

Solar fastholder forventningerne til 2018, dvs. en organisk vækst på ca. 4 % og en forbedring af indtjeningen til 345 mio. kr. opgjort for EBITA

- I år faldt Påsken i Q1, hvilket medførte færre arbejdsdage end i samme kvartal året før. Korrigeret herfor opnåede Solar dog en organisk vækst på 4,4 %, hvilket ligger over markedets gennemsnit.
- EBITA-driftsresultatet endte tæt på uforandret i 66 mio. kr. Nettoresultatet endte på 81 mio. kr. svarende til 11,1 kr. i overskud pr. aktie.
- Overskudsgraden (EBITA) lå på 2,3 %, hvilket fortsat er et uacceptabelt lavt niveau.
- Solar har igangsat en række initiativer, der har til formål at sikre en høj kundeloyalitet med værdiskabende produkter og løsninger for koncernens kunder. Det skal sikre en højere vækst i salget end markedets gennemsnit. Desuden styres omkostningerne stramt.
- Strategimålet er at få EBITA i kerneforretningen, der udgør 95 % af koncernens salg, op på 4 % i 2020, hvilket næsten svarer til en fordobling. Målene for vækst og indtjening synes at være opnåelige.
- Set i dette lys forekommer Solar at være en god langsigtet investeringsmulighed, hvor risikoen samtidig kan betegnes som relativt lille. Balancen er solid, og aktiens børskurs rummer god value-for-money.
- Upside potentialet i aktiekursen kan derfor blive stort, hvis/når målet om en fordobling af overskudsgraden opnås i 2020.
- Solar er et selskab med stor afhængighed af udviklingen i byggeriet, der jo er kendt for at være en omskiftelig branche. For tiden går det godt. For at reducere afhængigheden af byggesektoren udvider Solar sit virkefelt til også at omfatte logistikopgaver, herunder drift af udvalgte kunders lageraktiviteter. Ideen om opbygning af et netværk af partnere med diverse værdiskabende tilbud til slutbrugeren forekommer både visionær og klog – men langsigtet. Diverse tilbud om uddannelse af kunderne, projektløsninger m.m. vil på sigt kunne gøre selskabet mindre konjunkturfølsomt.
- Vi fastholder køb af aktien på både kort og langt sigt. Aktien egner sig især til langsigtede investorer, der har tid (2020) til at vente på, at indtjeningen for alvor forbedres. P/E 2018 (395:28,8) kan estimeres til 13,7. Kurs/indre værdi er 1,7.

Aktuel Kurs: 395

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.884 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q2 regnskab den 09-08-2018



Selskabets forventninger til 2018

Efter præsentationen af Q1 regnskabet er selskabets forventninger til 2018 uændrede, dvs. et salg på 11,4 mia. kr. svarende til en organisk vækst på ca. 4 %. Udsigten for kerneforretningen er +3 %, mens såkaldt relateret forretning ventes at vokse kraftigt med ca. 25 %. EBITA estimeres til 345 mio. kr. Kerneforretningen skal bidrage med 365 mio. kr., mens der påregnes et underskud på relaterede forretninger på 20 mio. kr. Solar ser med optimisme på 2018, idet væksten i koncernen forventes at ligge på niveau med eller lidt over den generelle markedsudvikling.



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

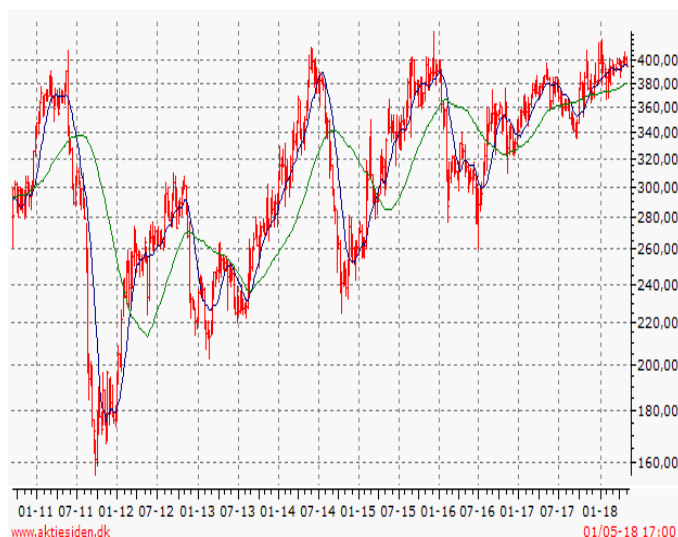
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 375-450 (uændret)

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

Tidligere anbefaling 19-02-2018 Kort/Lang: Køb / Køb v. 390

Kursgraf fra 2011 og til nu



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 430 / 344

Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas førende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationskomponenter samt relateret teknologi, herunder energieffektivisering, logistikløsninger, uddannelse m.m. Kerneforretningen varetager levering af produkter og services, ligesom der tilbydes hjælp med optimering af kundernes forretning med henblik på øget værdiskabelse.
- **Kerneforretningen** består af Solar Danmark, Solar Sverige, Solar Norge, Solar Nederland, Solar Polska og P/F Solar Føroyar. **Relateret forretning** omfatter MAG45 (logistik), Scandinavian Technology Institute (træning) og Solar Polaris (solenergi). Restgruppen benævnt "**Digital, construction & services**" består af en gruppe associerede selskaber med ejerskab i BIMobject (20,01 %), GenieBelt, Minuba, Viva Labs, Monterra og HomeBob, der er aktive inden for diverse digitale værktøjer.
- 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, herunder offshore og marine. Det tredje segment udgøres af diverse små, komplementære aktiviteter.
- 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 og herigennem tilføre den egentlige slutbruger værdi, der kommer alle parter til gode. Det sker via et højt serviceniveau, uddannelses tilbud, 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, der søger at komme ind via lavere priser. Rådgivning/service/uddannelse er vigtige salgsparemetre. Solar påtager sig også opgaver omkring drift af lagre og logistik på kundernes vegne.
- Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre suppleret af netværkspartnere med værdiskabende services. Salg via e-business vokser konstant og udgør over 50 % af omsætningen. Aktiviteten i de enkelte lande foregår via datterselskaber.
- Solar anvender et fælles IT-system Solar 8000 (SAP løsning), der sikrer ensartethed med hurtig og sikker levering af de ønskede varer plus en række generelle fordele såvel internt i driften som eksternt over for kunderne.
- Solar er afhængig af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren samt offshore olieindustrien. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industrifirmaer, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland og Polen. Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, mens omregningen af EUR er stabil og ikke giver nogen udfordringer.
- Ledelse: Jens Andersen (født 1968) er CEO (siden 08-10-2017), Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Jens Borum (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Koncernen beskæftigede pr. 31-03-2018 i alt 2.994 ansatte (2.864 pr. 31-03-2017).
- Ejerforhold pr. 31-03-2018 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London, 11,8 % (5,8 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,6 % (5,2 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,4 % (5,1 %) og Solar egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2017 i alt 3.672 aktionærer.

Solar's forretningsområder

I gennem flere år har Solar undergået en stor transformation med det klare formål at forbedre indtjeningsmarginerne. Forretningen består af tre delsegmenter: **Kerneforretningen**, **relateret forretning** og **Digital, construction & services**. Kerneforretningen er opdelt i Industri og Installation. Selskabets geografiske dækning omfatter Danmark (herunder Færøerne), Sverige, Norge, Holland og Polen. Danmark er det største og vigtigste marked fulgt af Holland og Sverige. De underskudsgivende aktiviteter i Tyskland, Østrig og Belgien er blevet frasolgt. Salget i Tyskland skete allerede i 2015, mens salgsaftalerne for Østrig og Belgien er gennemført i hhv. Q1 og Q2 i år.

Trods en reduceret geografisk dækning er det fortsat selskabets ambition, at kunne tilbyde kunderne værdiskabende løsninger på tværs af landegrænserne. Kræfterne koncentrerer uden behov for pleje af små spydspidser i nye lande. En fornuftig markedsandel er nødvendig for at give rentabel drift.

Kerneforretningen tegnede sig i Q1 for 95 % af salget, mens relateret forretning stod for 5 % af omsætningen. Kerneforretningen er "cash-cow'en", der bidrog med + 74 mio. kr. i EBITA-resultat. Installation er den vigtigste del af kerneforretningen. Relateret forretning viste et underskud på driften på 8 mio. kr. Denne del af forretningen udgøres af logistikfirmaet MAG45, Scandinavian Technology Institute og Solar Polaris. Der er store forventninger til MAG45 på sigt, men i Q1 udviklede denne del af forretningen sig ikke tilfredsstillende. Ledelsen har straks taget skridt for at genskabe lønsomheden, og det går fremad – om end langsomt.

Digital, construction & services er et nyt forretningsben, hvortil vi nærer store forventninger. Her drejer det sig om køb af ejerandele i en række "intelligente netværkspartnere", der kan tilføre Solar's kunder merværdi, samtidig med at man fremmer partnernes virksomhed (og da Solar er medejer, er det altså en rigtig win-win situation). Med denne form for netværkskonstellation udvider Solar sine tilbud om værdiskabende projekter og løsninger rettet mod kundekredsen. For at holde hånd i hanke med disse partnere og opnå udbredelse af de nye arbejdsmetoder investerer Solar selv penge i disse firmaer (ejerandel). Dermed understreger man en fælles interesse i succes.

Netværket består af BIMObject, GenieBelt, Minuba, Viva Labs, Monterra og HomeBob, der er aktive inden for diverse digitale værktøjer. I BIMObject er ejerandelen på 20,01 %. Vi finder ideen om opbygning af et professionelt krydsnetværk visionær. Via forholdsvis små investeringer udvider Solar sin produkt-pallete betydeligt til gavn for selskabets kunder, ligesom man indirekte kan tjene penge på at henvise egne kunder til netværkspartnerne. Denne strategiske satsning rummer en betydelig upside, selv om der først efter 2-3 års ejerskab kan forventes positive driftsresultater herfra. På kort sigt forventer Solar ikke at foretage yderligere netværksinvesteringer, og beløbsrammen er da også kun på 25 mio. kr. i perioden til og med 2020, hvilket fremgår af selskabets langsigtede finansielle strategi.

Forventningerne til 2018 fastholdes

Efter Q1 forventer Solar fortsat at kunne levere en organisk salgsvækst på 4 %, hvorved årets omsætning ventes at andrage 11,4 mia. kr. Guidance er baseret på en vækst i kerneforretningen på +3 % og hele 25 % i den relaterede forretning. Koncernens EBITA-resultat ventes at nå 345 mio. kr., hvilket dækker over +365 mio. kr. i kerneforretningen og et underskud på relateret forretning på -20 mio. kr. Koncernens omsætningsvækst forventes at ligge på niveau med eller lidt over den generelle udvikling i markedet.

I industri-segmentet venter Solar en positiv udvikling, hvilket også gælder for relateret forretning, herunder MAG45. I segmentet for Installation forventes vækst inden for nybyggeri og renovering i Danmark i andet halvår. I Sverige har der været et fald i de udstedte byggetilladelser i årets første kvartal, og Solar ser usikkerhed for dette land i resten af året. Alligevel venter man en vækst som i 2017 eller lidt over. De norske aktiviteter afhænger til en vis grad af udviklingen i olie- og offshore-industrien, men samlet venter Solar i år vækst i Norge inden for installation. Der meldes om en positiv udvikling i Holland i Q1, og tendensen ses fortsætte året ud. I Polen er der jf. ledelsen basis for betydelig vækst.

Q1 har udviklet sig på linje med forventningerne. I år faldt Påsken i Q1, men korrigeret herfor steg omsætningen på koncernbasis med 4,4 % mod 4,5 % i samme periode sidste år. Kerneforretningen voksede med 3,5 % og relateret forretning med 28,0 %. Bruttomarginalen faldt til 20,7 % fra 21,4 % i samme periode sidste år. Det skyldes blandt andet en ændring i det geografiske salgsmix. I positiv forstand faldt omkostningerne fra 524 til 505 mio. kr., hvoraf halvdelen dog skyldes valutakursudviklingen. EBITA endte på +74 mio. kr. i kerneforretningen, hvilket var uændret i forhold til sidste år. Relateret forretning fik et underskud på -8 mio. kr. mod -7 mio. kr. i samme periode sidste år. Her bidrog et uventet pres på marginerne i MAG45 negativt. Ledelsen har straks igangsat initiativer for at genskabe lønsomheden i MAG45.

Samlet kan det konkluderes, at 2018 er startet på linje med forventningerne. Så vidt vi kan vurdere forholdene, ses der dog et begyndende prispres på ejendomsmarkedet i både Sverige og Norge. Hvis dette tiltager i løbet af året, og renten samtidig begynder at stige i Europa, kan det lægge en dæmper på aktiviteten i nybyggeriet. Renoveringsopgaver burde derimod ikke blive berørt heraf.

De langsigtede mål frem til og med 2020

Det er selskabets mål at præstere en profitabel vækst over markedsgennemsnittet i kerneforretningen. Det var tilfældet i 2017 og i Q1 2018, hvorfor målet anses for opnåeligt. I den relaterede forretning skal salget vokse med mindst 15 % årligt frem til og med 2020. Sidste år var der tale om en vækst på 19 %, og i Q1 var væksten på 28 %. Så også dette mål synes realiserbart. EBITA-marginen skal i kerneforretningen stige til mindst 4 % i 2020 svarende til et afkast på mindst 15 % efter skat af den investerede kapital. Denne målsætning stemmer overens med de mål, som vi tidligere har sat for selskabets indtjening, og henset til de igangsatte initiativer burde det være muligt at opnå. Gælden skal holdes nede under et maksimum på 1,5-2,5 gange EBITDA. I 2017 var tallet på 1,4 x. Det er desuden et mål, at 35-45 % af overskuddet skal udloddes som udbytte.

Udviklingen i kerneforretningen skal opnås via tre strategiske komponenter:

- 1) Solar skal være kundernes foretrukne strategiske leverandør. Det søges opnået ved at tilbyde en udvidet produktpalet og koncepttilbud, som sikrer langsigtede kundeforhold via tilbud målrettet kundernes indkøbsbehov i hele forsyningskæden. Koncepttilbud muliggøres blandt andet via netværkspartnerne (totale løsninger). Som noget nyt er Solar Netto Light blevet udvidet til også at omfatte Sverige og Norge efter en succesfuld start i Danmark. Desuden vil man snart lancere et nyt koncept kaldet Solar Project på nøglemarkedene.
- 2) Solar vil desuden sætte ekstra fokus på industrikundernes behov for tværnationale løsninger, der er værdiskabende for kunderne. Det omfatter eksempelvis håndtering af logistikløsninger (lageropgaver) for kunderne. Det har allerede sikret Solar nye kunder og forlængelse af bestående aftaler. I Norge er der i Q1 blevet indgået aftale om lagerhåndtering for Glencore Nikkelverk i Kristiansand, ligesom en aftale med Maersk Oil & Gas (nu en del af Total) omkring levering af elektrisk udstyr og kabler er blevet udvidet.

- 3) Internt vil der løbende blive arbejdet på at opnå produktivetsforbedringer for at blive mere effektiv. Omkostningsstyring via tæt opfølgning skal sikre en forbedret rentabilitet.

Solar rustet sig til fremtiden i en konjunkturafhængig branche

Renten er lav, og der er god gang i byggeriet – dog med en (midlertidig?) opbremsning i Sverige. Dette miljø er godt for et konjunkturafhængigt selskab som Solar. Der er da også tale om en vækst på eller lidt over markedets gennemsnit, men indtjeningsmæssigt halter det fortsat. Overskudsgraden på 2,3 % (EBITA) er for lav. Det er ledelsen bevidst om, men resultaterne forbedres kun langsomt. En række initiativer er sat i gang, og vi ser potentiale for en fordobling af overskudsgraden, hvilket svarer til selskabets eget mål. Udfordringen er dog, om de gode tider slutter, inden indtjeningen for alvor er blevet bragt op i niveau hos Solar? Selskabet er nemlig meget afhængig af udviklingen i byggeriet, og her går det (endnu) godt. For at kompensere for en mulig nedgang i byggeriet har Solar udvidet forretningen med en række nye tiltag, der alle har som mål at tilbyde værdiskabende løsninger for kunderne, der søges fastholdt over tid med de rette produkter og løsninger på rette tid og sted. Prisen ønsker Solar ikke at konkurrere med som en decideret parameter, men det søges der kompenseret for med bedre service og tilbud om uddannelse af kunderne samt totalløsninger.

Solar's e-handelsløsning gør det nemt for kunden at bestille varer, og via Fast-box konceptet tilbydes levering i løbet af en time i en række store byer. Det sparer kunden tid og binding af penge i lagre. Logistik og drift af lagre er omkostningstungt for kunderne. Også på det punkt kan Solar levere løsninger, der er værdiskabende. Der er indgået store aftaler med en række industrivirksomheder, eksempelvis Maersk Oil & Gas (Total), Glencore Nikkelverk, Telenor og fibernetværk-selskabet Fibia. I forbindelse med industrikunder spiller logistik-firmaet MAG45 en vigtig rolle i relation til en effektiv logistik- og lagerdrift. MAG45 tager sig af det ofte store antal forskellige komponenter, som indgår med lav andel i det samlede vare-flow og samler denne del af ordrehåndteringen for en række kunder. Denne form for logistik kræver dygtig styring og mange kunder for at opnå rentabel stordrift. Ved at udvide MAG45-konceptet til flere lande kan man udnytte stordriftsfordelene. For MAG45 er der lagt en vækstplan, der følges, og som på sigt vil kunne skabe stor synergi og dermed indtjening.

Sidste år forlængede Solar en aftale med Statoil for yderligere seks år, ligesom der blev indgået en aftale om løsning af infrastrukturopgaver for Ørsted med en løbetid på 5 år. Solar optræder her som en vigtig og tæt tilknyttet partner.

Under navnet Solar Polaris tilbydes salg af solpaneler. Via den 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. Med 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 det helt hos den leverandør, som magter at klare det hele.

Netværksopbygningen rummer potentiale, men her er udfordringen - på kortest mulig tid - at skabe overskud på disse investeringer. Det går den rigtige vej. Fokuseringen på industrikundernes opgaver på tværs af landegrænserne er endnu et tiltag, der på sigt kan skabe stigende salg og indtjening.

Solar er kommet langt på vejen mod at fremstå som kundernes foretrukne samarbejdspartner inden for tekniske komponenter. Med totalløsninger gør Solar sig mere robust over for prispres. Den store transformationsproces er næsten færdig - om end man hele tiden skal tilpasse sig til kundernes ønsker og behov, hvilket er en fortsættende proces, som aldrig standser. Det har Solar vist sig i stand til.

Uanset at vi fortsat mangler et niveauskift med en klar forbedring af indtjeningsmarginerne, ser vi Solar som en attraktiv langsigtet købsmulighed med lav risiko og et pænt udbytteafkast. Der er momentum i forbedringsindsatsen, og resultaterne er derfor på vej.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

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

Svagheder

Indtjeningen er for lav, men ledelsen sigter mod at opnå 4 % i overskudsgrad (EBITA) i 2020, hvilket bør være et normalt niveau fremover. Solar er konjunkturafhængig og oplever pt. gode tider. Det er derfor vigtigt, at ledelsen formår at forbedre lønsomheden meget hurtigt, idet investorerne kræver voksende indtjening som grundlag for yderligere stigning i aktiekursen.

Muligheder

Vi ser mange interessante muligheder i selskabet, hvilket især knytter sig til logistikvirksomheden MAG45 og det nye netværk af nære samarbejdspartnere. Her er der virkelig store muligheder for at udvide forretningsomfanget og placere Solar i centrum som leverandør af tekniske komponenter i projekter på grundlag af samarbejdet i gruppen af intelligente partnere.

Trusler

Som en konjunkturfølsom virksomhed er den største trussel, at det igangværende opsving i økonomien i Nordvesteuropa ikke viser sig at være langtidsholdbart. Afhængigheden af byggesektoren er stor, og efter et opsving kommer der jo en ny konjunkturedgang.

Spørgsmålet er, hvor lang tid opsvinget varer, og hvor i faseforløbet Solar selv befinder sig? Indtjeningen er for lav set i forhold til styrken i det igangværende opsving. Prispressen udgør hele tiden en trussel og lægger et låg over indtjeningens udvikling i opadgående retning.

Regnskabstal

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	10.463	10.252	10.587	11.072	11.105	11.400
EBITA	225	117	296	278	295	345
EBIT	160	-73	249	222	126	265
Resultat før skat	106	-122	201	223	126	290
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	210
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4700
Nettogæld	316	302	-184	43	483	450
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	385
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	800
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1725
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2875
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	28,8
Udbytte i DKK	12,0	7,0	10,0	12,0	10,0	12,0
Indre værdi i DKK	271	219	234	231	218	236
EBITA/Omsætning %	1,4	1,1	2,8	2,5	2,7	3,0
Egenkapitalforrentning %	1,0	N/A	9,4	7,1	1,2	12,7
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	37



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
19-02-2018	390	Køb	Køb
01-11-2017	415	Hold	Køb
16-08-2017	374	Hold	Køb
04-05-2017	400	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.