

Opjustering af salgsprognosen for 2017 men indtjeningen bremses af særlige udgifter

- Solar fortsætter sin transformationsproces for at blive kundernes foretrukne sourcing- og servicepartner. Totalløsninger er vigtigere end prisen for store virksomheder. Det har i år ført til 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 bl.a. indgået en samarbejdsaftale med Teva Pharmaceuticals. Netværkspartneren Viva Labs har indgået en aftale for Østrig og Kroatien med Telekom Austria. Salget udvikler sig bedre end forventet.
- Store internationale industrikunder kræver løsninger på tværs af landegrænser. Derfor har Solar etableret en SVP Industry Sales-funktion, der skal tiltrække store kunder og øge såvel salget som indtjeningen.
- Solar forhøjer guidance for årets omsætning til ca. 11,7 mia. kr. mod før mindst 11,4 mia. kr. EBITA forventes at andrage 345 mio. kr., hvorfra dog skal trækkes 60 mio. kr. til vækstinitiativer og strukturelle forandringer. Netto forventes derfor et EBITA-resultat på 285 mio. kr. (før 300 mio. kr.) mod 278 mio. kr. i 2016. Der er altså kun udsigt til let fremgang netto, hvilket skyldes de store engangsudgifter, herunder en fratrædelsesgodtgørelse til den tidligere topchef.
- 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 grundlag for en fordobling af overskudsgraden og en pæn stigning i omsætningen. Efter Q3 regnskabet er aktiekursen steget over 10 %. Vi fastholder Hold på kort sigt og Køb på langt sigt.

Aktuel Kurs: 415

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 3.030 mio. DKK

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

Næste regnskab: Årsregnskab den 09-02-2018



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Efter Q3 løfter Solar prognosen for årets salg til ca. 11,7 mia. kr. (før mindst 11,4) svarende til en organisk vækst på ca. 6 %. Operationelt EBITA forventes fortsat at lande på 345 mio. kr. Udgifter til restruktureringer ventes nu at koste 35 mio. kr. (før 20), hvilket bl.a. skyldes udgifter til topchefens fratrædelse. EBITA sænkes derfor til 285 mio. kr. mod før 300 mio. kr. Fremgangen vil med andre ord først slå igennem næste år.



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 nu robust vækst i økonomien i landene i Nordvesteuropa. Solar er derfor nået frem til en fase med voksende afkast, og for de kommende år er der udsigt til betydelig indtjeningsfremgang.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 375-450 (før 350-400)

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

Tidligere anbefaling 16-08-17 Kort/Lang: Hold / Køb v. 374

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 420 / 339

Risici

Europæisk økonomi er fortsat følsom og usikker trods let fremdrift. Konkurrencen er hård, og prispresset synes permanent. Ledelsen prøver at navigere uden om dette prispres 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 relateret teknologi. Kerneforretningen er levering af produkter og services samt hjælp med optimering af kundernes forretning med henblik på værdiskabelse.
- Selskabet fokuserer på at skabe tætte og varige relationer til den enkelte kunde, således at Solar hele tiden kan opfylde kundens skiftende ønsker og behov. Det sker via et højt serviceniveau, uddannelses tilbud til kunderne, 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 med lavere priser. Rådgivning/service/uddannelse er derfor vigtige salgsparametre. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på kundernes vegne. Værdiskabelse hos kunderne er et kerneområde i indsatsen.
- Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre suppleret af netværkspartnere med værdiskabende services. Salg via e-business vokser konstant i omfang og udgør over halvdelen af salget. Strukturen i de enkelte lande består af datterselskaber.
- Solar anvender et 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.
- Salget er delt op i segmenterne "installation", "industri" og "andet". Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet, mens industrisegmentet dækker over levering til produktionsvirksomheder mv., 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. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv.
- Hovedsædet ligger 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.
- Ledelse: Jens Andersen (født 1968) overtog 08-10-2017 posten som CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Koncernen beskæftigede pr. 30-09-2017 gennemsnitligt 3.112 medarbejdere (3.032 i 2016).
- Ejerforhold pr. 30-09-2017 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London, 11,6 % (5,7 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,6 % (5,2 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 9,3 % (4,6 %) og Solar egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2016 i alt 3.940 aktionærer.

Høj aktivitet sikrer opjustering af salgsprognosen for 2017

Tredje kvartal blev en god periode for Solar. Salget voksede organisk med hele 8,5 % korrigeret for antallet af arbejdsdage. Alle vigtige markeder og segmenter opnåede flotte vækstrater. Fremgangen er bredt funderet med Danmark i front med en salgsvækst på hele 13,8 %. Høj aktivitet i byggesektoren bidrog til stærk vækst i Installations-segmentet, der er det største forretningsområde med en andel af salget i Q3 på hele 63 %. Overskudsgraden er dog højest i Industri, som udgør 28 % af koncernomsætningen. Væksten i Norge lå på 1,8 %, hvilket i høj grad skyldes lave investeringer i Offshore branchen. Set år/år er salget til denne branche dog på ny i fremdrift, men det sker fra et lavt niveau. Olieprisen spiller fortsat negativt ind.

For årets første tre kvartaler har Solar præsteret en organisk salgsvækst på 6,8 % korrigeret for antal arbejdsdage. Kerneforretningen udvikler sig solidt med en vækst på 6,5 %, mens der er en vækst på hele 17 % i de nye, tilkøbte aktiviteter omfattende MAG45 (har i år indgået en aftale med Teva Pharmaceuticals, Becton Dickinson og Thermo Fisher Scientific omkring logistik og distribution), STI og Solar Polaris. Bruttoavancen steg fra 1.674 mio. kr. til 1.789 mio. kr. EBITA er i samme periode vokset fra 167 til 186 mio. kr. svarende til en uændret overskudsgrad (EBITA) på 2,2 %. Det går således bedre og bedre for Solar, men det er fortsat vores vurdering, at overskudsgraden har potentiale til at blive fordoblet over tid, da niveauet fortsat er lavt. Imidlertid har Solar i de senere år investeret massivt i først implementeringen af det fælles IT-system Solar 8000 (SAP løsning) og siden i en række ejerposter i komplimenterende selskaber (opbygning af et netværk inden for byggeri og teknik – se efterfølgende afsnit).

Stram styring har nedbragt bindingen i arbejdskapital (løbende 12 måneder) fra 10,9 til 10,4 %, hvilket er et fokuspunkt hos Solar. Den rentebærende gæld ligger på en faktor 2,1 x målt i forhold til EBITDA og dermed inden for selskabets målsætning.

Den nye ledelse (se efterfølgende afsnit) kunne således ved den første regnskabspræsentation løfte guidance for 2017. Nu venter man et salg på ca. 11,7 mia. kr. mod før mindst 11,4 mia. kr. For 2017 bliver der således tale om en vækst på ca. 6 %, hvilket må betegnes som flot. Det operationelle EBITA-resultat ventes dog uændret at lande på 345 mio. kr. Herfra går så udgifter på 25 mio. kr. til innovation og forretningsudvikling samt 35 mio. kr. (før 20 mio. kr.) til ekstraordinære udgifter til restruktureringer. Sidstnævnte tal er øget med 15 mio. kr., hvilket for en stor dels vedkommende skyldes udgifterne til en aftrædelsesgodtgørelse vedrørende topchefen. EBITA for året ventes derfor samlet at lande på 285 mio. kr. mod før 300 mio. kr. For os er det skuffende, at selskabet er i stand til at forøge salget med ca. 300 mio. kr. uden at EBITA-niveauet følger med op. Man sælger altså mere uden at øge indtjeningen. Salgsmikset må således udvikle sig negativt. Overordnet er det vigtigste dog, at der for alvor synes at være kommet momentum i salget, idet vi efterfølgende må forvente opgang i indtjeningen efter et specielt kvartal/år med mange ekstraordinære poster, herunder investeringer i netværk.

Netværk indeholder upside

Solar har opkøbt ejerandele i en hel række netværkspartnere, der skal tilføre Solar's kunder mere værdi, og Solar skal også selv tilføre disse netværkspartnere værdi den anden vej rundt. Tankegangen er ny i Danmark, og arkitekten bag denne spændende satsning hos Solar er CCO Hugo Dorph, der har stort kendskab til IT-branchen. Solar ønsker at være totalleverandør af services til sine kunder og at opbygge tætte bånd via værdiskabende helhedsløsninger. Det er dog umuligt at klare denne ambitiøse opgave internt, hvorfor man "køber sig" til komplementerende services hos disse netværkspartnere. For at holde hånden i hanke med partnerne og opnå udbredelse af de nye arbejdsmetoder, investerer Solar penge i disse virksomheder. Dermed understreger man en fælles interesse i succes.

Der er 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 børsnoterede aktie er steget betydeligt i værdi (ejerandel på 20,01 %). GenieBelt tilfører Solar's 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 grøn profil (internet of things). I en pressemeddelelse den 16-10 oplyser Solar, at Viva Labs har indgået aftale med Telekom Austria om en løsning, der har til formål at styre og kontrollere varme- og lysforbruget. Der er tale om et samarbejde med Telekom Austria omfattende både Østrig og Kroatien – sidstnævnte er et helt nyt geografisk område for Solar. Man skal levere komponenter til løsningen. 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. I Q3 har BIMobject indgået en spændende aftale med det britiske Justitsministerium.

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 udbygning af netværket må forventes at finde sted.

Ledelsesskift

Den 08-10-2017 stoppede Solar med øjeblikkelig virkning samarbejdet med CEO Anders Wilhjelms. Han overtog chefposten i 2014 og har altså kun fået få år på posten. I selskabsmeddelelsen forklares chefskiftet med ønsket om "øget fokus på den videre udvikling og effektivisering af kerneforretningen". Solar pointerer i samme meddelelse, at der ellers ikke vil ske ændringer i den overordnede strategi. Hvad der er den dybere årsag til chefskiftet, kan vi som udenforstående kun gisne om. Jens Andersen tiltrådte med øjeblikkelig virkning som ny topchef. Jens Andersen havde tidligere titel som Senior Vice President og var medlem af Group Management. Hans job var Managing Director Solar Danmark, der er det største og vigtigste datterselskab – en opgave som han fortsat varetager. Jens Andersen synes at være det sikre valg, idet han hentes internt. Bestyrelsen ved, hvad Jens Andersen står for, og som chef for Solar Danmark er han garant for sund drift i selve kerneforretningen. Med Jens Andersen som topchef vil Solar holde fokus på kerneforretningen, mens Hugo Dorph kan fortsætte digitaliseringsprocessen med opbygning af netværk. Michael Jeppesen borger for stabilitet og kvalitet på posten som CFO. Ledelsesskiftet vil således ikke føre til ændringer i de udstukne strategiske rammer. Nu gælder det om at høste frugterne af de gentagne forandringer og nye initiativer.

Tid til at se fremad – og perspektivet er udsigt til højere afkast

Nu er der nemlig omsider kommet fart i salget. Så mangler vi blot, at indtjeningen følger med op. Det økonomiske opsving i Nordvesteuropa synes stærkt funderet med en god vækst i byggesektoren. Lav rente bidrager til at holde et flot tempo i denne vigtige sektor – det gælder både for nybyggeri og renovering. Internt er der i de senere år blevet lagt mange kræfter i at ensarte IT-delen, hvilket er en af årsagerne til, at E-salget vokser betydeligt. Solar har gjort det nemt for kunderne at bestille varer. Tid er penge for kunderne, og derfor vokser Fastbox-konceptet markant med dets tilbud om levering inden for en time i en række større byer. Kunderne sparer penge ved ikke selv at skulle råde over store lagre og gør i stedet brug af denne fleksible måde at bestille varer på. Dette koncept kræver stram styring hos Solar, men her hjælper det fælles IT-system til at klare opgaven med lagerstyring, levering m.m. Konceptet ruller løbende ud i stadig flere byer. I Danmark har Solar indgået aftale med transportfirmaet Mover, hvilket baner vej for yderligere udbredelse og forbedring af Fastbox konceptet. E-salg og Fastbox rummer klart potentiale for mersalg og højere indtjening i de kommende år.

Solar tilbyder også at overtage lageropgaver for kunder – enten ude hos kunden eller ved flytning til Solar-regi. Flytning af lagre til Solar er eksempelvis tilfældet omkring samarbejdet med Telenor og fibernetværk-selskabet Fibia, hvor sidstnævnte er ny som kunde. Aftalen med Telenor er i år blevet forlænget til at dække en længere årrække med potentiale til at generere en omsætning på over 1,0 mia. NOK i aftaleperioden (tidslængden er dog ikke oplyst). Sådanne samarbejder sparer tid, penge og ressourcer hos kunderne, der i stedet kan fokusere på at passe deres kerneforretning.

Logistik-virksomheden 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 opnå rentabel stordrift. Ved at udvide MAG45-konceptet til flere lande får man således gavn af stordriftsfordele (gevinst ved større indkøb). Denne investering har genereret indtægter og leveret pæn vækst i år men kræver også fortsatte investeringer. For MAG45 er der lagt en vækstplan, der følges, og som på sigt vil kunne skabe stor synergi og dermed indtjening. Via Solar Polaris tilbydes salg af solpaneler. Via en fælles SAP-platform 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 sin profil som andet og mere end en ren handelsvirksomhed. Udover uddannelse skal effekten også her fremkomme ved, at kunderne øger deres indkøb hos Solar – og helst samler dem helt.

Etableringen af netværk har også vist sit værd. Solar er således i en situation, hvor man kan levere totallosninger til kunderne med fokus på værdiskabelse for både Solar og deres kunder, der i mindre grad skeler til prisen.

Industrikunderne opererer i stigende grad på tværs af landegrænser. For at øge fokus på denne forretningsmulighed har Solar oprettet en ny stilling (SVP Industry Sales), hvor Ole Sørensen, 46 år, med en fortid i virksomheden Gategroup, USA, skal koordinere salgsindsatsen med tværnationale løsninger i de skandinaviske lande. Hensigten er naturligvis at skabe mere omsætning og øget indtjening.

Solar er en helt andet type virksomhed set i forhold til for blot få år siden. Den store transformationsproces er næsten færdig - om end man hele tiden skal tilpasse sig kundernes ønsker og behov, hvilket er en fortsættende proces som aldrig standser. Det har Solar vist sig i stand til. Målet er på sigt at kompensere for prispresset fra konkurrenterne og opnå resultater i form af stigende indtjening. Set i dette lys og baseret på en stærk balance står Solar godt rustet i konkurrencen fremadrettet. Derfor ser vi stadigvæk positivt på selskabets mulighed for at kunne fordoble indtjeningsmarginalen i løbet af de nærmest kommende år.

På kort sigt er vores anbefaling af aktien Hold og Køb på langt sigt. Solar aktien repræsenterer en god langsigtet købsmulighed med lav risiko (god "value for money" indhold) og et pænt udbytteafkast.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

En stærk økonomi og evne til at omstille sig til kundernes ønsker og behov kendetegner selskabet. Det er lykkedes at knytte sig tæt på kunderne med værdiskabende totallosninger, hvilket kompenserer for prispres fra konkurrenterne. Fokus er lagt på kerneforretningen, der er cash generende og har muliggjort den store IT-investering og opkøb med ejerskab i netværkspartnere. Evnen til at føre den igangværende og succesfulde transformationsproces ud i livet dokumenterer selskabets styrke. Man lader ikke bare stå til.

Svagheder

Indtjeningen er for lav. Salget ventes i år at stige med 6 %, men det kan endnu ikke ses på bundlinjen. Solar er konjunkturafhængig, og de gode tider er tilbage igen. Det er derfor vigtigt, at ledelsen formår at forbedre lønsomheden meget hurtigt, idet investorerne ønsker resultater som grundlag for en yderligere stigning i aktiekursen.

Muligheder

Vi ser mange interessante muligheder i selskabet, hvilket især er knyttet til logistikvirksomheden MAG45 samt det etablerede netværk af nye samarbejdspartnere. Her foreligger der virkelig store muligheder for at udvide forretningsomfanget og ændre Solar til en stilling som en intelligent partner og leverandør af tekniske komponenter.

Trusler

Som en konjunkturfølsom virksomhed er den største trussel, at det igangværende opsving i økonomien i Nordvesteuropa ikke viser sig holdbart. Afhængigheden af byggesektoren er fortsat stor, og efter et opsving kommer der jo før eller siden en konjunkturedgang. Spørgsmålet er, hvor lang tid opsvinget varer, og hvor i faseforløbet Solar selv befinder sig? Indtjeningen er for lav henset til styrken i det aktuelle opsving. Prispres udgør hele tiden en trussel og et låg for indtjeningens udvikling i opadgående retning.

Regnskabstal

Mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Omsætning	12.201	10.463	10.252	10.587	11.072	11.800
EBITA	263	225	117	296	278	285
EBIT	198	160	-73	249	222	210
Resultat før skat	156	106	-122	201	188	260
Nettoresultat	117	21	-234	167	125	195
Balance	5.724	4.961	4.574	4.671	4.506	5.000
Nettogæld	559	316	302	-184	43	700
Immaterielle aktiver	603	524	339	333	475	485
Materielle anlægsaktiver	1.246	1.187	937	882	865	830
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	3.100
Res. pr. aktie DKK	15,0	2,8	-29,8	21,3	16,5	26,7
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	2,4
Egenkapitalforrentning %	5,4	1,0	NA	9,4	7,1	11,3
Egenkapitalandel %	38	43	38	39	37	36



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
16-08-2017	374	Hold	Køb
04-05-2017	400	Køb	Køb
20-02-2017	382	Køb	Køb
08-11-2016	350	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.