

## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q2-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 løbet af Q2.

- Udviklingen i Q2 og H1 lever op til Solars egne forventninger. Derfor fastholdes forventningerne uændret på en omsætning i niveauet 12.500 mio. kr. og et EBITDA-resultat i niveauet 600 mio. kr.
- Alle segmenter leverer også i Q2 negativ vækst, men der er tale om en markant forbedring set i forhold til Q1. Det styrker os i troen på, at Solar ser ind i bedre tider i andet halvår og videre ind i 2025.
- Solar er et konjunkturafhængigt selskab med stor afhængighed af udviklingen i byggesektoren, der igen er afhængig af renteforholdene. Her har vi fået første signal fra ECB, hvor det senest gennemførte rentecut det indikere startskuddet til bedre tider for byggeriet og dermed også Solar.
- Fra politisk side er der fastlagt krav til en kraftig reduktion i CO<sub>2</sub>-udledningen. Målet nås kun ved etablering af solcelleparker, el-lade standere og øget brug af varmepumper. Solar sælger denne type af produkter.
- Langsigtet (18-36 måneder) ser vi fortsat et stort potentiale i aktien. Indenfor denne tidsperiode er renten formentlig faldet med ca. 1,0 %, hvilket forventes at sikre stigende aktivitet i byggesektoren.

**AKTUEL KURS: 324**

**Børs: MidCap indekset**

**Markedsværdi: (inkl. A-aktier):**

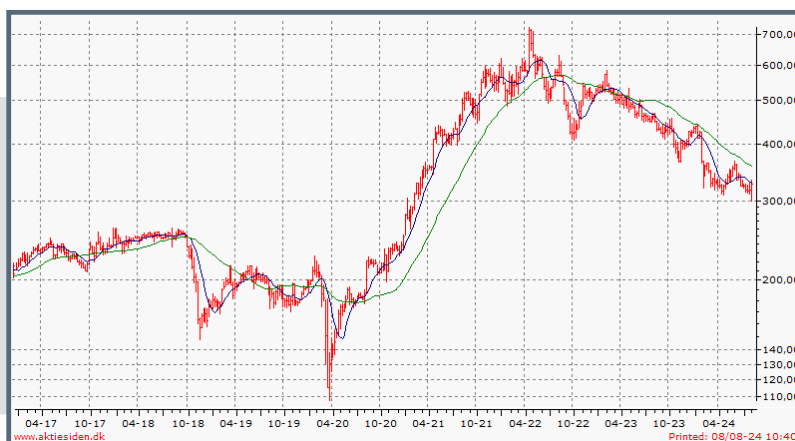
**2.385 mio. DKK**

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

- 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 (30 % 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. 1.750 i de seneste seks måneder.
- Solar fører en aktionærvenlig udlovningspolitik. For 2023 blev der udloddet 30 kr. – et niveau der dog ikke forventes opretholdt i indeværende år.
- Langsigtet køb er vores konklusion.

**Kursudvikling seneste 12 måneder:**

**Høj 511 / Lav 300**



### AKTIEVURDERING

**Kursudvikling 0-6 mdr.: 325 – 375**

**Kursudvikling 12-18 mdr.: 375 – 425**

**Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 425 - 550**

**Næste regnskab: Q3 regnskab 31-10-2024**

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.



### Negativ vækst i Q2 men tegn på bedring.

Ved starten af 2024 guidede Solar en ventet negativ organisk vækst i alle segmenter men med forventning om bedring mod slutningen af året. Tal for H1 og Q2 bekræfter denne tendens. Koncernsalget faldt i Q2 med 7,8 % til 3,1 mia. kr. Det er en klar forbedring fra en negativ vækst på 15 % i Q1. Specifikt for den danske del af koncernen var der i Q2 kun en negativ salgsvækst på 1,9 % mod -10,5 % i Q1.

Industrisegmentet faldt med 2 % trods en vækst på 8 % i MAG45. Installation så sit salg falde med 11 %, hvilket i høj grad skyldes et vakuum i salget af varmepumper. Endelig skal det nævnes, at Trade så sit salg falde med 14 %.

Vækstområdet Klima & Energi og herunder salg af varmepumper er mat men dog også med tegn på bedring set i forhold til Q1. Specifikt for varmepumper nævnes det i regnskabet, at en ordrebeholdning på over 300 mio. kr. bekræfter, at der på sigt er et vækstmarked her.

Opgjort for halvåret faldt omsætningen organisk med 11,2 % fra 6,9 til 6,1 mia. kr.

EBITDA-indtjeningen i Q2 endte på 137 mio. kr. (ned fra 214 for et år siden). Opgjort for halvåret endte EBITDA på 225 mio. kr. (ned fra 494 i samme periode året før). Indtjeningsnedgangen var på linje med selskabets egne forventninger. Korrigeret for engangsposter landede EBITDA-marginen på 3,7 %.

Nettoreultatet i H1 endte på +19 mio. kr. Nettogælden androg pr. halvårsskiftet 1.334 mio. kr. (en forbedring fra 1.558 mio. kr. for et år siden). Det svarer til en gearing på 2,2 gange EBITDA, hvilket er indenfor koncernens langsigtede mål på en faktor 1,0-3,0.

### Forventningerne til 2024

Solar fastholder at nå en omsætning på 12.500 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 600 mio. kr. Målene forekommer opnåelige, da man i H1 har nået en omsætning på 6.100 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 225 mio. kr. Husk at Guidance forudsætter en gradvis forbedring af selskabets markedsforhold mod slutningen af året, og de første tegn er allerede set. Vi forventer derfor, at de finansielle mål kan nås.

### Fremtiden

Solar er et konjunkturfølsomt selskab med afhængighed af aktiviteterne 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 før eller siden igen komme gang i byggesektoren. ECB og dermed også den danske nationalbank har sendt et vigtigt signal med det første rentecut. De senere års rentestigninger i Europa har ført til, at en række byggeprojekter er blevet udskudt. Med udsigt til faldende renter kan disse projekter måske snart igen blive påbegyndt? Energipriserne har stabiliseret sig og giver ikke samme incitament hos private forbrugere og industrielle kunder for at investere i varmepumper. Mangel på tilskud til energiforbedringer spiller negativt ind.

### SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

Solar forventer fortsat negativ vækst i alle tre kernesegmenter, men ser basis for en forbedring af markedsudsigterne mod slutningen af året. De første tegn på en forbedring er indtruffet på det danske marked. Koncernomsætningen ventes organisk at falde med 5 % til 12.500 mio. kr. EBITDA ses falde fra rekordniveau sidste år til nu 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 Q2-regnskab 2024

Politisk er der klare mål for, at CO2 emissionen skal reduceres inden 2030, og det vil alt andet lige på sigt igen skabe efterspørgsel efter solceller, el-lade standere, varmepumper m.m.

Solar melder om de første tegn på forbedrede markedsforhold – især i Danmark. 2024 bliver et overgangså, før der formentlig kan komme en vending til det bedre fra 2025 og videre frem. Investorerne har imidlertid indtaget en negativ attitude mod konjunkturfølsomme aktier. Trods rekordindtjening i 2023 faldt aktiekursen med ca. 25 %. Faldet er fortsat i 2024, hvor aktiekursen ligger små 30 % lavere end ved årets start. Det skal dog bemærkes, at der i år er udloddet 30 kr. i udbytte, hvilket der skal korrigeres for.

Efter vores vurdering er bunden for aktiekursen nær, hvis ikke den allerede er ramt. Det første tiltag i Europa med fald i renten peger i positiv retning for konjunkturerne og byggeriet. Et opsving i Solars salg vil dog komme 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.

## Peer-group – sammenligning

Nibe Industrier er et svensk selskab, der sælger klimavenlige løsninger til energieffektivisering. Bortset fra at Nibe også sælger brændeovne, kan Nibe Industrier på mange områder sammenlignes med Solar, selvom Nibes børsværdi er langt større end Solars. I en sammenligning af de to aktier skal det nævnes, at Solar-aktien år til dato er faldet med ca. 30 %, mens Nibe-aktien er faldet med næsten 40 %.

Baseret på 2023-resultater og lukkekursen 31-12-2023 prifsættes 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. Med denne sammenligning visualiseres det, at Solar umiddelbart virker som et bedre alternativ end Nibe Industrier.

## 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.

Solve strategien skal maksimere vækstpotentialet i Klima & Energi via mersalg af løsninger til blandt andet industrikunder, så dette segment i 2026 overstiger 15 % af koncernsalget. Det skal ske ved at maksimere vækstpotentialet med fokus på salg af varmepumper, solpaneler, el-ladestandere og ventilationsløsninger 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 Q2-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 renteudviklingen samt væksten i selskabets kernelande i Europa.

solar

### 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
08-05-2024	338,5	335-400	400-500	450-600
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	

### 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 ThermoNova 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 2.954 ansatte pr. 30-06-2024 mod 3.058 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. 30-06-2024 (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. 08-08-2024 ejer de ti største aktionærer 41 % af alle aktier. Antal aktionærer er steget til 12.591, hvilket er en markant stigning. Et stigende antal investorer har altså ligesom Aktieinfo en stor tiltro til Solars langsigtede kurspotentialer.
- 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



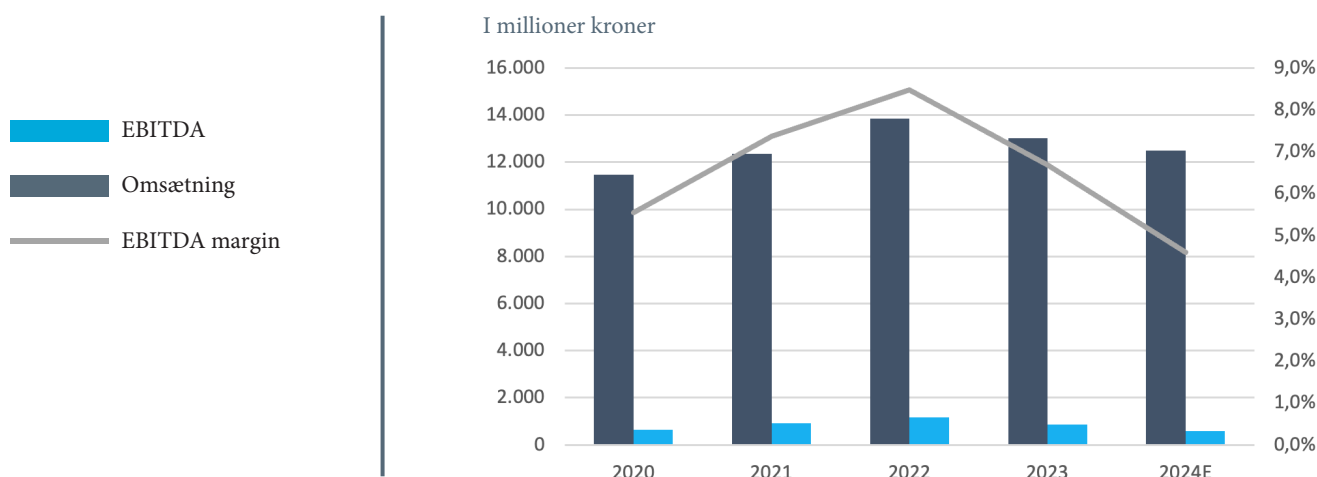
**Michael Troensegaard Andersen**  
Bestyrelsesformand

## ANALYSE AF SOLAR A/S efter Q2-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 Q2-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.