

## God udvikling i salget sikrer en lille opjustering af Guidance for 2017.

- Solar fortsætter sin transformationsproces for at blive kundernes foretrukne sourcing- og servicepartner. Totalløsninger er vigtigere end prisen for store virksomheder. Det har i første halvår sikret en udvidet og forlænget aftale med Telenor, ligesom der er indgået en stor aftale om lagerstyring og levering af komponenter for fibernetværksudbyderen Fibia. Det tilkøbte logistikfirma MAG45 har indgået en samarbejdsaftale med Teva Pharmaceuticals.
- For at være kundernes foretrukne leverandør af totalløsninger har Solar udvidet omfanget af services. Det er sket internt og muliggjort via bl.a. Solar 8000-systemet med stigende e-handel til følge, men man øger også antallet af services via netværkspartnerne. Her køber man sig ind i komplementerende (viden tunge) virksomheder, og via en aktiv ejerindsats virker samarbejdet til gavn for Solar, netværkspartneren og ikke mindst kunderne.
- Store internationale industrikunder kræver løsninger på tværs af landegrænser. Derfor opruster Solar sig med en SVP Industry Sales-funktion, der på sigt skal tiltrække store kunder og øge såvel salget som indtjeningen.
- Sidste års opkøb har allerede vist sin værdi. MAG45 melder om høj vækst, og Solar Polaris bidrager også til indtjeningen. Ledelsen forventer, at indtjeningen i disse to opkøb bliver forbedret i løbet af kort tid. Flere af de etablerede netværkssamarbejder har efter kort tids forløb bidraget med tilgang af nye ordrer.
- Solar løfter prognosen for årets til omsætning til nu over 11,4 mia. kr. mod før 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 kun udsigt til let fremgang netto, men reelt er der tale om en robust stigning.
- Vi anser fortsat 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: 374

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.730 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q3 regnskab den 26-10-2017



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Solar forventer for 2017 en stigning i salget på lidt over 3 %. Derfor lyder salgsprognosen nu på over 11,4 mia. kr. mod før omkring 11,4 mia. kr. Operationelt EBITA forventes fortsat at lande på 345 mio. kr. Man venter udgifter på 25 mio. kr. til innovative tiltag og 20 mio. kr. til ekstraordinære poster, hvoraf ca. 30 mio. kr. er udgiftsført i H1. EBITA ventes at andrage 300 mio. kr. mod 278 mio. kr. i 2016. Forbedring indefra via udnyttelse af IT og effektivisering er fortsat hovedlinjen.



### Muligheder

Vi ser store fremtidsmuligheder i strategien med at forbedre kundeservicen og digitaliseringstiltagene. Det vil reducere priskonkurrencen og øge indtjeningen. Fokus på IT og netværk vil på sigt give stigende salg og indtjening. Der er robust vækst i økonomien i landene i Nordvesteuropa. Solar er derfor inde i en spændende fase, hvor der i de kommende år er udsigt til betydelig indtjeningsfremgang.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før køb)

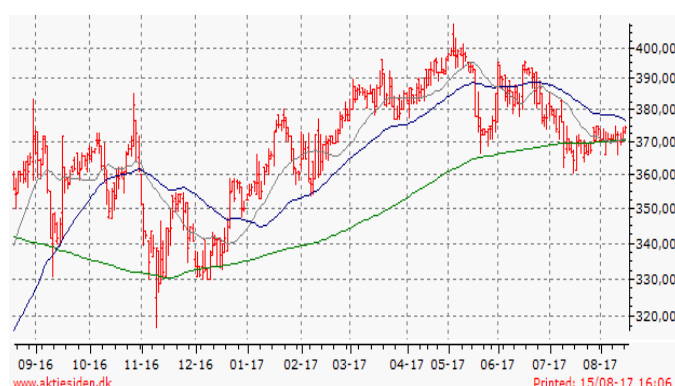
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 350-400 (før 375-425)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 425-475 (før 450-500)

Tidligere anbefaling 04-05-17 Kort/Lang: Køb / Køb v. 400

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 399,5 / 339

### Risici

Aktuelt er europæisk økonomi fortsat usikker men i let fremdrift. 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 førende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationskomponenter samt teknologi. Kerneforretningen er levering af produkter og services samt hjælp med optimering af kundernes forretning med henblik på værdiskabelse. Fokus er rettet mod at skabe et tæt forhold til den enkelte kunde, og rådgivning/service/uddannelse er vigtige salgsparemetre. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre samt netværkspartnere med værdiskabende services for kunderne. Salg via e-business vokser fortsat i omfang og udgør nu over halvdelen af salget. 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.
- Solar er afhængig af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt olie- og offshore-industrien (olieprisen). Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv.
- Solar arbejder målrettet mod at knytte kunderne tættere til sig for at skabe varige relationer og for herigennem 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 løsnings skal give kunderne et incitament til at samle deres indkøb hos Solar frem for at benytte konkurrenter med lavere priser. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på kundernes vegne. 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 EUR er stabil og ikke giver problemer.
- Solar gør på koncernniveau brug af det fælles IT-system Solar 8000 (SAP løsning), der sikrer ensartethed, hurtig og sikker levering af de ønskede varer plus en række generelle fordele såvel internt i driften som eksternt over for kunderne.
- Ledelse: Anders Wilhjelms (født 1966) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Koncernen beskæftigede i halvåret til 30-06-2017 gennemsnitligt 3.071 medarbejdere (2.996 i H1 2016).
- Ejerforhold pr. 30-06-2017 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London 11,2 % (5,5 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,6 % (5,2 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 9,2 % (4,5 %) og Solar egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2016 i alt 3.940 aktionærer.

## Højere vækst og indtjening i H1 end i samme periode sidste år. Guidance for 2017 løftes en anelse

Første halvår har udviklet sig flot for Solar, idet salget steg med 5,9 %. Alene i Q2 var væksten på hele 7,4 % set i forhold til samme periode sidste år og korrigeret for antal arbejdsdage i kvartalet. En del af væksten skyldes opkøb. Fremgangen er sket på selskabets hovedmarkeder i Danmark, Sverige, Norge og Holland med vækst inden for både industri og installation. Det er opløftende, at det hollandske marked igen har vundet momentum.

EBITA-indtjeningen i Q2 er skuffende med 43 mio. kr., hvilket ligger en del under niveauet på 57 mio. kr. i samme periode sidste år. Samlet for halvåret har Solar haft en EBITA-indtjening på 99 mio. kr. mod 109 mio. kr. i samme periode sidste år. Inklusiv en kursgevinst på aktier i BIMObject endte halvåret med et resultat før skat på 129 mio. kr. Indtjeningsnedgangen opgjort på EBITA skyldes en række ekstraordinære forhold. I Belgien har en omlægning til en mere centralistisk struktur givet leveringsudfordringer. Integrationen af Scandinavian Technology Institute (STI) har krævet flere ressourcer end først antaget med opgradering af en e-learning platform, ligesom Solar har udgiftsført 30 mio. kr. af årets planlagte samlede ramme på 45 mio. kr. til innovative tiltag og XO-poster. Halvåret har medført en opnået EBITA-margin på 1,7 %, hvilket fortsat er alt for lavt set i forhold til selskabets potentiale. Niveauet ligger dog på niveau med ledelsens forventninger. Det tilkøbte selskab MAG45 har udvist stærk vækst og har opnået en stor aftale hos Teva Pharmaceuticals.

Der er blevet bundet lidt mere cash end ventet i arbejdskapitalen, og nøgletallet opgøres til 11,4 %. Gearingen er steget til 2,2, hvilket skyldes udlodning af udbytte, fortsatte investeringer i netværksvirksomheder samt strukturelle investeringer i de tilkøbte selskaber MAG45, STI og Solar Polaris. Halvåret har også budt på et lille opkøb af ekstra aktier i det svenske selskab BIMObject, således at Solar nu ejer 20,01 % af aktierne i dette selskab. Afkastet på egenkapitalen er opgjort til 11,0 % og indtjening pr. aktie til 15,21 kr.

Samlet kan det konkluderes, at udviklingen i Q2 og H1 som helhed har levet op til ledelsens egne forventninger. Salget har udviklet sig så flot, at ledelsen nu venter et salg på over 11,4 mia. kr. mod før ca. 11,4 mia. kr. EBITA ventes fortsat at blive på ca. 300 mio. kr.

### Flere års massive investeringer i fremtiden bærer nu frugt.

Solar er på rette vej til at kunne løfte såvel salg som indtjening. De seneste år har budt på store investeringer til effektiviseringer, ensartethed på IT-fronten og fremadrettede vækstinitiativer. Indførelsen af Solar 8000 IT-systemet i hele koncernen var meget bekostelig, men allerede nu begynder investeringen at vise sit værd. En del af Solar 8000-konceptets muligheder er integration af e-shop løsninger, og dette salg tegner sig nu for over halvdelen af omsætningen – og trenden vil fortsætte. Dertil kommer en bedre styring af lagerfunktioner m.m. Effektiv og hurtig levering er vitalt for en virksomhed som Solar. Det udgør jo kerneydelsen. Der er opnået stor 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 udnyttelse af timeforbruget er vigtig for alle håndværkere. I Danmark har Solar indgået aftale med transportfirmaet Mover, som skal udbrede og forbedre Fastbox konceptet yderligere. Den store investering i IT-infrastruktur var nødvendig for at transformere sig til en ledende sourcing- og servicevirksomhed.

Solars målsætning er at knytte tætte bånd til kunderne med tilbud om helhedsløsninger. Et eksempel herpå er, at Solar kan forestå arbejdet med lagre enten ude hos kunderne eller ved at lagrene flyttes til Solar-regi. Flytning af lagre til Solar er eksempelvis tilfældet omkring samarbejdet med Telenor og fibernetværk-selskabet Fibia, hvor sidstnævnte er en ny kunde. Aftalen med Telenor er for nylig blevet forlænget til at dække en længere årrække med et potentiale til at generere salg på mere end 1 mia. NOK i aftaleperioden (længden er dog ikke oplyst). Sådanne samarbejder skal spare tid, penge og ressourcer hos kunderne, der i stedet kan fokusere på deres kerneforretning. Da Solar kan levere totalløsninger, vil kunderne i mindre grad fokusere på prisen. Alt dette styrker Solars konkurrencesituation i et marked præget af hårdt prispres. Industrikunderne opererer i stigende grad på tværs af landegrænserne. Derfor har Solar netop oprettet en ny stilling (SVP Industry Sales), hvor Ole Sørensen, 45 år, med en fortid i virksomheden Gategroup i USA, skal koordinere salgsindsatsen med tværnationale løsninger i de skandinaviske lande. Hensigten er naturligvis at skabe meromsætning og øget indtjening.

Logistik-virksomheden MAG45 blev købt sidste år. Erfaringer fra MAG45 er blevet anvendt for at styrke logistikfunktionen i Danmark og Sverige. Erfaringerne fra Sverige skal nu rulleres videre til Norge. 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. Ved at udvide MAG45-konceptet til flere lande gør man således brug af stordriftsfordele (gevinst via større indkøb). Denne investering generer indtægter og leverer pæn vækst i halvåret, men kræver også fortsatte investeringer. Det har udmøntet sig i lanceringen af en ny e-handelsløsning specielt rettet mod industri-segmentet. For MAG45 er der lagt en vækstplan, der følges og som på sigt vil kunne skabe store synergier og indtægter. Via Solar Polaris tilbydes salg af solpaneler. Via en fælles SAP-plattform til datastyring 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.

Uddannelse af medarbejdere og kunder er også et fokuspunkt. Med købet sidste år af Scandinavian Technology Institute (STI) har Solar styrket 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.

### Etablering af netværk og udvidelse heraf viser positive takter.

Solar købte sidste år ejerandele i en række netværkspartnere, der kunne tilføre Solars kunder værdi, og hvor Solar kunne tilføre netværkspartnerne værdi. Tankegangen er ny i Danmark, og arkitekten bag denne spændende satsning hos Solar er CCO Hugo Dorph, der har stort kendskab til IT-sektoren. Solar ønsker at være totalleverandør af services til kunderne for at opbygge tætte bånd via værdiskabende helhedsløsninger. Det er dog vanskeligt at klare hele værdikæden internt, hvorfor man køber sig til komplementerende services hos netværkspartnere. For at holde hånd i hanke med partnerne og opnå udbredelse af de nye arbejdsmetoder, investerer Solar også i disse virksomheder. Dermed understreger man samtidig en fælles interesse i succes.

Der blev sidste år investeret i mindre ejerandele i GenieBelt, Minuba og Viva Labs, mens der var tale om en stor investering i BIMobject. På meget kort tid har Solar tjent særdeles godt på BIMobject, hvis aktier er steget betydeligt i værdi. Ejerandelen er i første halvår blevet udvidet til 20,01 %. GenieBelt tilfører Solars kunder viden omkring planlægning af byggeopgaver, mens Minuba besidder ekspertise indenfor ressource management. Viva Labs har en teknologi, der kan fjernstyre varme, alarmer og lys i boliger, fabrikker og kontorejendomme – altså en klar grøn profil. I første halvår har Viva Labs indgået en aftale med en stor europæisk televirksomhed, hvilket viser at investeringen i dette selskab har været fornuftig. BIMobject besidder en teknologi velegnet til bygningskonstruktører og arkitekter. Thermrad radiatorer fra Solar indgår nu i en stor cloud-baseret database, som udbydes af BIMobject.

Vi finder ideen om opbygning af et professionelt krydsnetværk visionær. Via forholdsvis små investeringer udvider Solar sin produkt-palette betydeligt til gavn for selskabets kunder, ligesom man indirekte kan tjene penge på at henvise egne kunder til netværkspartnerne.

Denne strategiske satsning synes meget hurtigt at have vist sin berettigelse, hvorfor nye investeringer i opbygning af netværk må forventes at finde sted.

## Solar er en moderne, toptrimmet virksomhed, der via IT, netværk og interne ressourcer er klar til fremtidens udfordringer.

Solar har på få år ændret sig fra at være en traditionel handelsvirksomhed til at være en topmoderne sourcing- og servicevirksomhed. Denne transformation har kostet mange penge, hvorfor indtjeningen i flere år har ligget på et for lavt niveau med en EBITA-overskudsgrad omkring 2,0-2,5 %. Transformationen er på rette spor, idet der ses klare signaler om, at den anlagte strategi fungerer. Solars kernesegmenter er presset af hård priskonkurrence. Ideen om at fokusere på værdiskabende helhedsløsninger til kunderne på tværs af landegrænser med fokus på hurtig levering, kvalitetsprodukter, uddannelse og komplementerende services via netværkspartnere vil i det lange løb kunne skabe betydelig indtjeningsfremgang for koncernen. Med de mange tiltag konkurrerer Solar ikke på prisen – men derimod på service og helhedsløsninger som en intelligent leverandør. Sådanne løsninger tiltaler især store virksomheder, hvilket eksempelvis dokumenteres ved forlængelsen af aftalen med Telenor. Her har prisen næppe været afgørende – men derimod den samlede løsnings værdi med varetagelse af lagerstyring m.m. Med oprettelsen af en ny funktion med Ole Sørensen som SVP Industry Sales signalerer Solar et ønske om at tiltrække flere store kunder i samme tunge kaliber som Telenor. De nuværende gode referencekunder skal fungere som et godt afsæt for at opnå succes med den nye salgsmetode.

Det går bedre på Solars kernemarkeder både i installation og industri. Der meldes endog om begyndende optimisme inden for offshore segmentet. Alt i alt fremstår Solar som en lovende langsigtet investeringscase. Egenkapitalen er stærkt sammensat i form af reale værdier som bygninger m.m. Udfordringen er at få overskudsgraden løftet, hvilket er vanskeligt, så længe der fortsat foretages investeringer, og der bruges penge på at sætte nye initiativer i gang. I en verden under konstant forandring vil Solar næppe komme i en situation, hvor man kan skrue investeringerne ned på lavblus, idet det gælder om at fastholde selskabets stærke position på kernemarkederne. Det lykkes kun ved konstant at videreudvikle sig. Vi har dog tiltro til, at overskudsgraden over de kommende 3-4 år vil kunne blive forbedret til det dobbelte af niveauet i indeværende år. I takt med at indtjeningen styrkes, vil det også løfte aktiekursen. Solar aktien repræsenterer en god langsigtet købsmulighed med lav risiko (value for money) og et pænt udbytteafkast.

## Regnskabstal

Mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Omsætning	12.201	10.463	10.252	10.587	11.072	11.700
EBITA	263	225	117	296	278	310
EBIT	198	160	-73	249	222	240
Resultat før skat	156	106	-122	201	188	240
Nettoresultat	117	21	-234	167	125	180
Balance	5.724	4.961	4.574	4.671	4.506	5.000
Nettogæld	559	316	302	-184	43	600
Immaterielle aktiver	603	524	339	333	475	465
Materielle anlægsaktiver	1.246	1.187	937	882	865	840
Egenkapital	2.203	2.138	1.732	1.831	1.683	1.775
Antal ansatte	3.596	3.333	2.898	2.871	3.032	3.075
Res. pr. aktie DKK	15,0	2,8	-29,8	21,3	16,5	24,6
Udbytte i DKK	6,65	12,0	7,0	10,0	12,0	14,0
Indre værdi i DKK	270	271	219	234	231	243
EBITA/Omsætning %	2,2	1,4	1,1	2,8	2,5	2,6
Egenkapitalforrentning %	5,4	1,0	NA	9,4	7,1	10,4
Egenkapitalandel %	38	43	38	39	37	36



**Seneste fire analyser:**

<b>Dato</b>	<b>Kurs</b>	<b>Anbefaling:</b>	
		<b>Kort sigt</b>	<b>Langt sigt</b>
04-05-2017	400	Køb	Køb
20-02-2017	382	Køb	Køb
08-11-2016	350	Køb	Køb
16-08-2016	378	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.