

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2024

Svagere salgsudvikling end forventet i 2024 men dog med første tegn på moderat bedring i fjerde kvartal. For 2025 guides en moderat organisk salgsvækst på 1-3 %. Indtjeningsmæssigt imponerede Solar med et EBIT-DA-resultat på 646 mio. kr. i 2024. Kursmæssigt blev 2024 et skuffende år for investorerne med et fald på 35,6 %. 2025 er begyndt med et fortsat kursfald.

- 2025 bliver ikke vendingens år til ny markant vækst for Solar. Det høje indtjeningsniveau fra både 2023 og 2024 kan heller ikke opretholdes. Dette skal dog ikke tages som udtryk for, at aktiekursen skal fortsætte sin nedtur. Faktum er nemlig, at meget negativt nu er indregnet i aktiekursen efter store kursfald i 2024 og videre ind i 2025. Aktien prisfastsættes til en P/E 2025E på 14,1, og det er lavt for en kvalitetsaktie som Solar.
- De finansielle mål i Solve strategien dækkende til og med 2026 er på et par punkter blevet sænket. Fx ventes EBIT-DA-marginen i 2026 nu at lande over 5 % mod før over 6 %. Solar fastholder dog målet på over 6 % på sigt. Det skal tages som udtryk for midlertidigt vanskelige markedsforhold, der over tid vil blive forbedret.
- Solar agerer proaktivt ved at indføre mitigerende tiltag for at kompensere for den lave vækst og let pres på indtjeningen som følge af stigende udgifter, herunder blandt andet til stigende lønninger. Vi hæfter os ved, at Solar taler om stigende kundetilfredshed som følge af iværksat tiltag om forbedret leveringservice. Tilfredse kunder er alfa og omega.
- I Europa kan vi glæde os over faldende rente, hvilket alt andet lige er til gavn for byggesektoren og dermed et af Solars kerneområder. Der er en gængs holdning i analytikerkrede om, at renten i Europa i år falder med 3 x 0,25 %. Det kan dog blive ændret, hvis inflationen i USA ikke bevæger sig i den rigtige retning. En række af Trumps planlagte tiltag vil virke inflationært, og vi kan næppe forvente en markant udvidelse

AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 250-300 (før 275-325)
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 300-350 (før 325-375)
 Kursudvikling 18-36 mdr.: 350-425 (før 375-425)
 Generalforsamling 14-03-2025
 Q1-regnskab den 09-05-2025

Kursudvikling de sidste 12 mdr.: Høj / lav: 396,5 / 260,5

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.

AKTUEL KURS: 279

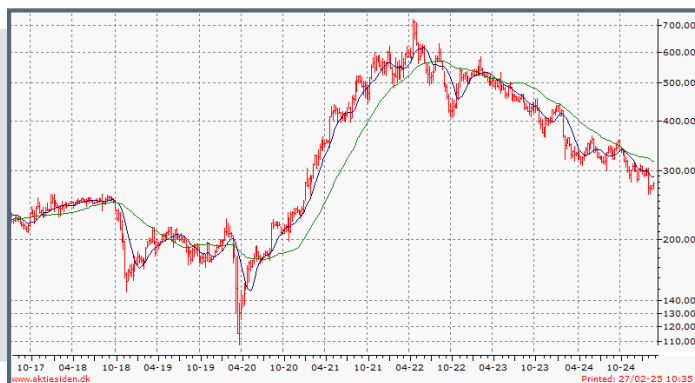
Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.053 mio. DKK

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

af rentespændet mellem USA og Europa. Der er således usikkerhed på rentefronten.

- Flertallet af verdens politikere bakker op om den grønne agenda. Det er vigtigt for Solar, der satser på at udvide salget af klima- og energirigtige løsninger. Også her er der dog usikkerhed, da USA trækker sig fra en række globale aftaler om CO2 nedbringelse. I værste fald trækker andre lande sig også fra de vedtagne mål, og det vil i så fald påvirke Solars salg af bæredygtige løsninger negativt.
- Det er i dette udfordrende miljø, at Solar skal agere. Vi er imponeret over indtjeningsniveauet i 2024, hvor Solar landede over selskabets eget mål. 2025 bliver formentlig et år med moderat vækst i salget, men vigende indtjening.
- Trods de mange udfordringer og usikkerheder er vi fortsat positive på aktien. Solar har i perioden 2020-2024 returneret 1,6 mia. kr. til aktionærerne i udbytter. For 2024 vil der blive udloddet 15 kr. pr. aktie svarende til et direkte udbytte på 5,4 %. Efter Aktieinfos vurdering bør man som investor holde fast og overveje supplerende køb i aktuelt kursniveau. Til nuværende kurs anser vi Solar for at være et godt langsigtet køb for investorer, der har tid og råd til at vente på bedre tider. De kommer – usikkerheden er blot hvornår.





Opsvinget på Solars kernemarkeder udviklede sig i 2024 langsommere end oprindeligt antaget og slog først igennem i Q4. Det førte sidste år til en nedjustering af salgsforventningerne, der samlet for året udviklede sig utilfredsstillende. Indtjeningen holdt dog et flot niveau.

Salget faldt organisk med 6,4 % til 12.223 mio. kr. Det er en del lavere, end hvad der blev meldt ud primo sidste år, hvor antagelsen var et salg på 12.500 mio. kr. Salgsnedgangen ramte bredt i alle segmenter og alle geografiske områder. Installation oplevede negativ vækst på 8,0 %, industrisalget faldt med 4,0 % og Trade med 6,3 %. På det positive område skal det fremhæves, at logistikaktiviteterne i MAG45 også sidste år skabte solid vækst, ligesom industrisegmentet oplevede vækst i Norge.

Estimatet for EBITDA blev igennem hele 2024 fastholdt på 600 mio. kr., men det rapporterede resultat endte på 646 mio. kr. Det stærke indtjeningsniveau er opnået som følge af en større positiv effekt end ventet fra nogle af sidste års indførte mitigerende tiltag på omkostningssiden, der omfatter afskedigelse af 137 ansatte svarende til 4,5 % af arbejdsstyrken. Dette har mere end kompenseret for overenskomstmæssige lønstigninger. Ekstraordinære udgifter til digitaliseringstiltag med positiv effekt over tid er også foretaget, herunder implementering af Auto Store i Norge, Holland og Danmark samt strategiske investeringer i Sverige. Når det nye lager i Kumla står klar i slutningen af 2026, bliver Auto Store også her indarbejdet, hvorved hele koncernen gør brug heraf.

Indtjeningen blev positivt påvirket af en engangsindtægt på 88 mio. kr. fra salgene af lagrene i Örebro i Sverige og Duiven i Holland. Disse frasalg sker som følge af beslutningen om at samle lagre i Holland i Alkmaar og til næste år ibrugtagningen af et nyt logistikcenter i Kumla i Sverige. Solar Polaris' afslutning af leverancer til en stor solcellepark på 70MW bidrog også positivt til indtjeningen. I modsat retning trækker beslutningen om at forbedre kvaliteten i Solars leveringservice, hvilket har medført stigende fragttudgift, der har belastet bruttomarginen negativt med 0,3 %-point. Den forbedrede leveringservice har imidlertid medført stigende kundetilfredshed.

Nettoreultatet endte på 148 mio. kr. Det er et markant fald fra 348 mio. kr. året før, men sammenligningsgrundlaget er misvisende, da 2023 blev et ekstraordinært godt år med meget store engangsindtægter. Henset til de vanskelige markedsforhold anser vi 2024-resultatet som acceptabelt. Afkast på investeret kapital på 8,3 % anses også for tilfredsstillende. Opgjort pr. aktie tjente Solar 20,68 kr., hvorved aktien prisfastsættes til en P/E 2024 på 14,5 baseret på ultimo kursen på 299,5.

Der stilles på kommende generalforsamling forslag om udlodning af et udbytte på 15 kr. svarende til 110 mio. kr. eller 72 % af sidste års udbytte. I perioden 2020-2024 har Solar samlet returneret 1.622 mio. kr. til aktionærene. Det må siges at være en meget aktionærvenlig politik.

Investorerne billiger altid fremgang i de børsnoterede virksomheder. Det har Solar ikke været i stand til at levere i 2024, hvor guidance for salget blev sænket en enkelt gang. I forvejen var udmeldt guidance udtryk for ventet negativ vækst. Kursmæssigt blev 2024 derfor en skuffelse, idet aktiekursen faldt fra 465 ved årets start til 299,5 ultimo 2024 svarende til et fald på 35,6 %.

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2025

Solar forventer moderat stigende salg i 2025 baseret på en forventning om vækst i nybyggeriet, let stigende efterspørgsel efter energibesparende løsninger samt moderat vækst i industri- og tradesegmenterne. På koncernbasis ventes en omsætning på 12,3-12,8 mia. kr. svarende til en organisk vækst på 1,0-3,0 %. Stigende lønninger og restruktureringsomkostninger vægter negativt på EBITDA, der ses lande i intervallet 530-600 mio. kr.

De finansielle mål fra strategiplanen Solve frem mod udgangen af 2026 er: EBITDA-marginen skal ligge over 5,0 % (før over 6,0 %) og fortsat med en gearing på 1,0-3,0x EBITDA. Klima & Energi segmentet ventes at udgøre en andel af koncernomsætningen på over 10 % ved udgangen af 2026 mod før over 15 %. Koncept-segmentet ventes at bidrage med over 0,5 %-point til bruttomarginen mod før over 0,7 %-point. Solutions salg ventes uændret at udgøre over 20 % af koncernomsætningen ved udgangen af 2026.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2024

Der er desværre ikke tegn på en hurtig genrejsning i 2025, idet den nye guidance om et salg på 12,3-12,8 mia. kr. kun afspejler en vækst på 1-3 % og et noget lavere EBITDA end i 2024 med 530-600 mio. kr. som niveau. I omstående skema estimerer Aktieinfo, at EBITDA-lander i øvre ende af udmeldt interval. Baseret på Aktieinfos estimat for 2025 kan der ventes et fald i resultat pr. aktie til 19 kr., hvorved aktien prisfastsættes til P/E 2025E på 14,7.

Visse finansielle mål i Solve strategiplanen gældende til og med 2026 sænkes

Opsvinget på Solars kernemarkeder sker langsommere end antaget ved lanceringen af Solve strategien, hvilket fører til visse tilpasninger. De overordnede mål til og med 2026 er dog uændret at styrke og fastholde kunderelationerne ved at tilbyde og udvikle værdiskabende løsninger, der bidrager til at løse kundernes behov på bæredygtig vis. Et eksempel herpå er sidste år investeringer i at forbedre leveringskvaliteten, hvilket kunderne heldigvis har taget godt imod med stigende kundetilfredshed til følge.

De overordnede finansielle mål er i 2026 at opnå en EBITDA-margin på over 5 %. Her er der tale om en nedjustering fra over 6 %, som var målet, da Solve strategien blev lanceret. Årsagen er at et opsving trækker ud i tid. Gearingen (forholdet mellem indtjening og gæld) skal fortsat holdes i intervallet 1,0-3,0x EBITDA.

Klima & Energi er et segment, der tapper ind i en megatrend. Politisk er der vedtaget klare mål for nedbringelse af CO₂ emissionen, og de fastlagte mål kræver massive investeringer i vedvarende energiløsninger dækkende varmepumper, solpaner, el-lade standere og ventilationsløsninger, som Solar kan levere. Via ejerskabet af ThermoNova tilbydes nu også store industrielle varmepumper. For nærværende kan det dog konstateres, at det går langsommere end oprindeligt antaget, og derfor sænker Solar målet for, hvor stor en andel af koncernsalget, der skal komme fra Klima & Energi fra 15 til 10 %. Sidste år androg Klima & Energi 9 % af koncernsalget.

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 tilbyde, hvad kunderne har brug for, fremstår Solar som den rigtige partner, hvilket 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 om at over 20 % af koncernsalget i 2026 skal komme fra dette forretningsben fastholdes. 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.

Hvornår kommer der opsving i Solars forretningsområder?

Vi lever i en tid med masser af udfordringer og usikkerhed. Solar er afhængig af udviklingen i byggeriet, industrien og den bæredygtige omstilling. Byggeriet begunstiges af faldende rente og et behov for opførsel af nye huse. Opsving i økonomien trækkes i høj grad af privatforbruget, der afhænger af folks rådighedsbeløb og investeringsvillighed. I en tid med krig i vores nærområder, snak om en krigsskat og generel frygt for fremtiden, holder mange givetvis på pengene. De vestlige lande udfordres af behovet for massive investeringer i udbygning af forsvaret, hvortil kommer ambitioner om at forbedre miljøet, hvilket jo også koster penge. Penge kan som bekendt kun bruges en gang. Den grønne omstilling kræver i mange henseender offentlige tilskud, men sådanne tiltag trækker ud for tiden. Alt dette rammer negativt tilbage på et konjunkturfølsomt selskab som Solar. Internt gør Solar det godt, og man har et stærkt brand qua en flot historisk track-rekord helt tilbage til etableringen i 1919.

Solar skal nok komme stærkt igen. Udfordringen er hvornår? Det bliver næppe i 2025, men med god sandsynlighed i 2026 og frem. For tiden er usikkerhederne store, men der er også grænser for, hvor lavt aktiekursen kan falde. I det lys ser vi fortsat Solar som en god langsigtet placeringsmulighed for investorer med tid og råd til at være tålmodige. Husk desuden på, at aktiekurser normalt reagerer før realia bekræftes.



ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2024

STYRKER

Solar er et anerkendt brand i branchen kendt for pålidelighed med relevante tilbud til kunderne. Solar videreudvikler og skaber løbende nye services målrettet kundernes behov og ønsker. 65 % af alle kundeordrer håndteres digitalt via webshops m.m., og internt er Solar langt fremme digitalt omkring økonomistyring, lagerstyring, forsendelse til kunderne m.m. Solar har indført nye høje standarder for cyber- og informationssikkerhed, hvilket er vigtigt da mere og mere af forretningen kører digitalt. Solar er gearret til at få gavn af et opsving i byggesektoren og den grønne omstilling.

SVAGHEDER

Solar er afhængig af konjunkturerne både i byggeriet og hos industrikunder. Satsningen på grønne løsninger (varmepumper og energioptimering) er til en vis grad afhængigt af statslige støtteordninger og politisk velvilje hertil. Rentefølsomheden er stor, da byggeriet altid har det bedst i perioder med lave renter. For nærværende synes renten at være faldende, men vi kan ikke afvise ny inflation og dermed stigende rente fremadrettet.

solar

MULIGHEDER

Efter køb af en ejerandel i ThermoNova åbnes 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 merpris for produkter og services, ved at de forstår, at det langsigtede betaler sig at samarbejde med Solar.

SENESTE ANALYSER

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling		
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 måneders sigt
18-11-2024	291	275-325	325-375	375-425
09-08-2024	324	325-375	375-425	425-550
08-05-2024	338,5	335-400	400-500	450-600
12-02-2024	378,5	350-400	375-450	450-600

OM SOLAR A/S

- Solar er en førende sourcing- og servicevirksomhed inden for el, varme, vvs samt klima- og energiløsninger med primært salg i Danmark, Holland, Sverige, Norge, Polen og Færøerne til segmenterne installation, industri og handel. Installation omfatter salg af produkter til el- og VVS-installatører. 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 lagerdrift 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 med værdiskabende løsninger, der sikrer kunderne lavere udgift over tid. Desuden tilbydes en række energibesparende løsninger, der kan bidrage til at reducere kundernes CO2-aftryk.
- Salgsfordeling i 2024: Installation 55 %, Industri 35 % og Trade 10 %. Opdelt på produkter: el 75 %, varme og vvs 16 %, klima & energi 9 %.
- Geografisk salgsfordeling i 2024: Danmark 33 %, Holland 23 %, Sverige 17 %, Norge 15 %, Polen 3 % og øvrige 9 %.
- 65 % af salget gennemføres digitalt ved kundebestilling af varer via hjemmeside og apps.
- Hovedsædet ligger i Vejen. Solar har et stort centrallager i Danmark, to i Sverige og Holland samt et i Norge. Solar beskæftigede 2.899 ansatte pr. 31-12-2024 mod 3.026 året før.
- Ledelse: CEO Jens Andersen (født 1968) og CFO Michael Jeppesen (født 1966).
- Bestyrelsen ledes af Michael Troensegaard Andersen (født 1961).
- Aktionærforhold pr. 31-12-2024 (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. 06-02-2025 ejer de ti største aktionærer 42 % af alle aktier. Antal aktionærer er steget moderat til 12.933.
- Solar har en politik om mindst at udlodde 35 % af årets nettoresultat i udbytte. For 2024 stilles der forslag om en udlodning på 15 kr. pr. aktie svarende til 110 mio. kr. eller 72 % i pay-out ratio. I perioden 2020-2024 er der samlet udloddet 1.622 mio. kr. til aktionærerne.
- Aktiekursen indledte 2024 i kurs 465 for at falde til 299,5 ultimo året. 30 kr. af faldet kan henføres til udlodning af udbytte.
- Udover de finansielle mål nævnt i starten af denne analyse har Solar et mål om at blive nuludledende emissionsmæssigt i 2030. Siden 2020 er der opnået en reduktion af CO2-udledningen på 50 % med et mål om en reduktion på scope 1+2 på 65 % ved udgangen af 2026.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Jens E. Andersen
CEO



Michael H. Jeppesen
CFO



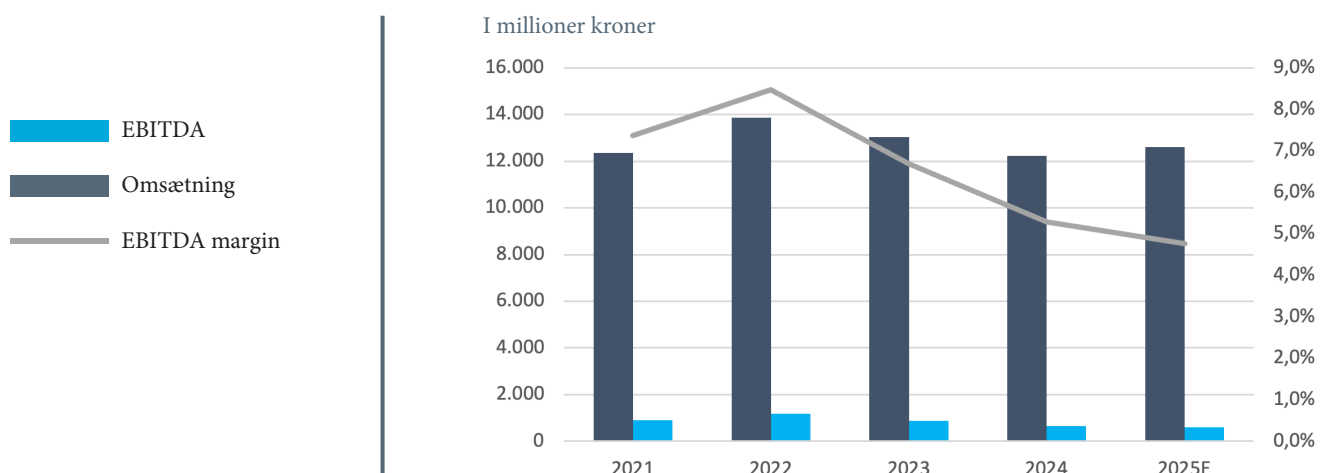
Michael Troensegaard Andersen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 2024



REGSKABSTAL (TAL FOR 2024 ER UDTRYK FOR AKTIEINFOS ESTIMATER)

Mio. kr.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
Omsætning	11.098	11.679	11.465	12.354	13.863	13.031	12.223	12.600
EBITDA	379	538	637	911	1.175	871	646	600
EBITA	327	360	455	727	978	648	400	375
EBIT	224	260	248	672	909	558	278	260
Resultat før skat	237	120	300	322	858	468	192	180
Nettoresultat	133	64	222	531	660	348	148	140
Balance	4.633	4.990	4.607	5.305	5.901	6.112	6.108	6.200
Nettogæld	461	921	128	-37	1.074	1.157	1.232	1.200
Egenkapital	1.638	1.592	1.696	1.952	1.931	1.982	1.874	1.925
Antal ansatte	2.941	3.039	2.935	2.908	3.019	3.036	2.899	2.900
Res. pr. aktie DKK	18,2	8,8	30	72,7	90,4	47,5	20,7	19,0
Udbytte i DKK	14	14	28	43	90	30	15	15
Indre værdi i DKK	224	218	232	265	262	265	255	262
EBITDA/omsætning %	3,4	4,6	5,6	7,4	8,5	6,7	5,3	4,8
EBITA/Omsætning %	2,9	3,1	4	5,9	7,1	5	3,3	3,0
Egenkapitalforrentning %	8,2	4	13,5	29,1	34	18	7,7	7,4
Egenkapitalandel %	35	32	37	36,8	32,7	31,6	29,9	31,0





ANALYSE AF SOLAR A/S efter årsregnskab 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.