

Trods en skuffende kursudvikling siden seneste analyse den 16-08-2016 fastholdes køb af Solar:

- Q3 regnskabet viste en organisk vækst på 3,1 % men en let skuffende indtjeningsudvikling. En del af årsagen hertil er årets opkøb af selskaber, der skal styrke selskabets logistik-, uddannelses- og digitaliseringsproces.
- Alligevel fastholder ledelsen prognosen for EBITA (tæt på uforandret i forhold til 2015), mens afsætningen nu ventes at nå 11 mia. kr. mod før 10,9 mia. kr.
- Konjunkturmæssigt er Solars kunder pressede af lav byggeaktivitet og faldet i olieprisen (Offshore/Marine). Solar og dets kunder befinder sig efter vores vurdering nær et konjunkturmæssigt bundpunkt i cyklussen, hvorfor der er langt mere Upside end Downside risk. Opturen er dog gang på gang blevet skudt længere ud i fremtiden.
- Solar har bevist evne til at tilpasse sig. Trods snart 100 år på bagen (etableret i 1919) er selskabet i front IT-mæssigt. Det fælles IT-system Solar 8000 er fuldt implementeret, hvilket har bidraget til, at halvdelen af salget nu sker via e-handel. Næste skridt er at udvikle sig i digitaliseringsprocessen for dermed at tilføre kunderne værdi. Man knytter sig tættere til kunderne med henblik på etablering af langvarige kundeforhold, hvor service, uddannelse m.m. vægter mere end prisen. Prismæssigt er det nemlig vanskeligt for Solar at konkurrere med visse udenlandske aktører på alle varer, alle steder. Strategien med at satse på service og sourcing forekommer velovervejnet men også nødvendig.
- Den rentebærende gæld ligger på 1,4x EBITDA og dermed lidt under målsætningen på 1,5-2,5x. Finansielt har man kræfter til at foretage nye opkøb, hvis det rette tilbud viser sig. Opkøb og/eller investeringer som minoritetsaktionær i udvalgte selskaber med nye metoder er en del af ledelsens strategi for at fastholde positionen som en ledende aktør.
- Udsigten for 2017 og videre frem forekommer positiv med mulighed for et forsinket skub fremad ved et moderat opsving.
- Vi anser Solar for at være en god langsigtet placeringsmulighed. Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort. Vi skønner, at der på 3-4 års sigt er basis for en fordobling af overskudsgraden og en pæn stigning i omsætningen. Tidspunktet for Take-off udskydes dog gang på gang af den vedholdende, skuffende lave vækst i økonomien i de lande, hvortil Solar sælger.

Aktuel Kurs: 350

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.555 mio. DKK

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

Næste regnskab: Årsregnskab den 10-02-2017



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

For 2016 ventes nu en omsætning på 11,0 mia. kr. mod før 10,9. EBITA forventes fortsat at nå samme niveau som i 2015 (justeret for særlige poster), dvs. 287 mio. kr. Forbedring indefra via udnyttelse af IT og effektivisering er fortsat linjen.



Muligheder

Kunderne og dermed Solar som leverandør befinder sig i en konjunkturmæssig bundcyklus. Det giver mulighed for betydelig fremgang i såvel salg som indtjening, når der igen kommer gang i den økonomiske vækst i Nordvesteuropa. IT-mæssigt har selskabet oprustet kraftigt, hvilket hurtigt har ført til et markant stigende salg via Internettet. Fokus på IT med digitalisering knytter kunderne tættere på selskabet, hvorved Solar opnår konkurrencemæssige fordele i en hård branche med lave marginer.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 325-400 (før 350-425)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 450-500 (før 450-550)

Tidligere anbefaling 16-08-16 Kort/Lang: Køb / Køb v. 378

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj / lav: 452 / 275

Risici

Rentabiliteten i branchen følger den økonomiske cyklus i Europa. Aktuelt er europæisk økonomi usikker med lav vækst (+1,0 %). Det er uvist, hvornår et egentligt og robust opsving i Europa for alvor vil tage fart. Konkurrencen er hård, og prispresset synes permanent. Ledelsen prøver at navigere uden om det via forbedret service. 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 priserne?

Facts om Solar

- Solar er en af Nordvesteuropas ledende sourcing- og servicevirksomheder inden for el-, vvs- og ventilationsteknologi. Kerneforretningen er sourcing af produkter og service samt optimering af kundernes forretning med henblik på værdiskabelse. Fokus er rettet mod et tættere forhold til den enkelte kunde, og rådgivning/uddannelse er vigtige salgsparametre. Serviceringen af kunderne sker via filialer og centrallagre. Salget foregår i stigende omfang via e-shops. 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.
- Koncernen beskæftigede pr. 30-09-2016 i alt 3.041 medarbejdere (2.871 ultimo 2015). Stigningen skyldes tilkøb.
- Solar er meget afhængig af konjunkturudviklingen i bygge- og industrisektoren. Kunderne omfatter installationsvirksomheder, entreprenører, håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder, offshore, marine mv. Lav oliepris presser salget til offshore- og marinekunder, der holder igen med investeringer som følge af det store fald i olieprisen siden sommeren 2014.
- Solar søger at knytte kunderne tættere til sig for at skabe varige relationer og for bedre at kunne opfylde kundernes skiftende ønsker og behov. Service, uddannelse, et stort produktudbud plus sikker og hurtig levering er derfor fokusområder. Det er hensigten, at såkaldte høj kvalitets- og totalløsninger skal give kunderne et incitament til at samle deres indkøb hos Solar frem for at benytte konkurrenter med lavere priser. Værdiskabelse hos kunderne er et kerneområde.
- Solar har hovedsæde i Vejen. Datterselskaber findes i Danmark, Færøerne, Sverige, Norge, Holland, Belgien, Polen og Østrig. Geografisk fordelte omsætningen i Q3 sig som følger: Danmark 28, Sverige 21, Norge 17, Benelux 23, Andre lande 11 %. Valutarisk har kursudviklingen på SEK, NOK og PLN betydning, mens omregningen af Euro-landene er stabil.
- Det fælles IT-system Solar 8000 (SAP løsning) er fuldt implementeret i koncernen. Investeringen på i alt ca. 400 mio. kr. forventes tjent tilbage i løbet af 5-6 år med afskrivning over samme tidsperiode.
- Ledelsen: Anders Wilhjelm (født 1966) er CEO, Michael Jeppesen (født 1966) er CFO, Hugo Dorph (født 1965) er CCO. Sidstnævnte er pr. 09-09-2016 indtrådt i direktionen.
- Ejerforhold pr. 30-09-2016 (i parentes vises stemmeretten i procent): Fonden af 20. december, Kolding 15,6 % (57,5 %), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 %), Nordea Funds Oy, Danish Branch 10,2 % (5,0 %), RWC Asset Management LLP, London 9,5% (4,7%) og Solar egne aktier 7,9 % (3,9 %).

Solar satser på digitalisering for at skabe værdi for kunderne – samt Solar selv

Den tidligere ledelse igangsatte for flere år siden projektet Solar 8000 (SAP-løsning) for derved at strømline koncernen IT-mæssigt. Implementeringen blev endeligt afsluttet sidste år, og den store investering på ca. 400 mio. kr. har allerede vist sig at være succesfuld. Solars e-handel udgør nemlig i dag ca. 50 % af koncernomsætningen. Solar 8000 sikrer ensartethed i hele koncernen på tværs af landegrænserne. En optimal IT- og lagerstyring bidrager til hurtig og sikker levering af præcis de komponenter, som kunderne bestiller via Internettet eller smartphones. Et nyt kundeservicesystem sikrer en hurtig opfølgning over for kunderne, mens det relativt nye Fastbox-koncept i flere lande sikrer en særdeles hurtig levering til kunderne. De behøver derfor ikke selv at opbygge lagre, men bestiller blot når der er behov for nye komponenter. Det skaber værdi for kunderne, der skal binde færre penge i lagre og samtidig kan undgå spild af tid (tab af produktion) i venten på de nødvendige komponenter.

Solar har foretaget en transformation, således at selskabet i dag fremstår som en moderne sourcing- og servicevirksomhed med tæt tilknytning til sine kunder. Værdiskabelse hos kunden skal flytte fokus fra prisen til service, uddannelse og sikker, hurtig levering.

Selv om der i de senere år er sket et markant strategiskifte ved indførelsen af Solar 8000 som kernepunkt og ændringen til at være en sourcing- og servicevirksomhed, så er processen først lige begyndt jf. selskabet selv. For at sikre Solar en førende plads, som kundernes foretrukne samarbejdspartner, ansatte Solar i juni 2014 Hugo Dorph som kommerciel direktør med henblik på videreudvikling af digitaliseringen.

E-handelsdelens omfang er steget til ca. 50 % af omsætningen, men Solar sætter yderligere skub i processen ved at styrke IT-delen. Tidligere i år købte Solar den hollandske logistikvirksomhed MAG45, der er specialiseret i håndtering af tekniske komponenter til industrisegmentet. 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. Målsætningen er derfor at udvide MAG45-konceptet til flere lande for at opnå yderligere stordriftsfordele (gevinst via større indkøb).

Solar har i år desuden valgt at opruste sig på uddannelsesfronten ved at tilføje ekspertkompetencer og uddannelsesværktøjer til brug internt (medarbejderne) og eksternt (kunderne). Det er sket ved køb af den norske trænings- og konsulentvirksomhed Euro Business School (EBS), der i nær fremtid vil skifte navn til Scandinavian Technology Institute (STI). Med dette opkøb knytter Solar sig endnu tættere til sine kunder og vil styrke profilen som andet og mere end en ren handelsvirksomhed. Udover uddannelse skal sideeffekten være, at kunderne øger indkøbene hos Solar. Det er tænkt som en win-win strategi.

Digitaliseringsprocessen ændrer sig med stor hast. Det kræver stor fleksibilitet at innovere og udvikle sig, og hos Solar vil man ikke kun anvende interne ressourcer. Derfor har man i løbet af Q3 købt minoritetsandele i to softwaresekskaber, GenieBelt og Minuba. De to selskaber skal bidrage til at øge Solar-kundernes produktivitet og reducere omkostningerne. Begrebet Digital Construction Technology (Con-Tech) vokser hurtigt i omfang, og Solar ser en fordel i at knytte sig til de to nævnte selskaber med forholdsvis små investeringer, idet samarbejdet skal virke begge veje. Jf. regnskabet vil Con-Tech ændre værdiskabelsen. Det gælder om at være med fremme i denne proces, og nye investeringer i de bedste virksomheder i Con-Tech stilles i udsigt.

Det er dyrt men nødvendigt at tilpasse sig i forhold til de nye trends. I sidste ende forventer ledelsen i Solar selvfølgelig, at investeringerne vil betale sig tilbage i form af langvarige kundeforhold baseret på høj kvalitet, sikker og hurtig levering, uddannelse og i mindre grad med fokus på prisen. Vi finder selskabets fokusering på IT og digitalisering nødvendig, og det skal bidrage til, at Solar over tid vil kunne fastholde sin ledende position som en sourcing- og servicevirksomhed.

Tilpasning er nødvendig i et vanskeligt marked

Som virksomhed er Solar afhængig af udviklingen i bygge- og industrisektoren i de lande, hvor man er repræsenteret. Økonomisk sløvhed med lav byggeaktivitet præger fortsat Europa og dermed Solars kernemarkeder. Det ses også i regnskabstallene for Q3 og de første 9 måneder af 2016. Salget voksede godt nok organisk med 3,1 % i Q3, men faldt en anelse for 9 måneders perioden. Indtjeningen opgjort på EBITA for Q3 ligger lidt under det forventede. Selv om Solar ikke ser nævneværdige ændringer i den resterende del af året, så hæves prognosen for årets salg marginalt fra 10,9 mia. kr. til 11,0 mia. kr. EBITA ventes uændret at lande på niveau med 2015, dvs. 287 mio. kr.

Q3 har budt på en fremgang på 10 % i salget i Danmark, men stigningen er primært sket ved salg af produkter med lave marginer. Norge er fortsat presset som følge af lav aktivitet i Offshore-sektoren på grund af de stadig lave oliepriser. Det store datterselskab i Holland mangler vækst, ligesom der har været en overraskende nedgang i aktiviteten på det relativt lille marked i Polen.

Henset til de udfordringer en stor del af selskabets kunder har, er status quo i forhold til 2015 faktisk flot. Internt tilpasser man sig fortsat i denne afventende periode, indtil der igen kommer bedre tider for byggeriet og oliesektoren. Satsningen på øget digitalisering via opkøb belaster regnskabet på kort sigt, men på den lange bane er vi fortsat overbeviste om, at Solar er på rette vej. Det er dyrt at investere i fremtiden – men det er nødvendigt. Solar vil fremstå styrket, når der igen kommer et opsving med varig vækst i Nordvesteuropa. I midlertid kan det godt trække ud i endnu nogle år, og det har mange investorer ikke tid til at vente på.

Solar er langsigtet kvalitet til en fornuftig pris

Solar må givetvis acceptere endnu et par år med lav vækst i Nordvesteuropa. Set i dette perspektiv er det des klogere, at man anvender de hårde tider til at fremtidssikre sig. Via de mange tilbud om service i høj kvalitet, uddannelse, hurtig og præcis levering m.m. knytter man kunderne tæt til sig. Man konkurrerer ikke hårdt på prisen men i stedet på serviceaspekterne. Mange kunder er da også villige til at betale lidt mere, når der følger en masse værdiskabende ting med i købet. Det er det, som Solar satser på. Satsningen koster på den korte bane, men pengene til innovation er givetvis givet godt ud, og Solar har råd til at vente på bedre tider. Det er vores opfattelse, at selskabet kan se frem til et boom i efterspørgslen og dermed også indtjeningen, når der igen kommer gang i væksten i Nordvesteuropa. En bedring er dog ikke nært forestående.

Vi anser fortsat Solar for at være en god langsigtet placeringsmulighed for investorer, der ønsker lav risiko henset til selskabets stærke kapitalgrundlag. Upside potentialet i aktiekursen kan blive stort – men det vil kræve et robust økonomisk opsving som grundlag. Vi ser fortsat mulighed for en fordobling af overskudsgraden (EBITA) fra de nuværende 2,2 %, idet indtjeningen i år er opnået ved stagnerende omsætning og en negativ belastning fra årets tilkøb. Uagtet at vi gerne vil se en højere overskudsgrad, så vil vi betegne niveauet som

acceptabelt henset til de vanskelige afsætningsforhold. Her indebærer IT-udviklingen jo øgede krav fra kundernes side (fordele for disse), da de let kan sammenligne tilbud på komponenter fra forskellige leverandører.

Over tid vil effektivisering med stadig mere selvbetjening fra kundernes side kunne føre til en markant forbedring af indtjeningen. I handel er man altid hurtig til at tage nye metoder i brug. Kapitalmæssigt står Solar fortsat stærkt med en lav gearing (men stigende på grund af opkøb, køb af egne aktier og udbyttebetaling) på 1,4x målt for den nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA.

Stagnation er perspektivet for indeværende år. Udsigten for 2017 og videre frem er imidlertid positiv med mulighed for et forsinket skub fremad fra et mindre økonomisk opsving. Nogen stor ketchup-effekt er der næppe udsigt til i de næste par år. Tilkøbene af industrilogistik i MAG45 og uddannelsesvirksomheden samt de indgåede strategiske samarbejder med to softwarevirksomheder er led i en langsigtet strategiplan, der på sigt bør kunne vise en positiv effekt. Men disse tiltag skal multipliceres i omfang for at give gevinst.

Aktiekursen afspejler efter vores opfattelse ikke det store potentiale for forbedring, som vi regner med vil blive udnyttet i løbet af de kommende 3-4 år. Konklusionen er uforandret langsigtet køb.

Regnskabstal

Mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	11.408	12.201	10.463	10.252	10.587	11.000
EBITA	291	263	225	117	296	285
EBIT	199	198	160	-73	249	230
Resultat før skat	146	156	106	-122	201	195
Nettoresultat	91	117	21	-234	167	140
Balance	5.398	5.724	4.961	4.574	4.671	4.600
Nettogæld	897	559	316	302	-184	500
Immaterielle aktiver	641	603	524	339	333	475
Materielle anlægsaktiver	1.261	1.246	1.187	937	882	860
Egenkapital	2.112	2.203	2.138	1.732	1.831	1.700
Antal ansatte	3.200	3.596	3.333	2.898	2.871	3.050
Res. pr. aktie DKK	12,0	15,0	2,8	-29,8	21,3	19
Udbytte i DKK	5,2	6,65	12,0	7,0	10,0	10
Indre værdi i DKK	267	270	271	219	234	233
EBITA/Omsætning %	2,5	2,2	1,4	1,1	2,8	2,6
Egenkapitalforrentning %	4,2	5,4	1,0	NA	9,4	7,9
Egenkapitalandel %	39	38	43	38	39	37

Angivelsen af nettogælden indebærer, at en positiv nettolikviditet fremstår med minus som fortegn.



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.