uddannelse skal sideeffekten være, at kunderne øger indkøbene hos Solar.

Stagnation i salget og lille fremgang i indtjeningen forventes i 2016

Økonomisk sløvhed med lav vækst i byggeaktiviteten præger fortsat Europa og dermed Solars kernemarkeder. Det ses også i regnskabstallene for Q2 og H1 2016. Omsætning og indtjening (EBITA) er en anelse under forventet i Q2, men på niveau set for halvåret som helhed. Der er dog visse afvigelser og trends fra land til land. Q2 er kendetegnet af lav aktivitet i byggesektoren, hvilket påvirker installationssegmentet. Der meldes om vækst i Danmark og Norge, men det har ikke kunnet opveje nedgang i Holland og Sverige. Salget i Holland er negativt påvirket volumenmæssigt, idet der satses på salg af produkter med et højere dækningsbidrag (bedre produktmix). Desuden er Holland ramt af tab af enkelte kunder som følge af integrationen af Conelgro i de hollandske aktiviteter.

Industri-segmentet melder ikke overraskende om nedgang i salget til offshore og relaterede virksomheder, der opererer i Nordsøen. Den lave oliepris har ført til en betydelig nedgang i salget til denne type af kunder. Imidlertid er det positivt, at salget fraregnet dette kundeselement reelt er steget med 3%.

Ledelsen ser ikke tegn på nogen ændring til det bedre i andet halvår, hvorfor selskabets prognose for 2016 fastholdes på niveau med 2015 – altså nærmest nulvækst i såvel salg som indtjening. Henset til de udfordringer en stor del af selskabets kunder har, er status quo faktisk flot. Ledelsen forventer en omsætning på 10,9 mia. kr., hvilket korrigeret for det ventede mersalg efter købet af MAG45 er på niveau med 2015. EBITA ventes at lande på 287 mio. kr., hvilket også er på 2015-niveau, hvis man fraregner ekstraordinære poster, fx en positiv engangsindtægt på 9 mio. kr. fra en ændring af pensionsordningerne for personalet i Holland. Solar investerer i år i udvikling af digitale platforme for at styrke kundernes oplevelse, hvilket påvirker indtjeningen negativt. Set i dette lys er status quo acceptabelt.

Solar er fortsat en interessant langsigtet placeringsmulighed

Efter vores mening er det i al slags investering vigtigt at være langsigtet. Solar er påvirket af den vedvarende lave økonomiske vækst i Nordvesteuropa. Byggesektoren har altid været præget af store udsving med perioder med høj vækst efterfulgt af direkte nedgang. I det lange løb vil der dog altid være efterspørgsel efter de produkter, som Solar sælger. Efter flere år med lav økonomisk vækst i Europa og dermed også hos Solar må vi for hver dag komme nærmere en periode med stigende aktivitet. Solar har brugt perioden med lav vækst til at fremtidssikre sig, således at koncernen fremstår veltrimmet med en ny og tilpasset strategi, organisation og ledelse.

Frasalg er blevet afløst af opkøb, der passer til den nye linje med et bredere virkefelt end blot at være vareleverandør. Tilkøbet i år af MAG45 vil på sigt styrke de eksisterende markeder og åbne nye. MAG45 er specialiseret i håndtering af tekniske komponenter til industrikunder, idet man tager sig af det ofte store antal forskellige leverandører, som indgår med en lav andel i det samlede vare-flow. Her er kunden interesseret i en ekstern hjælper som samlingspunkt, mens de selv ønsker at udføre store indkøbsordrer på komponenter hos centrale leverandører. MAG45 kan varetage resten og prøve at opnå stordrift herved, idet de kan opretholde lagre og sikre kunden hurtig levering. Men den form for logistik kræver dygtig styring og mange kunder for at være rentabel. Småting giver en god bruttoavance, og gevinstmuligheden kommer ved at kunne optræde som mellemlid for mange af disse kunder (stordrift) på én gang.

Solar er i fuld gang med at implementere selskabets plan om en status som sourcing virksomhed med tætte bånd til kunderne. I sidste ende drejer det sig om at tilbyde kunderne værdiskabende services og løsninger ud over selve produkterne. Satsningen på uddannelse er en fremtidssikring. Strategien er velovervejet og klog, idet Solar på denne måde kan imødegå konkurrencen fra selskaber, der har lavere priser, men så også betydelig dårligere service og leveringssikkerhed. Rent IT-mæssigt har Solar fulgt med tiden ved at strømline hele virksomheden via indførelsen af Solar 8000 og i høj grad satse digitalt, herunder med åbning af e-shops m.m.

Vi anser 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. Vi skønner, at der på sigt er basis for en overskudsgrad på ca. 4,5%, hvilket er mere end det dobbelte af niveauet (2,0%) i første halvår. Vi vurderer, at omsætningen kan blive 20-25 % højere vurderet ud fra de nuværende forhold med afsæt i 2015-tallene. Over tid vil effektivisering med stadig mere selvbetjening fra kundernes side kunne give en yderligere stigning i dette tal. Der burde altså være mulighed for en markant forbedring af indtjeningen i de kommende år, og vi forventer, at ledelsen med succes vil stile efter at udnytte de foreliggende muligheder. For selskabet som helhed svarer det til et EBITA overskud på op mod 600 mio. kr., men det siger sig selv, at der ikke pt. foreligger så stort et uopdyrket salgspotentiale. En stor del skal

indhentes via besparelser, ligesom det vil tage tid at udnytte. Der er tale om grove skøn fra vores side, men pointen er, at der bør være mulighed for en markant forbedring af indtjeningen i de kommende år, samtidig med at selskabets risikoprofil må anses for lav.

Kapitalmæssigt står Solar nemlig stærkt med en gearing på 0,6x målt for den nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA. Trods to opkøb i år er der således mulighed for flere akkvisitioner, såfremt det rigtige tilbud til den rette pris måtte vise sig. Kapitalbasen er endda så solid, at der med virkning fra 16-08-2016 er igangsat et nyt program om opkøb af egne aktier i et omfang af 150 mio. kr. Ca. 50% af aktierne ejes af storaktionærer, der ikke har haft tradition for salg. Opkøbsprogrammet svarer således reelt til opsugning af ca. 10% af aktierne i frit flow. Det vil alt andet lige føre til større handelsvolumen i opkøbsperioden og øge muligheden for en stigning i aktiekursen.

Stagnation er perspektivet for indeværende år. Udsigten for 2017 og videre frem er imidlertid positiv med mulighed for et forsinket skub fremad af et opsving. Tilkøbene af industrilogistik i MAG45 og uddannelsesvirksomheden som led i strategiplanen vil give bonus i de kommende år men ikke kunne vise nogen effekt allerede i år.

Aktien (378) handles til P/E 2016E på 19. Kurs/Indre værdi forholdet ligger på 1,6. Aktiekursen afspejler efter vores opfattelse ikke det store potentiale for forbedring, som vi regner med vil blive udnyttet i løbet af de næste 3-4 år. Konklusionen er langsigtet køb, men opkøb af egne aktier vil også på kort sigt kunne gøre afkastet attraktivt.

Regnskabstal

Mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	11.408	12.201	10.463	10.252	10.587	11.000
EBITA	291	263	225	117	296	300
EBIT	199	198	160	-73	249	243
Resultat før skat	146	156	106	-122	201	213
Nettoresultat	91	117	21	-234	167	155
Balance	5.398	5.724	4.961	4.574	4.671	4.600
Nettogæld	897	559	316	302	-184	300
Immaterielle aktiver	641	603	524	339	333	425
Materielle anlægsaktiver	1.261	1.246	1.187	937	882	850
Egenkapital	2.112	2.203	2.138	1.732	1.831	1.700
Antal ansatte	3.200	3.596	3.333	2.898	2.871	3.050
Res. pr. aktie DKK	12,0	15,0	2,8	-29,8	21,3	20
Udbytte i DKK	5,2	6,65	12,0	7,0	10,0	10
Indre værdi i DKK	267	270	271	219	234	234
EBITA/Omsætning %	2,5	2,2	1,4	1,1	2,8	2,7
Egenkapitalforrentning %	4,2	5,4	1,0	NA	9,4	8,8
Egenkapitalandel %	39	38	43	38	39	37

Angivelsen af nettogælden indebærer, at en positiv nettolikviditet fremstår med minus som fortegn.



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.