

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

- Udfordringer i Sverige, Norge og i selskabet MAG45 har præget første halvår, hvor en god udvikling i Danmark, Holland og Polen dog alligevel har formået at sikre et acceptabelt resultat. Den organiske vækst og resultatudviklingen i første halvår er imidlertid lidt til den svage side, og væksten er betydeligt lavere end i samme periode sidste år.
- Overskudsgraden (EBITA) på 2,1 % ligger fortsat på et uacceptabelt lavt niveau og langt fra det ønskede langsigtede mål på 4,0 %.
- En række initiativer er sat i gang for at genskabe momentum i salget i Sverige og Norge. Samtidig samles stadig flere IT-opgaver i et fælles center i Polen, hvilket på sigt vil reducere omkostningerne og sikre større ensartethed i behandlingen af IT og data i koncernen.
- Målet er at sikre en høj kundeloyalitet med salg af værdiskabende produkter og løsninger for koncernens kunder, og på dette punkt går det godt. Det skal sikre en højere vækst i salget end markedets gennemsnit (højere markedsandel).
- Strategimålet er at få EBITA i kerneforretningen, der udgør over 90 % af koncernens salg, op på 4 % i 2020, hvilket næsten svarer til en fordobling. Målene for vækst og indtjening synes at være opnåelige.
- Den største risiko ser vi i relation til byggesektoren, der for tiden nyder godt af lave renter og høj aktivitet. De første advarselssignaler om mulig afdæmpning af ejendomsmarkedet er dukket op i Sverige.
- For at reducere afhængigheden byggesektoren udvider Solar sit virkefelt inden for logistik- og lageraktiviteter (Industri). Tilbud om uddannelse af kunderne, projektløsninger m.m. vil på sigt gøre selskabet mindre konjunkturafhængigt.
- Risikoen i aktien forekommer at være begrænset, idet balancen er solid. Aktiens børskurs rummer god value-for-money.
- Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort, hvis/når målet om en fordobling af overskudsgraden opnås i 2020.
- Vi fastholder køb af aktien på både kort og langt sigt. Aktien egner sig primært til langsigtede investorer.

Aktuel Kurs: 400

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.920 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q3 regnskab den 01-11-2018



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

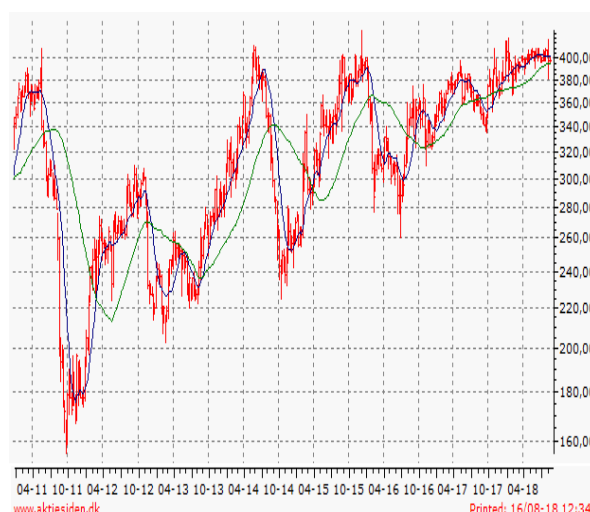
Langt sigt: Køb (uændret)

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

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

Tidligere anbefaling 02-05-2018 Kort/Lang: Køb / Køb v. 395

Kursgraf fra 2011 og til nu



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



Selskabets forventninger til 2018

Guidance fastholdes efter Q2, dvs. et salg på ca. 11,4 mia. kr. svarende til en organisk vækst på ca. 4 %. Kerneforretningen ventes at vokse med ca. 3 % (på niveau med eller lidt under markedet) og relateret forretning med ca. +25 %. EBITA ventes fortsat at lande på 345 mio. kr., men fordelingen ændres, idet niveauet for kerneforretningen løftes fra 365 til 375 mio. kr., mens niveauet omvendt sænkes fra -20 til -30 mio. kr. i den relaterede nye forretning. Guidance forudsætter en gunstig valutaudvikling, idet de nuværende valutakurser vil påvirke salget negativt med 100 mio. kr. og EBITA med ca. 4 mio. kr.

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 (17,4 %), GenieBelt, Minuba, Viva Labs, Monterra og HomeBob, der er aktive inden for brug af avancerede digital teknologi.
- 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, så Solar hele tiden kan opfylde kundens skiftende ønsker og behov og herigennem tilføre den egentlige slutbrugerkunde værdi. Det sker via et højt serviceniveau, uddannelsesstilbud, 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 centralagare suppleret af netværkspartnere med værdiskabende services. Salg via e-business stiger løbende i omfang.
- 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. 30-06-2018 i alt 3.001 ansatte (2.882 pr. 30-06-2017).
- Ejerforhold pr. 30-06-2018 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Vejen, 16,0 % (58,1 %), RWC Asset Management LLP, London, 11,9 % (5,8 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,6 % (5,2 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,2 % (under 5,0 %) og Solar egne aktier 5,8 % (2,8 %). Solar havde ultimo 2017 i alt 3.672 aktionærer.

Udfordringer i H1 og især i Q2, men Guidance fastholdes

Solar fastholder forventningerne til 2018, selv om første halvår har budt på en del udfordringer. Initiativer er igangsat for at sikre en god afslutning på året (og fremover), men flere forhold skal gå Solar's vej, for at opfylde målene om et salg på ca. 11,4 mia. kr. (organisk vækst på ca. 4 %) og et EBITA-resultat på 345 mio. kr. Den organiske vækst i H1 og i særdeleshed i Q2 har nemlig været lav med hhv. +3,1 % og +1,6 %. EBITA var i H1 på 118 mio. kr. (uændret i forhold til samme periode sidste år). Der meldes om negativ vækst i Q2 på markederne i Sverige og Norge, mens Danmark og især Holland og Polen udvikler sig flot. Nedgangen i Sverige forklares med den ændrede salgsorganisation (igangsat i starten af Q3 2017) og tab af en mindre kunde. Udfordringerne i Norge skyldes tabet af en indkøbsorganisation som kunde. For både Sverige og Norge er der desuden sket en opbremsning i aktiviteten i byggesektoren. I Sverige synes momentum dog nu igen at være for opadgående, hvorfor Solar har begrundet tro på, at væksten igen tager til i styrke i Sverige i andet halvår.

Logistikvirksomheden MAG45 er blevet ramt af en uventet nedgang i indtjeningsmarginen. Øvrig relateret forretning oplevede i Q2 et lavere salg i Scandinavian Technology Institute og Solar Polaris end forventet, hvilket straks har ført til omstruktureringer og dermed ekstraordinære udgifter i Q2.

Ledelsen har også igangsat initiativer for at genskabe væksten i Sverige og Norge samt forbedre indtjeningen i MAG45 og øvrige relaterede forretninger. Heldigvis udvikler forretningen sig flot i Danmark, Holland og Polen.

Valutarisk er Solar belastet af lav værdi på SEK, NOK og PLN. Derfor anføres det i regnskabet, at uændrede valutakurser i resten af året vil føre til et fald i salget omregnet til DKK på ca. 100 mio. kr., og at det i så fald vil have en negativ indvirkning på 4 mio. kr. på EBITA.

Vi har tiltro til, at ledelsens igangsatte initiativer for at forbedre indtjeningsmarginalen og genskabe væksten vil bære frugt, således at H2 kan udvikle sig på linje med selskabets egne forventninger. Mange ydre faktorer skal dog gå Solar's vej for at det hele lykkes.

Fremadrettede besparelser og muligheder

I weekenden 16-17. juni implementeredes SAP eWM (extended Warehouse Management) programmet på det centrale varelager i Halmstad i Sverige. Det erstatter det tidligere anvendte SGS-system. Der var kun tale om mindre udfordringer ved denne omlægning, der har til formål at forbedre lagerhåndteringen og gøre Solar bedre i stand til at udvikle sin forretning og skabe merværdi for kunderne. SAP eWM-systemet vil løbende blive integreret på andre centrale varelagre. IT-optimering er en vigtig faktor for at gøre Solar til kundernes foretrukne samarbejdspartner. Solar har over de senere år indført IT-systemet Solar 8000 (SAP løsning) i hele koncernen, hvilket 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. Digitaliseringen og IT-optimeringen fortsætter løbende.

Solar har et fælles IT-service center i Polen, der varetager opgaver med håndtering af finans, skat, Risk Management, IT og Master Data. Nyeste tiltag er, at Material Planning i Danmark i Q2 er blevet flyttet til Polen. Næste skridt er at flytte Material Planning i Sverige, Norge og Holland til Polen. Solar opnår en række fordele ved at samle IT-aktiviteterne på et fælles kontor i Polen: 1) Ensartethed i koncernen. 2) Forbedret proceshåndtering. 3) Hurtigere uddannelse af medarbejdere og varetagelse af opgaver. 4) Besparelser. Hensigten er at flytte 40 medarbejdere fra lande med højere lønninger end i Polen. Sammenlægningen af IT-opgaver er en vigtig del af selskabets langsigtede strategiske plan.

Solar fortsætter med at fokusere på industrisegmentet med aktiviteter på tværs af landegrænserne, herunder varetagelse af lagerfunktioner for store kunder. Der er her tale om løsning af stærkt værdiskabende opgaver for disse kunder, og området er i vækst. I regnskabet fremhæver Solar et eksempel på denne service med Danish Crown, der er en af selskabets ældste kunder. Alle Danish Crowns fabrikker i Danmark, Sverige og Polen vil fremover gøre brug af Solar som sourcing- og service partner. Intentionen er at udbygge samarbejdet til at omfatte eksempelvis lager- og logistikservices. Det vil reducere Danish Crowns udgifter og er altså et glimrende eksempel på, at Solar er i stand til at tilføre kunderne værdiskabende løsninger.

Relateret forretning og Digital, construction & services har stort potentiale

Igennem 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 fortsat "cash-cow'en", idet der – helt som forventet – fortsat er underskud i de nyeste aktiviteter, der udgør en målrettet investering i fremtiden. Relateret forretning udgøres af logistikfirmaet MAG45, Scandinavian Technology Institute og Solar Polaris. Der er store forventninger til MAG45 på sigt, hvor man dels skal videreudvikle forretningen og dels forbedre lønsomheden.

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 disse partners virksomhed. Da Solar er medejer, er det 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 hank med partnerne og opnå udbredelse af de nye arbejdsmetoder investerer Solar selv penge i disse firmaer i ejerandele. 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 faldet fra 20,01 % til 17,4 % efter en gennemført kapitaludvidelse i dette børsnoterede selskab. Værdien af denne investering svinger fra kvartal til kvartal på grund af børskursen, hvilket løbende fører til op- og nedskrivning via finansposterne.

Vi finder ideen om opbygning af et professionelt, krydsorienteret netværk 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 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. for tiden til og med 2020, hvilket fremgår af selskabets langsigtede finansielle strategi.

De langsigtede mål frem til og med 2020

Det er selskabets mål at præstere en profitabel vækst over markedsgennemsnittet i kerneforretningen. Den relaterede forretning skal udvise vækstrater på mindst 15 % årligt frem til og med 2020. EBITA-marginen skal i kerneforretningen stige til mindst 4 % i 2020 svarende til et afkast på mindst 15 % efter skat af den investerede kapital. Det er et langt sejt træk, og desværre ligger udviklingen i H1 med 2,1 % for EBITA betydeligt under det langsigtede mål. Gælden skal holdes på et maksimum på 1,5-2,5 gange EBITDA. I H1 var tallet 1,9 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 nøglemarkederne.
- 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 store kunder. På dette område er der allerede indgået en række spændende aftaler. Man optræder dermed som en betroet partner i sit forhold til kunden.
- 3) Internt vil der løbende blive arbejdet på at opnå produktivitetsforbedringer for at blive endnu mere effektiv. Omkostningsstyring med tæt opfølgning skal sikre en forbedret rentabilitet.

Solar rummer value for money

Solar er afhængig af udviklingen i byggeriet. Renten er lav, og der er god gang i byggeriet. Udfordringen er nu, hvor længe de gode tider for byggesektoren vil fortsætte? For at kompensere for en mulig opbremsning/nedgang i byggeriet har Solar udvidet forretningen med en række nye værdiskabende kundeløsninger, der skal fastholde kunderne og reducere priskonkurrencen. Prisen ønsker Solar nemlig ikke at konkurrere på som en decideret parameter, men det søges der kompenseret for med bedre service i form af høj kvalitet 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, og her oplever Solar fremgang. Stadig flere store og mellemstore kunder kan se fordele i at outsource disse opgaver til en professionel aktør som Solar. 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 ved at samle denne del af input for en række kunder. Denne form for logistik kræver dygtig styring og mange kunder for at opnå stordriftsfordele.

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 tværgående leveringskoncept 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 alle ordrer hos Solar, der kan klare det hele. Netværksopbygningen rummer potentiale, men investeringerne bliver ikke profitable før efter 2-3 år efter købet. Fokusering på industrikundernes opgaver på tværs af landegrænserne er endnu et tiltag, der på sigt kan skabe stigende salg og indtjening.

Uanset at vi fortsat mangler et niveauskift i indtjeningen med en klar forbedring af EBITA-marginen, ser vi Solar som en attraktiv langsigtet købsmulighed med lav risiko og udsigt til et pænt udbytteafkast. Det går langsomt den rette 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 tættere til kunderne med værdiskabende totalløsninger, hvilket opvejer prispresset fra konkurrenterne. Fokus er lagt på kerneforretningen, der er cash-genererende 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, og 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 for selskabet, hvilket især knytter sig til logistikvirksomheden MAG45, det nye netværk af nære samarbejdspartnere og løsning af tværnationale opgaver for kunder. Der er 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 fortsat 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. Prispress 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	285
Nettoresultat	21	-234	167	125	19	195
Balance	4.961	4.574	4.671	4.506	4.717	4700
Nettogæld	316	302	-184	43	483	550
Immaterielle aktiver	524	339	333	475	445	410
Materielle anlægsaktiver	1.187	937	882	865	814	800
Egenkapital	2.138	1.732	1.831	1.683	1.591	1700
Antal ansatte	3.333	2.898	2.871	3.032	2.901	2950
Res. pr. aktie DKK	2,8	-29,9	21,3	16,5	2,6	26,7
Udbytte i DKK	12,0	7,0	10,0	12,0	10,0	12,0
Indre værdi i DKK	271	219	234	231	218	233
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	11,9
Egenkapitalandel %	43	38	39	37	34	36



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
02-05-2018	395	Køb	Køb
19-02-2018	390	Køb	Køb
01-11-2017	415	Hold	Køb
16-08-2017	374	Hold	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.