



# Aktienyt

**Solar**  
**Neutral**  
**Uændret**

**Aktuel kurs: 292,00 DKK**

**Begivenhed: 1. kvartalsregnskab**

**Seneste analyse på selskabet:**  
**16/05/12 – Fokus på markedsvilkår og SAP-implementeringen i regnskabet på onsdag**

**Kalender:**  
**16/08/12 – Halvårsregnskab**  
**22/11/12 – 3. kvartalsregnskab**

**Forventet opdatering:**  
**Kvartalsvist**

## Energieffektive løsninger støtter Solar til god start på 2012

Vi fastholder Neutral-anbefalingen på Solar. Den nuværende værdiansættelse af Solar ser ikke bestemt anstrengt ud, til gengæld truer det usikre økonomiske klima vækstbilledet fremadrettet, ligesom implementeringen af SAP it-systemet fortsat vil være et risikomoment for Solar i 2012.

### Regnskabet er stort set som forventet

Omsætningen stiger 19,2% til 429 mio. EUR i 1. kvartal. Det er ca. 3% bedre end vores estimer ( +3% ift. markedsforventningerne). Resultatet af primær drift stiger 3 mio. EUR i kvartalet i forhold til samme periode sidste år og lander på 9,1 mio. EUR. Det er 2,2 mio. EUR svagere end vores estimer (-1,3 mio. EUR ift. markedsforventningerne). Solar gentager helårsforventningerne om en omsætning i intervallet 1.660-1.720 mio. EUR - svarende til en organisk vækst i niveauet 1-3% - og EBITA i intervallet 44-55 mio. EUR.

### Solid organisk vækst i 1. kvartal

Den organiske vækst på 5,7% i 1. kvartal er klart bedre, end vi på forhånd havde ventet. Det er specielt Norge og Polen, som imponerer i kvartalet med en organisk vækst på henholdsvis 16% og ca. 24%. I Norge oplever Solar høj vækst i alle kundesegmenter, mens Solar i Polen er positivt påvirket af infrastrukturudbygningen i forbindelse sommerens EM-slutrunde i fodbold. Danmark og Sverige leverer ligeledes en overraskende stærk organisk vækst i forhold til de generelt udfordrende markedsvilkår på disse markeder. Det understreger efter vores vurdering Solars styrkede position på det danske og svenske marked, ligesom selskabet nyder godt de seneste års fokus på energieffektive løsninger. Mindre godt går det i kvartalet for Solar Tyskland, som viser tilbagegang organisk med 2% som følge af svære markedsbetingelser, mens det hollandske marked fortsat er ekstremt udfordrende som følge af de svage byggekonjunkturer, og her oplever Solar tilbagegang på 4%. Vi noterer os endvidere, at en vejrmæssig mild januar måned og en ekstra dag i februar (skuddag) har bidraget positivt til den organiske vækst. Vi vurderer på den baggrund – og på linje med Solars meldinger – at den organiske vækst i 2. kvartal vil være noget mere dæmpet, end det har været tilfældet i årets 1. kvartal.

### SAP-implementeringen går fremad som forventet

Implementeringen af Solar 8000 (SAP it-system) går fortsat i rigtig retning efter at have voldt Solar Norge store kvaler igennem 2011. Tab af effektivitet i forbindelse med overgangen til Solar 8000 i Norge har kun haft begrænset negativ effekt i 1. kvartal. Alligevel skuffer indtjeningen i Norge i kvartalet. Solar Norge har igennem 1. kvartal genforhandlet og erhvervet en række store kontrakter som har kostet lidt på indtjeningen i starten af året. Vi er på den baggrund fortrøstningsfulde mht. at indtjeningen i Solar Norge vil normaliseres gradvist gennem året. Også indtjeningen i Tyskland er til den svage side. I Tyskland har Solar mistet en række nøglemedarbejdere i forbindelse med oprettelsen af fem kompetencecentre, hvilket sammen med øget konkurrence har bidraget til indtjeningstilbagegangen. Den svage indtjening i Tyskland og Norge kompenseres til gengæld af en stærk indtjeningsudvikling i Danmark og Sverige.

Solar, nr. 4 / 2012  
Søren Løntoft Hansen  
Aktieanalytiker  
tlf. +45 74 37 44 64  
s.loentoft@sydbank.dk  
23-05-2012, kl.: 15:46

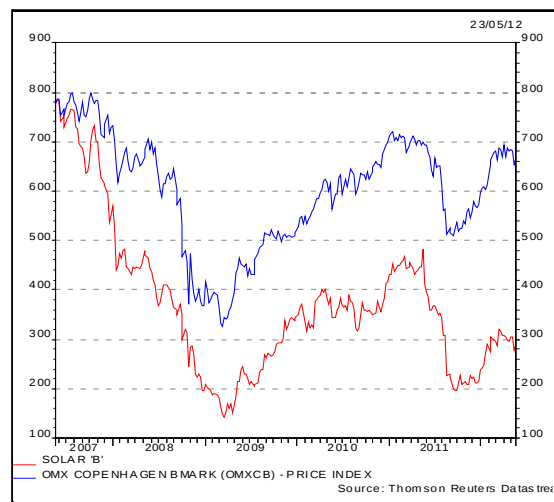
sydbank.dk  
Aktieanalysen

**Sydbank**

## Resultater og Sydbanks forventninger

| Mio. EUR                    | 1K 2011 | 1K 2012 | 2011    | 2012E   | 2013E   |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Omsætning                   | 359,8   | 428,9   | 1.532,4 | 1.710,3 | 1.754,0 |
| EBITA (primær drift)        | 6,1     | 9,1     | 39,1    | 50,8    | 73,4    |
| Ordinært resultat før skat  | 1,4     | 5,5     | 19,6    | 31,8    | 57,0    |
| Nettoreultat                | 0,3     | 3,9     | 12,2    | 21,9    | 39,3    |
| Egenkapital forrentning (%) | -       | -       | 4,3%    | 7,6%    | 12,9%   |
| Soliditet (%)               | -       | -       | 39,0%   | 35,9%   | 37,7%   |
| EPS - udvandet              | 0,04    | 0,50    | 1,55    | 2,79    | 5,00    |
| P/E                         | -       | -       | 19,9    | 14,0    | 7,8     |
| EV/EBITDA                   | -       | -       | 7,1     | 6,9     | 5,0     |
| Indre værdi                 | -       | -       | 35,8    | 37,4    | 40,1    |
| Yield                       | -       | -       | 2,3%    | 3,2%    | 5,7%    |

|                   |                    |              |           |
|-------------------|--------------------|--------------|-----------|
| Markedsværdi :    | 308 mio. EUR       | Likviditet : | Lav       |
| Regnskabsår :     | 01.01 - 31.12      | Fondskode :  | 1027484   |
| Seneste udbytte : | 5,20 kr. pr. aktie | Reuterkode : | SOLARb.CO |



## Forretningsområde

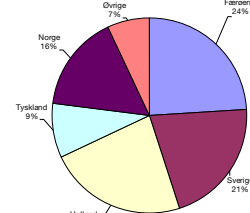
Solar A/S er en af Nordeuropas største tekniske grossister. Selskabets forretningsområde er engros-handel med og distribution af el-, vvs-, og ventilationskomponenter m.v. Solars primære kunder er autoriserede installatører, virksomheder med autoriseret installatør ansat og OEM industrivirksomheder. Selskabet er markedsleder inden for el-distribution i Danmark med koncernhovedkontor i Kolding og dansk hovedkontor i Vejen. Selskabets væsentligste markeder er Danmark, Sverige, Holland, Norge, mens positionen er under udbygning i Polen. Solar har desuden annonceret fire opkøb i Holland, Belgien, Østrig og Tyskland.

## Risici

Afmatning indenfor byggeriet på de nordeuropæiske markeder kan medføre yderligere intensiveret konkurrence og resultere i tiltagende prispress. En større europæisk konkurrents etablering i Danmark kan intensivere og eventuelt forskyde konkurrenceforholdene på markedet, der i dag domineres af Solar og Lemvig-Müller. Implementering af nyt it-system er en risici.

## Høj

## Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav  
Rentedækning: 2,6

## Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011

EUR: 32% NOK: 16% SEK: 21% Hjemmemarked: 24%

## 2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

| Kurs                        | 219,00 (-25%) | 292,00 | 365,00 (+25%) | Forudsætninger                       |
|-----------------------------|---------------|--------|---------------|--------------------------------------|
| Højvækst periode (antal år) | 1 år          | 1 år   | 2 år          | Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,5% |
| Vækst (% pr. år)            | 5,0 %         | 6,9 %  | 8,6 %         | Høj vækst i 15 år og afkastkrav 8,5% |
| Afkastkrav (%)              | 13,3 %        | 12,0 % | 11,1 %        | Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst  |

## Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,0

## Selskabets forventninger

### Leverandører

2

I forhold til sektorens større aktører er Solars indkøbskvantum relativt beskedent. Det forringer forhandlingskraften overfor leverandørerne.

### Substitut

4

Direkte handel kan erstatte distributørledet. IT-teknologien kan hjælpe denne udvikling på vej, men ikke true distributørernes eksistensgrundlag.

### Indgangsbarrierer

3

Indtjening er betinget af høj volumen, som oparbejdes igennem relationer til mange kunder. De to store aktører kan afholde nye konkurrenter fra at etablere sig i Danmark.

### Kunder

4

Solar har fokus på automatisering, leveringssikkerhed og -hastighed via IT-løsninger, hvilket øger forhandlingsevnen overfor kunder. Mindre udvalg end de største aktører trækker modsat.

### Intensitet

2

Selskabets central-lagerkoncept betyder automatisering af bestilingsprocessen og leveringen. Det adskiller Solar fra flere af sektorens største spillere.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

"For 2012 forventes en omsætning i intervallet 1.660 mio. EUR til 1.720 mio. EUR. EBITA forventes i intervallet 44 mio. EUR til 55 mio. EUR."

## Ændring i indtjening pr. aktie

|       | Før  | Nu   | Ændring |
|-------|------|------|---------|
| 2012E | 2,79 | 2,79 | 0,0%    |
| 2013E | 5,00 | 5,00 | 0,0%    |

## Relativ performance (OMX)

|  | 1M   | 3M   | 12M    |
|--|------|------|--------|
|  | 0,9% | 2,2% | -23,0% |

Sydbank

## Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

### Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og kon-junkturen forventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvi-dere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

### Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

### Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

### Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

#### På selskabsniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling          | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end branchen     | 12 måneder   | 48,8%                     |
| Neutral    | På linje med branchen  | 12 måneder   | 29,3%                     |
| Undervægt  | Dårligere end branchen | 12 måneder   | 22,0%                     |

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

#### På brancheniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling               | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|-----------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end aktiemarkedet     | 12 måneder   | 30,0%                     |
| Neutral    | På linje med aktiemarkedet  | 12 måneder   | 40,0%                     |
| Undervægt  | Dårligere end aktiemarkedet | 12 måneder   | 30,0%                     |

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

|           | Industri<br>Overvægt                                                                             | Cyklisk forbrug<br>Neutral  | Stabilt forbrug<br>Neutral            | Sundhed<br>Overvægt         | Finans<br>Overvægt                          | IT<br>Undervægt   | Telekommunikation<br>Undervægt |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------|-------------------|--------------------------------|
| Overvægt  | A. P. Møller Mærsk<br>DSV<br>FLSmidth<br>GN Store Nord<br>Group 4 Securicor<br>Rockwool<br>Volvo | Hennes & Mauritz<br>Pandora | Carlsberg<br>Chr. Hansen<br>Novozymes | H. Lundbeck<br>Novo Nordisk | Alm. Brand<br>Danske Bank<br>Nordea<br>Tryg | SimCorp           | TDC                            |
| Neutral   | NKT Holding<br>Solar<br>Vestas                                                                   | IC Companys                 | Royal Unibrew<br>ØK                   | Alk Abello<br>Coloplast     | SEB<br>Topdanmark                           | Ericsson<br>Nokia |                                |
| Undervægt | Auriga Industries<br>D/S Norden<br>SAS<br>Scania<br>Securitas<br>TORM<br>William Demant          | Bang & Olufsen              |                                       |                             | Sv Handelsbanken                            |                   |                                |

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til [www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier](http://www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier).

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kil-der, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i for-bindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Ri-sikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er fo-retaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.