

ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024

2024 bliver et år præget af negativ vækst i alle lande og segmenter, men med forventning om forbedring mod slutningen af året. De første tegn på bedring på det danske marked har vist sig i slutningen af Q1 og er fortsat ind i april. Solar fastholder derfor sin guidance for 2024 trods en ventet mat start på året.

- I første kvartal har Solar nået 24,2 % af årets forventede omsætning, men kun 14,7 % af årets forventede EBITDA. For at nå selskabets fastholdte Guidance for 2024 skal indtjeningen løftes betragteligt i resten af året.
- Mod slutningen af Q1 og videre ind i april nærmer de danske aktiviteter sig positiv vækst. Det er en vigtig årsag til, at Guidance kan opretholdes.
- Solar er et konjunkturafhængigt selskab med stor afhængighed af udviklingen i byggesektoren, der igen er afhængig af renteforholdene. Hvis ECB om en måneds tid sænker renten, kan det være startskuddet til bedre tider for byggeriet og dermed også Solar.
- Fra politisk side er der fastlagt krav til en kraftig reduktion i CO₂-udledningen. Målet nås kun ved etablering af solcellerparker, el-lade standere og øget brug af varmepumper. Solar sælger denne type af produkter.
- Det skal bemærkes, at udviklingen forløber på linje med selskabets egne forventninger. Det giver basis for at tro, at Solar når i mål med årets forventede salg på 12.500 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 600 mio. kr. I efterstående skema har vi dog estimeret et lidt lavere EBITDA-resultat.

AKTUEL KURS: 338,5

Børs: MidCap indekset

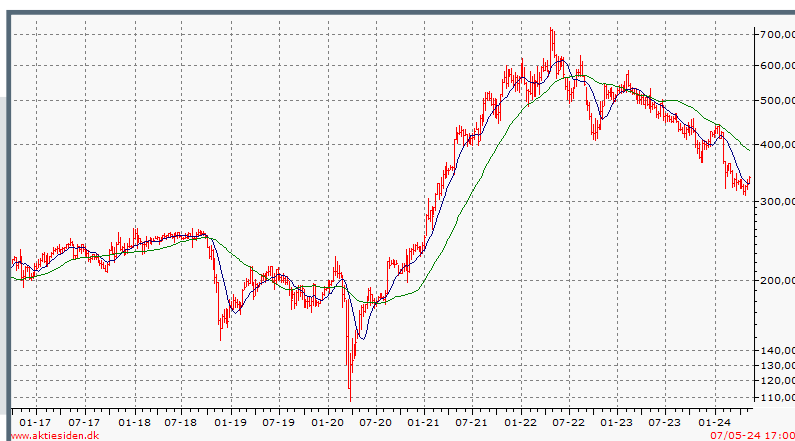
Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.491 mio. DKK

Antal aktier: 7,36 mio. styk (0,9 mio. A og 6,46 mio. B-aktier)

- Langsigtet (18-36 måneder) ser vi et stort potentiale i aktien. Indenfor denne tidsperiode er renten formentlig faldet med ca. 1,0 %, hvilket forventes at kick-starte byggesektoren.
- Solar er i vores optik en spændende case med gode udsigter for en flot kursfremgang. Risikoen betegner vi som værende lav, da aktiekursen allerede er faldet markant (27 % i år og 25 % i 2023). Som langsigtet investor med hang til kvalitet og tid til at vente på bedre tider, skal man næppe tøve for længe. Mange investorer har åbenbart fået øje på det langsigtede potentiale, idet antal aktionærer er steget med ca. 1.000 på bare tre måneder.
- Solar fører en aktionærvenlig udlokningspolitik, og et udbytte på 30 kr. for 2023 svarer til et afkast på 8,9 % målt på aktuel kurs. For 2024 vil udbyttet formentlig blive halveret, men 4,45 % i direkte udbytteafkast vil også være flot.

Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 560 / Lav 309



AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 335 – 400

Kursudvikling 12-18 mdr.: 400 – 450

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 450 - 600

Næste regnskab: Q2 regnskab 08-08-2024.

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.



Mat første kvartal men med tegn på bedre markedsforhold.

På linje med selskabets egne forventninger var der faldende aktivitet og indtjening i årets første kvartal, hvor omsætningen faldt med 15,4 % til 3.030 mio. kr. og EBITDA til 88 mio. kr. Nedgangen var bredt funderet i alle lande og segmenter, men påskens helligdage spillede også negativt ind. Salget lider fortsat under lav aktivitet i byggeriet. Specifikt ses reduceret efterspørgsel fra såvel privat- som erhvervskunder i relation til varmepumper. Det er værd at bemærke, at ThermoNova i Q1 har indgået nogle nye ordrer på store industrielle varmepumper i niveauet 25 mio. kr., og at man har en potentiel ordrebog på over 250 mio. kr. Interessen for køb af varmepumper er således til stede. Det er også værd at bemærke, at Solar melder om de første tegn på generelt øget kundeefterspørgsel mod slutningen af Q1 og videre ind i Q2. Solar Danmark har i april nærmet sig positive vækstrater som første marked. Det er på denne baggrund, at Solar fastholder sin guidance for året.

Solar er et konjunkturfølsomt selskab, da man er afhængig af udviklingen i byggesektoren og den generelle vækst på kernemarkederne. Usikkerheden for 2024 består i, hvor længe afmatningen i byggeriet varer. Byggeriet og dermed også Solar vil være presset på kort sigt, men langsigtet vil der jo igen komme gang i byggesektoren. Renteudviklingen har stor betydning for aktiviteten både hos Solar og hos selskabets kunder. De senere års rentestigninger i Europa har ført til, at en række byggeprojekter er blevet udskudt. Energipriserne har desuden stabiliseret sig, hvilket derfor ikke giver samme incitament hos private forbrugere og industrielle kunder for at investere i varmepumper. Mangel på tilskud til energiforbedringer spiller negativt ind.

Der er en udbredt tro på, at ECB sænker renten på mødet i juni, og at der efterfølgende kan komme flere rentelepser. Hvis det sker, kan det kick-starte byggesektoren og dermed også efterspørgslen efter Solars produkter. Politisk er der fremsat klare mål for, at CO2 emissionen skal reduceres inden 2030, og det vil øge efterspørgslen efter solceller, el-lade standere, varmepumper m.m.

Solar melder om de første tegn på forbedrede markedsforhold i slutningen af Q1, og denne tendens er styrket i april i Danmark. Det ændrer dog ikke de kortsigtede udsigter, idet Solar fortsat ser negativ vækst i alle tre forretningsben, men altså en tendens mod bedring i slutningen af året. En ventet forbedring må formodes at kunne fortsætte ind i 2025 og videre frem. Så trods en lidt mat udvikling i Q1 er der basis for et betragteligt opsving for Solar i de kommende år. Siden vores seneste analyse i februar er aktiekursen faldet fra 378,5 til nu 338,5. Af faldet skyldes 30 kr. udloppet udbytte, så reelt set er aktiekursen tæt på uforandret. Det vidner i vores optik om en aktie, der har ramt bunden. Hvor hurtigt der kommer opdrift i aktiekursen vil primært afhænge af renteudviklingen. Straks vi får den første rentesænkning i Europa vil det pege i retning af bedre tider for Solar. Selve opsvinget i salget kommer med en tidsmæssig forskydning, men aktiekursen vil sandsynligvis hurtigt reagere i positiv retning. Efter vores vurdering skal man derfor passe på med at vente for længe med køb af Solar, der langsigtet rummer value-for-money.

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

Solar forventer negativ vækst i alle tre kernesegmenter, men ser basis for en forbedring af markedsudsigterne mod slutningen af året. Omsætningen ventes organisk at falde med 5 % til 12.500 mio. kr. EBITDA ses falde efter nogle år med rekord til niveauet 600 mio. kr. svarende til en margin på 4,8 % og dermed under selskabets langsigtede mål på gennemsnitligt 6,0 %. Strategiplanen Solve har som mål at opnå en EBITDA-margin på over 6,0 % og en gearing på 1,0-3,0x i 2026.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024

Peer-group – sammenligning

Nibe Industrier er et svensk selskab, der sælger klimavenlige løsninger til energieffektivisering. Bortset fra at selskabet også sælger brændeovne, kan Nibe Industrier på mange områder sammenlignes med Solar, selvom Nibe Industrier med en børsværdi på ca. 96 mia. SEK og langt større end Solar. Nibe Industrier er også ramt en strukturel modgang med vigende salg af fx varmepumper. Kursmæssigt har de to aktier fulgt hinanden med fald år til dato på 24 % for Nibe Industrier og 27 % for Solar. Korrigeret for udbytte har Solar med et fald på 22 % dog klarer sig en anelse bedre end Nibe Industrier. Baseret på 2023-resultater og lukkekursen 31-12-2023 prifsatsættes Nibe Industrier til en P/E 29,9, mens Solar til sammenligning baseret på 2023 og lukkeprisen ultimo året ligger med en P/E på 9,8. Solar udlodder et markant højere udbytte end Nibe Industrier. Baseret på estimater for 2024 handler de to aktier til P/E 2024E på hhv. 36,1 for Nibe Industrier og 13,8 for Solar. Med denne sammenligning visualiseres det, at Solar umiddelbart virker som et langt bedre alternativ end Nibe Industrier.

Udviklingen i første kvartal

På koncernniveau faldt omsætningen med 15,4 %. Industrisegmentet faldt med 10 %, mens MAG45 imponerede med en vækst på over 6 %. Installationssegmentet faldt med 17 % primært som følge af faldende efterspørgsel efter varmepumper. Trade opnåede en negativ vækst på 22 %. Trods den vigende aktivitet i Q1 fastslår Solar, at man har opretholdt sin markedsandel i både industri- og installationsmarkedet. Kvartalets salg på 3.030 mio. kr. skal ses i forhold til 3.656 mio. kr. i samme kvartal året før.

Indtjeningen er naturligvis negativt påvirket af omsætningsnedgangen. Her skal det bemærkes, at konceptsalget har udviklet sig pænt, hvilket ventes at fortsætte resten af året. Bruttomarginen faldt fra 23,2 % til 20,7 %. 1,8 % af faldet kan dog henføres til engangspriceffekter, men derudover påvirkes bruttomarginen også negativt af et mindre favorabelt prismsix.

Solar indførte allerede sidste år en række mitigerende omkostningstiltag. Det har ført til et fald i driftsomkostningerne og lønninger på 28 mio. kr. Effektiv debitorstyring har holdt kundetab nede på 5 mio. kr. mod 7 mio. kr. i samme periode året før.

EBITDA-resultatet på 88 mio. kr. svarer til en margin på 2,9 %. Afskrivninger steg til 62 mio. kr. blandt andet som følge af øgede afskrivninger efter sammenlægning af lagre og automatisering heraf i Danmark og Holland. Lavere cost-base har ikke kunnet kompensere for salgsnedgangen, hvorfor kvartalet endte med et nettounderskud på 6 mio.

Afkast på investeret kapital var på 8,5 %. Nettogælden blev forbedret fra 1.530 til 1.450 mio. kr. svarende til faktor 2,1 mod EBITDA og dermed indenfor målet om 1,0-3,0x EBITDA. Pr. ultimo Q1 har Solar en uudnyttet kreditfacilitet på 743 mio. kr.

I april har Solar igangsat processen med salg af lagrene i Örebro og Halmstad. Salg forsøges timet, så det passer med, at man i slutningen af 2026 kan tage et nyt, stort, moderne lager i Kumla i brug. Et salg forventes at udløse en kapitalgevinst på ca. 100 mio. kr.

Strategiplanen Solve skal styrke indtjeningen til og med 2026.

Strategiperioden til og med 2026 har som mål om at styrke og fastholde kunderelationerne ved at tilbyde og udvikle værdiskabende løsninger, der bidrager til at løse kundernes behov på bæredygtig vis.

De finansielle mål er at opnå en EBITDA-margin på over 6 % i 2026 og at holde en gearing i intervallet 1,0-3,0x EBITDA.

Det vigtige i Solve strategien er at maksimere vækstpotentialet i Klima & Energi via mersalg af løsninger til blandt andet industrikunder. Rentabiliteten skal øges ved at anvende selskabets styrker til at komme tidligt ind i en samarbejdsproces med kunderne. Løsningsbaseret salg skal udvide samarbejdet med bestående kunder og tiltrække nye B2B-kunder.

De strategiske mål er at udvide forretningsomfanget for **Klima & Energi**, så andelen af koncernsalget i 2026 overstiger 15 %. Det skal ske ved at maksimere vækstpotentialet med fokus på salg af varmepumper, solpaneler, el-ladestandere og ventilations-



ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024

løsninger både til eksisterende og nye kunder. Sidste års køb af en ejerandel i ThermoNova har styrket Solar indenfor salg af varmepumper til industrikunder. Fokus på Klima & Energi segmentet skal bidrage til, at Solar når sit eget mål om at blive CO2 neutral, men også hjælpe kunderne i deres bæredygtige transformation.

Indenfor **Konceptsalg** vil Solar styrke sin position som en troværdig partner i en tidlig del af værdikæden ved at tilbyde logistikservices og rådgivning, der bidrager til en mere effektiv håndtering af kundernes daglige forretning. Det skal ske via de allerede forhåndenværende og mangeartede løsninger, der vil blive udvidet i takt med, at der opstår nye muligheder og/eller behov hos kunderne. Ved hele tiden at kunne tilbyde, hvad kunderne har brug for, fremstår Solar som den rigtige partner, der skal danne basis for mangeårige samarbejdsaftaler. En rød tråd i Solve strategien er, at der skal udbydes bæredygtige løsninger til gavn for kunderne, Solar og miljøet.

Løsningsbaseret salg skal bidrage til vækst og forbedret indtjening. Målet er, at salget skal stige og udgøre over 20 % af koncernsalget i 2026. Fokus er på salg af value-addedede løsninger, så kunderne knyttes tættere på Solar, hvor salg til nuværende tilfredse kunder skal danne basis for tilgang af nye kunder. Det skal ske ved at gøre brug af selskabets stærke kompetencer og viden på kerneområderne.

Solar vil i strategiperioden fortsætte arbejdet med at fremme diversiteten og kulturen for at fastholde, udvikle og tiltrække medarbejderne.

ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024



STYRKER

Solar siden etableringen i 1919 opbygget et stærkt brand som en troværdig partner, der tilbyder kunderne relevante og værdiskabende produkter og løsninger. I de seneste år har Solar investeret i digitale løsninger, der sikrer kunderne en nem bestillingsproces via webshops, og som samtidig giver Solar en række besparelser og effektiviseringer som følge af økonomistyring samt automatiserede lagerprocesser, der igen sikrer hurtig og fejlfri leverance til kunderne. Solar udvikler konstant nye og bedre kundeløsninger, hvilket knytter kunderne tæt på selskabet og sikrer mangeårige relationer. Internt er Solar toptrimmet efter år med store investeringer i digitaliseringsprocesser og lageroptimeringer, og Solar er derfor gearet til at få gavn af et opsving i byggesektoren og den grønne omstilling.

SVAGHEDER

Solar er afhængig af konjunkturerne. Det gælder både i relation til byggeriet og industrikunder. Salg af grønne løsninger (varmepumper og energioptimering) påvirkes i høj grad af udefrakommende forhold præget af, at kunderne har størst incitament til at investere i grønne løsninger, hvis der samtidig opnås statstilskud hertil, og det svinger fra tid til tid og fra land til land. Solar er derfor et selskab, der er afhængig af renteutviklingen samt væksten i selskabets kernelande i Europa.

MULIGHEDER

Via købet af en ejerandel af ThermoNova er der åbnet for et nyt marked med salg af store varmepumper til industrielt brug. Koncept- og løsningsbaseret salg skræddersyet til store industrikunder rummer upside for salg og indtjening. Det er fortsat muligt at effektivisere drift og lagerlogistik i flere af datterselskaberne. Med den lagte strategi med fokus på kunderne kan salg og indtjening blive løftet i takt med, at kunderne samler alle deres indkøb hos Solar.

TRUSLER

Afhængigheden af konjunkturerne i byggebranchen og industrien er den største trussel. Købet af en ejerandel i ThermoNova er behæftet med risiko, hvis markedet for store varmepumper til industrielt brug ikke slår an. Solar oplever konkurrence fra udenlandske lavprisudbydere. Det er derfor vigtigt, at kunderne forbliver villige til at betale en umiddelbar merpris for produkter og services, ved at de forstår, at det langsigtet betaler sig at samarbejde med Solar.

SENESTE ANALYSER

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling		
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 måneders sigt
12-02-2024	378,5	350-400	375-450	450-600
09-11-2023	410	400-450	450-500	500-650
17-08-2023	480	475-550	675-750	
08-05-2023	530	500-625	675-750	

OM SOLAR A/S

- Solar er en førende europæisk sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs samt klima- og energiløsninger med salg til segmenterne **installation, industri og handel**. Installation omfatter salg af produkter til installatører af el, varme og sanitet. Industri dækker over salg af komponenter mv. til produktions- og forsyningsvirksomheder, infrastruktur, offshore og marine samt logistikforretningen MAG45 og ThermoNova. Trade dækker B2B-salg, Solar Polaris og Højager Belysning.
- Solar har fokus på fire forretningsområder som underkategorier til installation, industri og handel: **Konceptsalg, Klima & Energi, Industri og Trade**.
- Kerneforretningen er centreret om produktsourcing med målrettede og værdiskabende tjenester, der optimerer kundernes drift. Det drejer sig om drift af lagre og logistik, konceptsalg, cross border løsninger til kunder med aktivitet i flere lande og TCO-konceptet (Total Cost of Ownership). Hovedsigtet er at være kundernes totalleverandør ved at tilbyde værdiskabende løsninger, der sikrer kunderne lavere udgift over tid. Desuden tilbydes en række energibesparende løsninger, der kan bidrage til at reducere kundernes CO2-aftryk. Dette segment er blevet styrket via sidste års køb af en ejerandel på 51 % af ThemoNova A/S, hvorved der tilbydes salg af varmepumper til store industrikunder.
- Salgsfordeling i 2023: Installation 56 %, Industri 35 % og Trade 9 %. Opdelt på produkter: el 73 %, varme og vvs 17 %, klima & energi 10 %. Konceptsalg udgjorde 23 % af sidste års omsætning. Geografisk fordelte salget sig i 2023 på Danmark 32 %, Holland 24 %, Sverige 19 %, Norge 15 %, Polen 3 % og øvrige 7 %.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Solar har et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og Holland samt et i Norge. Solar beskæftigede 2.932 ansatte pr. 31-03-2024 mod 3.085 på samme tid sidste år.
- Ledelse: CEO Jens Andersen (født 1968) og CFO Michael Jeppesen (født 1966).
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 31-03-2024 (stemmerettighed angivet i parentes): Fonden af 20. december, Vejen, 17,0% (60,5%) og Nordea Funds Ltd., Helsinki 10,4% (5,0%). Solar ejer egne aktier svarende til 0,8% af de udestående aktier. Pr.02-05-2024 ejer de ti største aktionærer 42 % af alle aktier, hvor man pr. samme dag har 11.857 aktionærer mod 10.864 pr. 08-02-2024 og ca. 8.100 ultimo 2022.
- Solar har i år udloddet 30 kr. i udbytte svarende til 219 mio. kr. eller 63 % af sidste års nettooverskud. Solar har en politik om mindst at udlodde 35 % af årets nettoresultat i udbytte. I de seneste tre år er der udloddet 1,3 mia. kr. i udbytte.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Jens E. Andersen
CEO



Michael H. Jeppesen
CFO



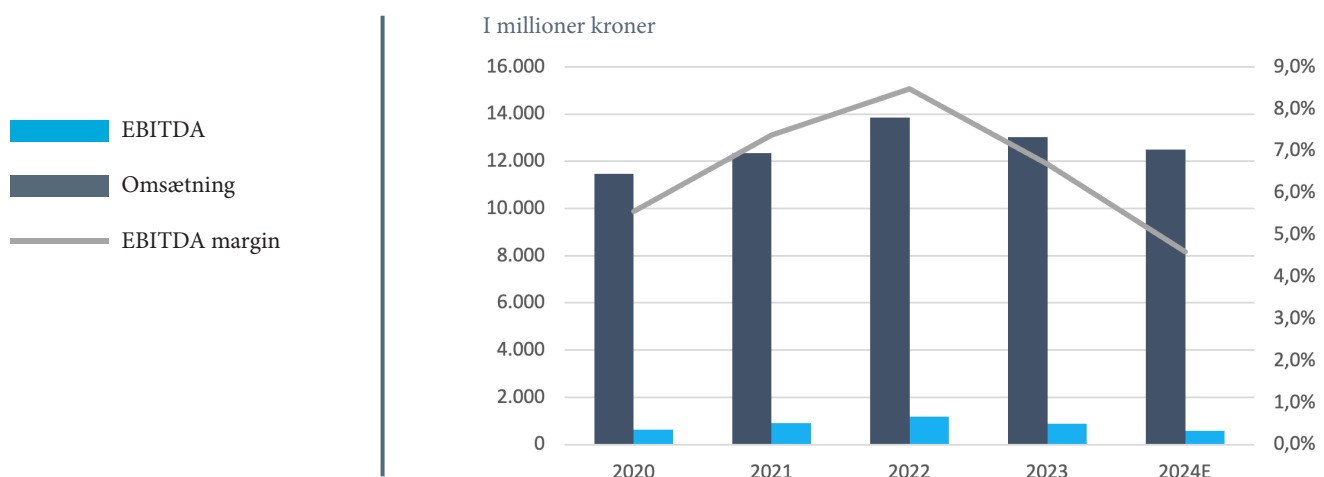
Michael Troensegaard Andersen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024



REGNSKABSTAL (TAL FOR 2024 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

Mio. kr.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	11.098	11.679	11.465	12.354	13.863	13.031	12.500
EBITDA	379	538	637	911	1.175	871	575
EBITA	327	360	455	727	978	648	400
EBIT	224	260	248	672	909	558	310
Resultat før skat	237	120	300	322	858	468	225
Nettoresultat	133	64	222	531	660	348	180
Balance	4.633	4.990	4.607	5.305	5.901	6.112	6.100
Nettogæld	461	921	128	-37	1.074	1.157	1.300
Egenkapital	1.638	1.592	1.696	1.952	1.931	1.982	1.800
Antal ansatte	2.941	3.039	2.935	2.908	3.019	3.036	3.000
Res. pr. aktie DKK	18,2	8,8	30	72,7	90,4	47,5	24,5
Udbytte i DKK	14	14	28	43	90	30	15
Indre værdi i DKK	224	218	232	265	262	265	245
EBITDA/omsætning %	3,4	4,6	5,6	7,4	8,5	6,7	4,6
EBITA/Omsætning %	2,9	3,1	4,0	5,9	7,1	5,0	3,2
Egenkapitalforrentning %	8,2	4,0	13,5	29,1	34,0	18,0	9,5
Egenkapitalandel %	35	32	37	36,8	32,7	31,6	29,5





ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q1-regnskab 2024

JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



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 fire gange årligt, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj 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.