

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2023

Et udfordrende 2023 endte bedre end selskabets egen senest tilpassede Guidance. Udsigt til fortsat udfordrende tider i 2024. Langsigtet er aktien dog særdeles interessant som investeringsmulighed.

- Sidste års rentestigninger og den geopolitiske usikkerhed har ført til et fald i efterspørgslen efter køkkener fra især privatkunder. B2B-salget (fx salg til typehusfirmaer og projektudviklere) har kun delvist kunnet mitigere for nedgang i privatsalget. B2B-salget viser de første tegn på afmatning, og derfor er det vigtigt, at der i løbet af 2024 sker en forbedring i privatkundesegmentet.
- Indtjeningen i 2023 endte på et utilfredsstillende niveau, der ikke muliggør udlodning af udbytte.
- Visibiliteten for 2024 er meget usikker, da et up-tick i salget af køkkener kræver et fald i renten. Det er dog også meget sandsynligt, men timingen heraf er usikker. Der er jævnt ledelsen ikke udsigt til en bedring af køkkenmarkedet generelt i Danmark og Norge før i bedste fald en gang i løbet af 2024.
- Henset til usikre forhold guider selskabet bredt for 2024 med et estimeret salg på 1.000-1.150 mio. kr. og et EBIT-resultat før engangsposter på 55-85 mio. kr.
- Sidste år blev AUBO Productions A/S købt. De første positive synergier er blevet opnået, men der er basis for yderligere optimeringer og synergier i år og de kommende år. AUBO styrker tilstedeværelsen i Norge, hvor TCM fortsat vil søge vækst.
- TCM's position på køkkenmarkedet i Danmark og Norge er generelt blevet styrket. Desuden har selskabet indført en række mitigerende tiltag for at beskytte indtjeningen.
- Selvom TCM er kommet svagt igennem 2023 er det Aktieinfos vurdering, at TCM har klaret sig bedre end de fleste konkurrenter. Eksempelvis kom sven-

**AKTUEL KURS: 52,2**

**Børs: SmallCap indekset**

**Markedsværdi: 544,9 mio. kr.**

**Antal aktier: 10,439 mio. (korrigeret for egne aktier)**

ske Nobia ud af 2023 med et underskud på 347 mio. SEK, mens TCM opnåede et overskud på 21,5 mio. kr.

- TCM fortsætter arbejdet med at optimere og effektivisere i både produktion og administration. I år implementeres et ERP-system med henblik på at styrke sig digitalt.
- TCM har igangsat en række ESG-initiativer med henblik på i 2028 at blive CO2 neutral i produktionen.
- Uanset at TCM er inde i en hård periode, så er der fremadrettet store perspektiver i aktien. TCM fremstår toptrimmet til fremtiden, hvor der naturligvis igen før eller siden kommer gang i nybyggeriet og ejendomsmarkedet med deraf afledt stigende efterspørgsel efter nye køkkener.
- Hvis man ejer aktien, så hold fast og vent på bedre tider. Hvis man ikke ejer aktien, så hold godt øje med konjunkturudviklingen, og tøv ikke for længe. Når der kommer en vending til det bedre, kan TCM få en markant optur på Børsen.
- Vores nedenstående kursmål indikerer reduceret interesse for aktien på 0-18 måneders sigt. På 18-36 måneders sigt anser vi det for sandsynligt, at de makroøkonomiske forhold igen normaliseres, og så kan aktiekursen få et betydeligt løft.

Aktieinfo modtager 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.

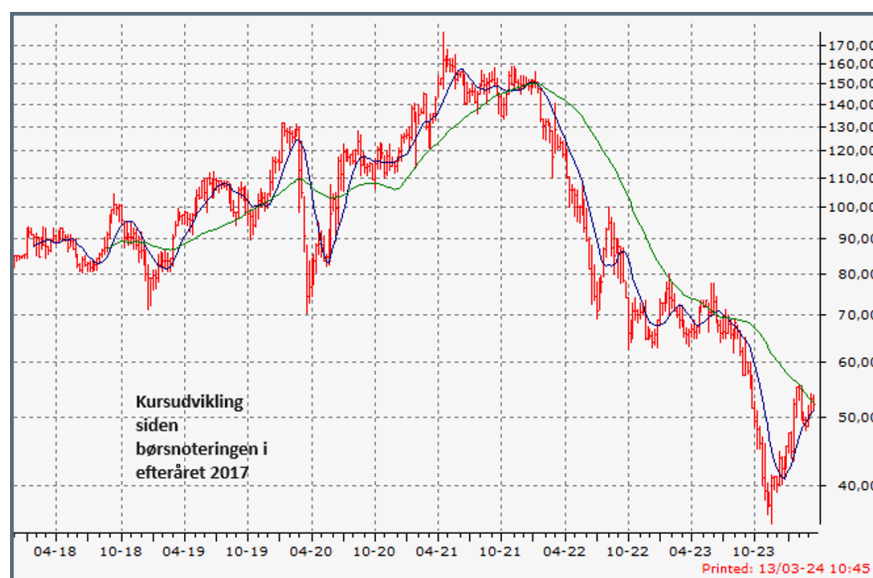
### AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 50-60 (før 40-50)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 60-65 (før 50-65)

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 65-100 (før 65-100)

Q1-regnskab den 16-05-2024.



Høj/lav seneste 12 måneder: 77,8 / 35,3

**Guidance for 2023 blev flere gange tilpasset som følge af er udfordret køkkenmarked i Danmark og Norge samt købet af AUBO Productions. Salget i Danmark i Q4 oversteg forventningerne, og derfor sluttede året bedre end forventet ved seneste tilpasning af Guidance.**

2023 blev et udfordrende år for køkkenmarkedet generelt og naturligvis også for køkkenproducenten TCM Group. Makroøkonomisk usikkerhed og en høj rente bremsede udviklingen i byggesektoren, hvilket reducerede efterspørgslen efter køkkener. Høj rente førte til vigende efterspørgsel fra privatkundesegmentet. TCM indførte en række mitigerende tiltag for at forsvare indtjeningen, idet der allerede i slutningen af 2022 blev indført prisstigninger, hvilket blev fulgt op af tilpasning af medarbejderstyrken og øvrige omkostningsreducerende tiltag. Salget blev holdt oppe af B2B-salg og indregningen af AUBO Productions i andet halvår. B2B omfatter salg til professionelle kunder (fx husbyggere og projektudviklere), og disse kontrakter løber over længere tid. Udfordringen fremadrettet er dog, at der løbende barberes af ordrebeholdningen. Så længe byggesektoren står i stampe, kommer der næppe ret mange nye B2B ordrer ind for tiden. B2C-salget var voldsomt udfordret igennem hele året, men dog med et lille up-tick i Q4, hvor alle brands præsterede bedre end forventet.

Salget steg i Q4 til 316 mio. kr., men det var inklusiv AUBO. Organisk bød kvartalet på en negativ vækst på 7,6 %. Det er positivt, at bruttomarginen blev

### SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

TCM forventer ingen hurtig genrejsning af køkkenmarkedet i Danmark og Norge i år. Et begyndende fald i de korte renter i løbet af 2024 vil formentlig øge efterspørgslen efter køkkener, især i B2C-delen. Årets Guidance er præget af stor usikkerhed og derfor også med et bredt interval for salg og indtjening. Salget ventes i intervallet 1.000-1.150 mio. kr. og justeret EBIT (før ekstraordinære poster) i intervallet 55-85 mio. kr. En ændret regnskabspraksis vil reducere nettoomsætningen med 20-25 mio. kr.

TCM Group fastholder strategien om på kort til mellemlangt sigt at opnå to-cifret procentuel vækst i salget og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Der vil fortsat blive investeret og optimeret i produktionen og forsyningskæderne, ligesom opkøb er en del af strategien.

E-commerce vil i år blive udvidet til Tyskland.

Det er fortsat et mål på mellemlangt sigt at åbne ekstra 6-8 Svane Køkkenet butikker i Norge og bringe antallet op på 18-20. For så vidt angår det tilkøbte AUBO er strategien at åbne nye butikker i 2024 og at udvide B2C og B2B salget. For så vidt angår Nettoline er der et mål om at åbne flere butikker.



# ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2023

forbedret som følge af et gunstigt produktmix, men hensættelser til potentielle tab på kunder/forhandlere, ekstraordinære omstrukturingsomkostninger og nedskrivninger pressede indtjeningen.

Danmark er fortsat det vigtigste marked med en andel af koncernomsætningen på 85 %. AUBO styrker positionen i Norge, hvorfor salget i Norge fremadrettet vil opnå højere vægt.

For helåret faldt omsætningen med 3 % til 1.111,3 mio. kr. Justeret EBITDA faldt til 85,3 mio. kr. svarende til en margin på 7,7 % (10,6 % i 2022), justeret EBIT faldt til 55,6 mio. kr. svarende til en margin på 5,0 % (9,0 % i 2022). Engangsposter steg til 9,8 mio. kr., hvortil kom stigende renteudgifter som følge af både en stigende rente og en voksende gæld. Netto endte året med et overskud på 21,5 mio. kr. mod 70,5 mio. kr. året før.

Indtjeningen er ikke tilfredsstillende. Det skal dog bemærkes, at hele sektoren er voldsomt udfordret, og i dette ekstraordinære miljø klarer TCM sig godt og efter vores vurdering også bedre end konkurrenterne. Det indstilles til beslutning på generalforsamlingen, at der ikke udloddes udbytte for 2023. Det er kun naturligt, når man ser på udviklingen i gælden, der er steget til 349,3 mio. kr. (fra 288,1 mio. kr.). Der er behov for at servicere gælden fremfor at udlatte udbytte. Lav indtjening i år giver ikke mulighed for at nedbringe gælden nævneværdigt. Ledelsen pointerer, at alle covenants overfor selskabets bankforbindelse er og vil blive overholdt.

Egenkapitalen steg fra 420,6 mio. kr. for et år siden til 529,7 mio. kr. Det skyldes provenuet fra den senest gennemførte emission fra regnet den betalte salgpris for AUBO. Soliditetsgraden ligger på 44,1 % mod 43,4 % for et år siden. Balancen er overordnet stærk.

## ESG-tiltag

Trods et udfordrende år har TCM gennemført et spændende opkøb af AUBO Productions og fortsat arbejdet med ESG-tiltag. Der er opnået 3. parts godkendte og validerede Miljøvaredeklarationer (kaldet EPD'er), hvilket dækker over alle laminat bordplader produceret af TCM gruppen samt størstedelen af alle skabe produceret for og solgt gennem kæderne Svane Køkkenet, Tvis Køkken og Nettoline. TCM er den første køkkenproducent i Skandinavien med sådanne data, hvilket styrker selskabets ESG-profil.

Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion, mens øvrigt træforbrug kommer fra FSC-certificeret skovbrug. 92 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det reducerer transportbehovet og klimabelastningen. TCM optimerer løbende produktionen med henblik på at reducere selskabets CO2 udslip – blandt andet ved lukning af et syrehærdende lakanlæg, hvor processen gøres mere bæredygtig. Fokus er at optimere bæredygtigheden både internt og hos underleverandører: I Q4 har TCM Group tilsluttet sig SBTi (Science Based Target Initiative), hvilket er endnu et skridt på vejen mod en reduktion af CO2 emissionen for hele værdikæden. Selskabets Scope 1 og Scope 2 udledning blev sidste år reduceret med 36 % og målet er at blive CO2 neutral i 2028.

## Visionært opkøb af AUBO Productions

I juni sidste år købte TCM Group AUBO Productions, der har hovedsæde og en fabrik i Aulum. TCM har sit hovedsæde i Tvis, hvor der også ejes to fabrikker + en i Aulum. Der er kun 8 kilometer mellem de to byer. Der er på kort tid opnået de første positive synergier og flere ventede opnået i år og fremover. Aktieinfo ser basis for fabriks- og butiksoptimeringer. Købsprisen på 165 mio. kr. er betalt og finansieret via en rettet emission og træk på kreditfaciliteten. Der udestår en earn-out betinget betaling på op til 60 mio. kr., der dog formentlig bliver en del lavere grundet nuværende utilfredsstillende indtjening.

AUBO har 22 brandede butikker i Danmark og 55 shop-in-shops hos byggemarkedskæden Optimera i Norge. Der er ingen nævneværdig overlap mellem butikkenetværket hos AUBO og TCM. Positionen i Norge, der er udset som et vækstmarked, styrkes, idet AUBO også har B2B-salg, som givetvis vil og kan blive udvidet. AUBO har også seks forhandlere i store byer i Sverige, der er et marked præget af intens konkurrence. Vi ser AUBO som et perfekt timet opkøb, der på sigt vil styrke TCM.

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2023

### Usikkert 2024. Bedre tider i 2025 og årene derefter?

2024 bliver et år præget af makroøkonomisk og geopolitisk usikkerhed. Byggesektoren og forbrugernes tillid påvirkes af renteforholdene. Jo lavere rente, jo højere byggeaktivitet og forbrugertillid – og modsat. TCM antager (ligesom Aktieinfo gør), at de korte renter vil begynde at falde i løbet af 2024. Det har centralbankerne i USA og Europa indikeret. Når renten falder, vil det igen kunne øge aktiviteten på boligmarkedet og dermed også B2C efterspørgslen efter køkkener. Der er dog en vis reaktionstid fra renten falder, til efterspørgslen igen stiger. Der er derfor ikke udsigt til en hurtig genrejsning af køkkenmarkedet i Danmark og Norge i år. B2B-salget er p.t. inde i en periode med nedgang, og det kan formentlig fortsætte i størstedelen af 2024.

Det er på denne baggrund, at TCM guider en omsætning i år på 1.000-1.150 mio. kr. (1.111 i 2023) og et justeret EBIT-resultat på 55-85 mio. kr. (55,6 i 2023).

Udsigterne for 2024 er ikke opløftende, hvilket må forventes at føre pres på nogle af koncernens forretninger. Udfordringerne er størst for de forretninger, der er åbnet i de senere år. For TCM gælder det om at støtte op om forhandlerne i strategisk vigtige butikker.

Genrejsning af TCM og hele køkkensektoren vil tage tid. De stærkeste overlever, og heriblandt er TCM. Vi ser købet af AUBO som en vigtig og klog strategisk satsning i bestræbelserne på at skabe lønsom vækst.

### Aktien som investering

Aktiekursen er faldet markant siden toppen i kurs 175 i foråret 2021. Et foreløbigt bundpunkt blev ramt i kurs 35 i november sidste år. Den utilfredsstillende kursudvikling med faldende børsværdi har medført, at aktien er blevet overført fra MidCap-indekset til SmallCap-indekset med virkning fra 20-12-2023. Generelt har SmallCap-aktierne vanskeligt ved at tiltrække og begejstre investorer, men vi bemærker, at sidste års emission blev fuldtægtet med fuld opbakning fra de bestående aktionærer, herunder storaktionærerne. I et sektorperspektiv kan det konkluderes, at også konkurrenterne er inde i en vanskelig og udfordrende fase. Nobias aktiekurs er i en sammenlignelig periode (efteråret 2021 til nu) faldet fra kurs 83 SEK til nu kurs 7,3 SEK. Nobia kom ud af 2023 med et underskud på 347 mio. SEK, mens TCM trods alt opnåede et overskud på 21,5 mio. kr.

Den eneste kurstriggende nyhed, som vi ser på kort sigt, er begyndende rentefald fra ECB og siden Nationalbanken i Danmark. Et rentefald på 0,25 % vil dog ikke kickstarte byggesektoren og forbrugernes købelyst, men det vil være et positivt signal, hvis det følges op af flere rentenedsættelser. Et naturligt renteniveau med en inflation på 2 % vil være 3-4 %. Lavere kommer vi næppe.

Tidsmæssigt vil der være en ”leveringstid”, før rentefald for alvor genskaber aktiviteterne i byggeindustrien og på boligmarkedet. Derfor ser vi også en mat kursudvikling for TCM-aktien i 2024, men med positive udsigter for 2025 og frem. Aktiekursen er formentlig meget tæt på en bund, men en decideret markant optur indtræder næppe på kort sigt.

I de kommende år vil TCM opnå yderligere synergier fra købet af AUBO, styrke positionen i Norge med åbning af flere butikker, udvide B2B-markedet i Danmark og Norge og igen opleve stigende B2C-salg. Digitaliseringstiltag iværksættes i løbet af 2024 for yderligere at optimere og effektivisere driften og produktionen. TCM forekommer således toptrimmet til at øge salg og indtjening markant, når der igen kommer gode tider i byggeriet og på boligmarkedet.

Hvis man ejer aktien, så hold fast og vent på bedre tider. Hvis man ikke ejer aktien, så hold godt øje med konjunkturudviklingen, og tøv ikke for længe. Når der kommer en vending til det bedre, kan TCM få en markant optur på Børsen.



### STYRKER

TCM har en stærk position på det danske køkkenmarked, hvor man år for år vinder markedsandel. Købet af AUBO Productions styrker tilstedeværelsen i Norge, hvor der fortsat er basis for åbning af nye butikker. Cirka halvdelen af salget er B2B, der giver en stabiliserende effekt på salget med ofte fler-årige samarbejdsaftaler. TCM har fokus på ESG-tiltag. Med lancering af nye køkkenserier eller tilbehør er TCM meget innovativ. Asset Light forretningsmodel, da butikkerne drives af selvstændige forhandlere. TCM kan løbende tilpasse omkostningsbasen ved at justere såvel antal medarbejdere som produktionen til den til enhver tid værende efterspørgsel.

### SVAGHEDER

TCM er afhængig af udviklingen i byggesektoren og aktiviteten på ejendomsmarkedet. Den aktuelt høje rente medfører lavere aktivitet begge steder, og det vægter negativt på køkkenmarkedet. Forbrugernes købelyst falder som følge af den høje rente. Der er mange konkurrenter på markedet. B2B-salget har en stabiliserende effekt, men pt. reduceres ordrebeholdningen, og den positive effekt aftager derfor. Nettorentebærende gæld er steget til en faktor på 4,08 målt på løbende 12 måneders EBITDA. Det giver ikke mulighed for at foretage nye ekspansive tiltag. Der udloddes ikke udbytte for 2023, og næppe heller for 2024.

**TCM**  
Group

### MULIGHEDER

Der er fortsat mulighed for åbning af nye butikker i Danmark og Norge. E-handelsdelen rummer også mulighed for vækst, og udvides i år til at omfatte Tyskland. B2B-salg sker nu også i Norge efter købet af AUBO Production, der generelt styrker positionen i landet. AUBO åbner for synergier på en række områder.

### TRUSLER

Konjunkturerne med lav aktivitet i nybyggeriet, vigende boligmarked og høj rente giver modvind til TCM, hvis indtjening er markant faldende. Den lave indtjening muliggør ikke en reduktion af gælden, der ligger på et højt niveau i forhold til indtjeningen. Overholdelse af covenants for de bestående finansieringsaftaler med banken kan komme i fare for at blive brudt. Finansielt er TCM fastlåst. Alle aktører er hårdt pressede, hvilket kan udløse prisrig til ugunst for indtjeningen. B2C-salget påvirkes negativt af renteforholdene, og det kan få forbrugerne til at rykke mod e-handel og billigere køkkener, hvor TCM har de laveste marginer.

### SENESTE ANALYSER

#### Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 mdrs. sigt
24-11-2023	40,9	40-50	50-65	65-100
04-09-2023	60	60-70	70-80	80-150
30-05-2023	74,8	70-80	80-90	90-150
07-03-2023	68,7	60-80	60-80	80-150

### OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og to i den nærliggende by Aulum.
- TCM købte sidste år AUBO Production for 165 mio. kr., hvortil kommer potentielle præstationsafhængige earn-out betalinger på ekstra 60 mio. kr.
- TCM Group gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand, mens de øvrige er Tvis Køkkener, AUBO og Nettoline samt salg via private label og e-handel. Produkterne dækker hele prisspektret.
- Danmark er det største marked med en andel af sidste års salg på 85 %, mens Norge er næststørst.
- TCM Group sælger køkken-, bad- og garderoabeløsninger via ca. 220 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf ca. 110 er mærkevarebutikker. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere, mens private label omfatter salg til byggemarkeder i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- Svane Køkkenet produceres efter ordre og er det største og vigtigste brand kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger i høj kvalitet med brug af de bedste materialer og input. Svane Køkkenet sælges gennem brandede franchise butikker i Danmark og Norge.
- **Tvis Køkkener** produceres også efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundeønsker. Der er tale om et bredt sortiment i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark, Færøerne og Norge.
- **AUBO** producerer og sælger køkkener og inventar til badeværelser og rum. AUBO sælges via en række forhandlere med en god geografisk spredning i Danmark og Norge samt via seks forhandlere i Sverige.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og gardero-beinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via forhandlere i Danmark, Norge, Sverige, Island og Færøerne.
- **Private label** salg (TCM's produkter under kundens eget navn) sker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **E-handel** sker via Celebert i Danmark via kitchn.dk, billigskafe.dk og Just Wood med TCM som leverandør. E-handel er udvidet til Sverige og Norge.

#### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Torben Paulin**  
CEO



**Thomas Hjannung**  
CFO



**Sanna Suvanto-Harsaae**  
Bestyrelsesformand

	DENMARK	NORWAY	SWEDEN	ICELAND	FAROE ISLANDS
<b>220</b> Stores across Scandinavia					
PRODUCTION	✓				
SVANE KØKKENET	✓	✓			
TVIS KØKKEN	✓	✓		✓	
nettoline	✓	✓	✓	✓	✓
AUBO	✓	✓		✓	✓
E-COMMERCE IN CELEBERT	✓	✓	✓		

Kilde: TCM's årsregnskab 2023.

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2023

- **B2B** omfatter salg til professionelle kunder, herunder typehusfirmaer og projektudviklere, hvilket udgør ca. halvdelen af omsætningen. Ca. 80-85 % af dette salg stammer fra renoveringsopgaver. B2B-salget er præget af fler-årige aftaler.
- TCM har et mål om løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge.
- TCM lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Nye produktserier er kendetegnet af et bæredygtigt produktdesign (cirkulært design). Sidste år lancerede Tvis MG30 serien.
- TCM har lav kreditrisiko på de enkelte forretninger med afdækning via bankgarantier og ved brug af kreditforsikringer. Da over 90 % af produktionen udføres på grundlag af indgåede kundeordrer, er der normalt ikke behov for pengebinding i store lagre af færdigvarer.
- Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion, mens øvrigt træforbrug kommer fra FSC-certificeret skovbrug. Over 90 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det sker for at reducere klimabelastningen. TCM optimerer løbende produktionen med henblik på at reducere selskabets CO2 udslip. Fokus er at optimere bæredygtigheden både internt og hos underleverandører.
- TCM beskæftigede 486 medarbejdere ultimo 2023 mod 482 året før. Sidste år blev en række medarbejdere afskediget for at tilpasse sig til det nuværende aktivitetsniveau. Modsat er der kommet nye medarbejdere via købet af AUBO Production.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Thomas Hjannung (født 1973) er CFO. Sanna Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er formand for bestyrelsen, der består af syv medlemmer.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. I juli 2023 blev der gennemført en emission ved salg af 1.221.419 nye aktier, hvilket tilførte TCM et nettoprovenu på 77 mio. kr. til delvis dækning af købet af AUBO Productions. Ydermere blev der udstedt 149.925 nye aktier som en del af betalingen til sælgeren. Samlet antal udestående aktier er herefter 10.513.638, hvoraf TCM selv ejer 75.000.
- Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter. Der udloddes ikke udbytte for 2023.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2023: Paradigm Capital Value Fund 15,8 %, Paradigm Capital Value LP 12,1 %, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 10,8 %, ATP 10,3 %. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

**TCM**  
Group

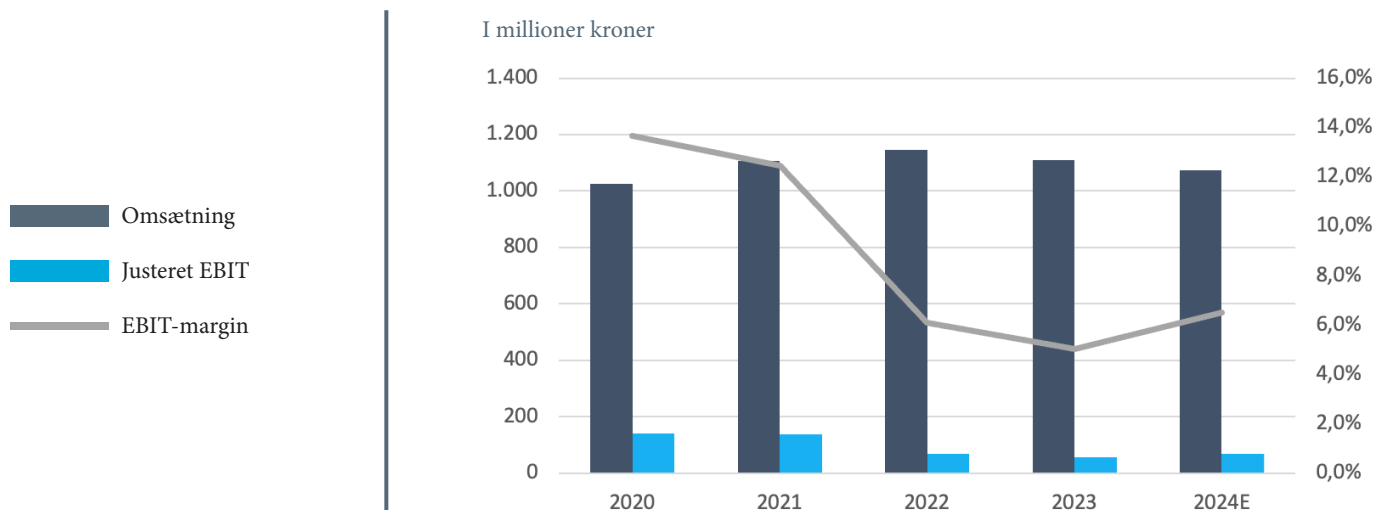
## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2023



### REGNSKABSTAL

mio. kr.	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	1.007	1.025	1.108	1.146	1.111	1.075
Justeret EBITDA	174	161	155	115	77	80
EBITA	154	142	138	97	52	65
Justeret EBIT	154	140	138	103	56	70
Resultat før skat	142	131	136	89	27	40
Nettoresultat	111	102	111	70	22	30
Antal ansatte gns.	489	483	504	496	482	450
<b>Aktiver</b>	<b>911</b>	<b>929</b>	<b>907</b>	<b>970</b>	<b>1.201</b>	<b>1.200</b>
Immaterielle aktiver	551	543	546	556	672	650
Materielle aktiver	111	133	146	180	238	225
Nettorentebærende gæld	52	-43	-199	288	349	325
Egenkapital	473	574	420	421	530	540
Justeret EBIT margin %	15,3	13,6	12,4	9	5,0	6,5
Egenkapitalforrentning %	25,2	19,5	22,3	16,6	4,6	5,6
Resultat pr. aktie	11,1	10,2	11,5	7,75	2,2	2,9
Udbytte	0	13	6	0	0	0
Indre værdi	47,3	57,4	45,8	46,4	50,7	51,7

2024E er udtryk for Aktieinfos estimater







### 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 med fire årlige analyser, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj ejer aktier i selskabet 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.