

God start på året med begrænset negativ effekt fra COVID-19 i Q1. Ledelsen har netop indkaldt til generalforsamling, hvor det indstilles ikke at udlodde udbytte for 2019. Guidance for 2020 er suspenderet. Målet er i forbindelse med Q2-regnskabet den 18-08 at komme med finansielle mål for året.

- TCM Group har en langsigtet strategi, som skal sikre fortsat høj vækst og stigende lønsomhed.
- Danmark er selskabets hovedmarked. TCM har også fokus på Norge, der rummer betydeligt vækstpotentiale. Sverige rummer også betydeligt potentiale, og i dette land er man indtil videre kun eksponeret med Nettoline. Indsatsen er indtil videre begrænset på e-handel, men her er der vækstmulighed især for gør-det-selv-køkkener.
- Selskabet har i årevis løftet salget langt mere end det underliggende marked. Man vinder altså markedsandel.
- Finansielt er der råderum til at foretage opkøb. Potentielt kan der ekspanderes til helt nye lande.
- En investering i TCM Group bør overvejes af langsigtede investorer. Likviditeten i og interessen for aktien er begrænset af noteringen i Small-Cap indekset. Derfor bør køb primært være langsigtet.
- Det indstilles til beslutning på generalforsamlingen den 11-06, at det ellers planlagte udbytte på 5,25 kr. for 2019 ikke udloddes. Hvis selskabets nuværende stærke finansielle stilling opretholdes, åbner bestyrelsen for, at der frem mod næste års ordinære generalforsamling kan komme en ekstraordinær udlodning. Politikken om 40-60 % af årets resultat i udbytte fastholdes fremadrettet. Den høje udlodning er en styrke i TCM.
- Løbende 12 måneders nettooverskud andrager 110,4 mio. kr. eller 11,04 kr. pr. aktie. Implicit handler TCM således til en P/E (93/11,04) på blot 8,4. Det er lavt.
- Finanserne styres stramt med en cash conversion rate på 87,3 % og en negativ nettoarbejds kapital.
- Risikoen ligger i afhængigheden af boligmarkedet, der hidtil har været præget af højt handelsomfang og høje priser grundet den lave rente. 80-85% af TCM's salg omfatter imidlertid renovering/udskiftning af køkkener. Det reducerer afhængigheden af ejerboligmarkedet.
- En anden udfordring er, om der fremadrettet vil ske en ændret forbrugeradfærd som følge af Corona-krisen med større opsparring og dermed reduceret efterspørgsel efter udskiftning af køkkener/køb af nye.
- Siden seneste analyse er aktiekursen faldet, hvorfor vi går fra hold til køb på kort sigt. Langsigtet køb fastholdes.

Aktuel Kurs: 93

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 930 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q2 den 18-08-2020

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før hold)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90-115 (før 110-130)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 120-140 (før 125-145)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb den 03-03-2020 ved kurs 124



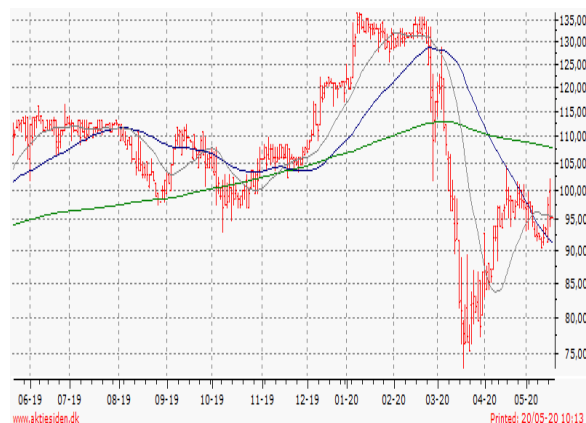
Selskabets forventninger til 2020

TCM har udsendt den planlagte generalforsamling til den 11-06. Her indstilles det til beslutning, at det planlagte udbytte på 5,25 kr. ikke udloddes. Fremadrettet er det fortsat målsætningen årligt at udlodde 40-60 % af årets nettoresultat.

Guidance for 2020 er suspenderet. Oprindeligt var der ventet organisk vækst på 3-7 % til et salg på 1.040-1.080 mio. kr. EBIT ventedes at stige 7-16 % til 158-170 mio. kr. Denne Guidance var baseret på stor makroøkonomisk usikkerhed for det danske marked (hovedmarkedet udgørende 90 % af koncernsalget)



Kursgraf sidste 12 måneder



Høj/lav seneste 12 måneder: 145 / 77,6

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.

Facts om TCM Group A/S

- TCM Group er Skandinaviens tredjestørste producent af køkkener, badeværelses- og opbevaringsmøbler. Produkterne er dansk design og produceres i Danmark. Der gøres brug af single- og multi-brand salgsstrategier, der dækker hele prisspektret. Svane Køkkenet er det største og vigtigste brand efterfulgt af Tvis køkkener, Nettoline og kitchn.dk. Hertil kommer private label salg.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion udføres på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. Produktionen er præget af en fleksibel arbejdsstyrke, og der er tilstrækkelig kapacitet til at klare udvidelse af forretningsomfanget. De løbende investeringer er derfor af begrænset størrelse.
- TCM returnerer affaldstræ fra fraskær af spånplader til selskabets leverandører til brug for genbrug. Ca. 95 % af TCM's indkøbte spånplader fremstilles ved hjælp af 70 % affaldstræ fra dansk industriproduktion, herunder TCM Group. Selskabet anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader. Sidste år er der investeret i lakafdelingen, hvis kapacitet er øget og sikrer bedre kvalitet, ligesom der opnås en reduktion på 5 % i CO₂ udslippet fra lakeringsprocessen. En miljøvenlig profil.
- Danmark er det afgørende marked og udgjorde i første kvartal 90 % af salget. Koncernsalget foretages gennem ca. 135 forhandlere i Danmark og Skandinavien. Heraf er der 68 brandede forhandlere af de dyreste mærker Svane Køkkenet og Tvis køkkener. Med virkning fra i år vil de fleste af Nettolines 20 forhandlerejede butikker i Danmark få status som brandede forretninger. TCM ejer og driver selv en enkelt Svane Køkkenet forretning i København. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere (Svane Køkkenet på franchisebasis), mens private label består af salg til byggemarkeder. I Island sælges Nettoline og private label, hvilket også gælder for Færøerne med tillæg af Tvis-mærket. I Norge sælges Svane Køkkenet, Tvis køkkener, Nettoline og via private label. Sverige omfatter indtil videre kun salg af Nettoline via forhandlere.
- B2B-salget udgør over 50 % af koncernomsætningen, og 80-85 % af salget består i opgaver med reovering og udskiftning af køkkener. B2B omfatter salg til typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder. Den store andel af B2B-handel reducerer selskabets afhængighed af udviklingen i nybyggeriet.
- Et internt IT-system muliggør tæt opfølgning på udviklingen i salg og produktion. IT-mæssigt understøtter koncernen også de selvstændige forretninger. Fra centralt hold udføres fælles markedsføringskampagner og uddannelse af nye forhandlere.
- TCM har lav kreditrisiko angående 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 ikke behov for pengebinding i store lagre af færdigvarer. TCM er særdeles dygtig til at håndtere den investerede kapital, hvilket ses af en negativ arbejdskapital på 6,1 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 87,3 % (94,3 % året før). Pengene kommer ind, før de kommer på arbejde igen.
- Ledelsesgruppen: Torben Paulin (54 år) er pr. 01-03-2020 tiltrådt som CEO. Hans CV omfatter CEO/bestyrelsesformand i lampevirksomheden Frandsen Group, tidligere CEO i dæk- og fælgvirksomheden Nordisk Dæk Import og CEO for møbelkoncernen BoConcept. Mogens Elbrønd Pedersen (født 1975) har siden 2015 været CFO. Sanna Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er bestyrelsesformand. Bestyrelsen består af i alt fem meget kompetente medlemmer.
- Koncernen beskæftiger 469 medarbejdere (468 for et år siden). På grund af COVID-19 er 10 personer blevet opsagt i marts.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af skiftende kapitalfonde. Ved børsnoteringen fik man ca. 2.000 nye aktionærer.
- Ejerforhold pr. 31-03-2020: ATP 13,5%, BI Asset Management 9,91%, Luxempart PIPE S.ä.r.l. 9,9%, Handelsbanken Fonder 6,2% og Ole Lund Andersen (tidligere CEO) 5,2%. Der oplyses ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling. Det skal bemærkes, at Torben Paulin straks efter sin tiltræden har købt aktier for 1,2 mio. kr. De to bestyrelsesmedlemmer Carsten Bjerg og Søren Mygind Eskildsen har købt for hhv. 0,3 og 0,5 mio. kr. i år. Det er et godt signal, at insidere køber op.

2020 er startet som forventet uden nævneværdig COVID-19 påvirkning. Visibiliteten er god for Q2 men usikker længere frem

Normalt vokser køkkenmarkedet i Danmark 1-2 % årligt, men med en faktor tre hos TCM, der i årevis har vundet markedsandel. Det danske marked udgør 90 % af koncernomsætningen, og her meldes der i Q1 om en fremgang i salget på 1,5 % til 229 mio. kr. Det er efter vores vurdering lidt til den svage side, men på linje med ledelsens forventninger. Væksten er især drevet af B2C-markedet både gennem brandede butikker og "gør-det-selv" salg. Det er altså de private forbrugere, der har trukket salget op. Dækningsbidraget er størst ved salg til private fremfor typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder. B2B salget sker til en

stabil kundegruppe med stor volumen. Forhåbentlig vil de kommende kvartaler vise, at B2B salget kan opretholde sit høje niveau på over 50 % af omsætningen. Bruttomarginen er i Q1 steget til 25,7 % (fra 25,4 %), hvilket skyldes højere marginer i B2C-salget end i B2B.

Salget i øvrige lande er steget med hele 4,7 % til 25,2 mio. kr. Salget i Norge imponerer med en salgsvækst i brandede butikker på 13,7 %. TCM har i de senere år udvidet med stadig flere brandede butikker i netop Norge. Selvom salg i øvrige lande kun udgør 10 % af koncernomsætningen, så er det positivt med vækst her. Langsigtet rummer udlandet efter vores vurdering en betydelig upside for TCM.

Driftsudgifterne er vokset med 3,2 mio. kr. til 35,6 mio. kr. og udgør 14,0 % af omsætningen. Det skyldes øgede udgifter til markedsføring og restrukturering som følge af, at selskabet har tilpasset sig de udfordrende tider med COVID-19 og har afskediget 10 ansatte. Af samme grund er EBITDA og EBIT faldet med ca. 1,0 mio. kr. til hhv. 35,0 og 29,7 mio. kr. Det sætter sig videre ned i regnskabet til nettoresultatet, der er faldet fra 23,4 til 22,6 mio. kr.

Købe ekstra op af råvarer skuffer østrig

Netto rentebærende gæld er i Q1 steget med 25 mio. kr. som følge af en mindre gunstig udvikling i arbejdskapitalen, der dog fortsat håndteres flot. Arbejdskapitalen er fortsat negativ med -6,1 % (et negativt tal er positivt). Det er dog en ændring fra -7,3 % ultimo Q1 2019 og -10,8 % ultimo 2020. Ændringen i arbejdskapitalen kan forklares med, at der er indkøbt ekstra råvarer for at opretholde en større buffer i relation til COVID-19. Set i forhold til for et år siden er gælden faldet fra 139,3 mio. kr. til 76,7 mio. kr. Gearing beregnet som nettorentebærende gæld eksklusiv skyldig selskabsskat delt med justeret EBITDA var pr. ultimo kvartalet på 0,44, hvilket er en stigning fra ultimo 2019 på blot 0,31. Selskabets maksimumsmål er på 2,25 x, og der er derfor finansielt råderum til at optage lån til eventuelle opkøb. Balancen er generelt meget stærk og sund med en soliditetsgrad på 54,1 %. TCM er særdeles dygtig til at håndtere den investerede kapital, og en cash conversion rate på 87,3 % er imponerende, selvom den ultimo 2019 lå på 99,9 %.

COVID-19 har haft begrænset indvirkning i Q1. Der har ikke været begrænsninger i leveringskæden, og generelt har selskabet en meget fleksibel arbejdsstyrke, hvorfor TCM hurtigt kan tilpasse sig til efterspørgslen. Over 90 % af produktionen sker på baggrund af indgåede ordrer, og derfor har TCM god visibilitet for Q2, mens det er mere usikkert for resten af året. I den forbindelse er det interessant, at TCM i forbindelse med Guidance for 2020 pointerede, at man ventede den højeste vækst i H2. Det er dog blevet mere usikkert i den nuværende situation. Danmark og Norge har været lukket ned siden midten af marts, men genåbning er i fuld gang. Det svenske marked her derimod ikke været lukket ned. Usikkerhed hos forbrugerne kan have ført til mindre efterspørgsel efter nye store investeringer, som fx i køkkener. TCM melder da også om færre fysiske kundebesøg i de brandede butikker (Svane og Tvis), mens der har været øget trafik på Internettet. Kundemøder holdes både fysisk men især via onlinemøder.

Q1 har udviklet sig som forventet. Q2 kan i vores optik ikke undgås at blive negativt påvirket, da forbrugerne er inde i en usikker fase jobmæssigt. Der foreligger givetvis mange ordrer for den første del af Q2, men alligevel må vi forvente et svagt salg i Q2 salg med spor ind i Q3. Da selskabets aftagerlande er begyndt en genåbning, kan dele af Q3 og hele Q4 formentlig genskabe positivt momentum i salget. COVID-19 er dog en Dark Horse.

Usikkerhed på kort sigt – men langsigtet er TCM en god investering

I forbindelse med Q2 regnskabet den 18-08-2020 forventer ledelsen at kunne give en opdateret Guidance for 2020. Vi forventer ikke, at ledelsen vil ændre på den langsigtede strategi. Markedsandelen i Danmark skal øges, og andre markeder udvides. Indtjening og cash flow skal være i top opgjort i forhold til branchen for køkkenproducenter, hvilket skal ske ved at øge same-store salget og lønsomheden i samarbejde med forhandlere og franchisetagere ved at få flere kunder i butikkerne og indgå nye aftaler med B2B-kunder. For nyere butikker skal der dog først skabes kontakter til store B2B-kunder. Dette salgsarbejde tager tid, og sker derfor kun i de butikker, der har været åbne en del år, og hvor økonomien kan bære allokering af salgskræfter til et langstrakt B2B-salg. Da indtjeningsmarginerne er lavere i B2B-salget, skal der være vægtige grunde til at satse på B2B. B2B-relationerne vil dog oftest vare ved i mange år og gøre risikoen lavere overordnet set. Da mange af butikkerne i Danmark har været operationelle i mange år, har de været bidragende til at åbne B2B-markedet.

Der er fortsat mulighed for vækst i Danmark og andre lande. Opkøb er en del af strategien. I Danmark har man fundet egnede lokationer i 5-8 nye byer med plads til Tvis køkkener og Nettoline. I Q1 er en Tvis butik blevet ændret til en Nettoline forretning. Desuden er der indgået kontrakt med en forhandler om åbning af Tvis Køkkener i Vejle med åbning i Q2.

I Norge er TCM repræsenteret med alle fire brands. Her ser man basis for en betydelig udvidelse, og intentionen er at udvide antal Svane Køkkenet forretninger fra de nuværende 9 til 15-18 butikker på kort til mellemlangt sigt. Derudover er der basis for at åbne nogle få Nettoline butikker. I marts er en Svane Køkkenet butik åbnet i Ålesund i Norge og indgået aftale om åbning i Kristiansand formentlig i Q2. Den geografiske udbredelse via Nettoline i Sverige er begrænset. Der er derfor basis for at udvide antallet af Nettoline-butikker, ligesom

der er basis for Svane Køkkenet butikker i landet. Onlinesalg via kitchn.dk sker aktuelt kun i Danmark med begrænset effekt på totalsalget. TCM er dog klar til at geare op for e-handelsdelen. Mulighederne burde være store.

TCM har som mål hvert år at lancere en ny køkkenserie. Det følges op af en marketingskampagne, hvilket sikrer mere trafik i butikkerne og på websites. En vigtig salgsparameter er, at kunder mod betaling kan sammensætte et køkken efter behov og ønsker. Produktionsfaciliteterne i Aulum og Tvis er indrettet, så man relativt nemt kan håndtere individuel produktion. Konkurrenterne er langt mindre innovative og sælger primært standardprodukter uden den store fornyelse.

På et tidspunkt risikerer man, at det danske marked mættes, og at det ikke er muligt at opretholde de høje vækstrater. Til den tid er der så mulighed for mersalg og vækst i både Norge og Sverige og via opkøb. Ekspansion/opkøb vil dog kun ske, såfremt det med stor sandsynlighed vil gavne selskabet og dermed aktionærerne.

Vi ser potentiale for opkøb i Tyskland, UK eller Benelux, hvis man samtidig får adgang til såvel et godt underliggende marked og produktion på stedet. Ekspansionsmulighederne er således til stede.

De private forbrugeres lyst til at investere i et nyt køkken afhænger i høj grad af den økonomiske udvikling i samfundet (vækst i BNP, kundernes rådighedsbeløb, et boligmarked i vækst med stigende priser og ikke mindst en lav rente). Dette bringer os frem til at påpege en risiko for TCM. Aktuelt begunstiges TCM af den lave rente, hidtil stigende priser på boliger og ejerlejligheder og dermed adgang til at belåne friværdien til fx udskiftning af køkkener. De hjælpepakker, som mange lande har ydet for at afbøde de negative konsekvenser af COVID-19, skal jo finansieres. Den statslige gæld øges. Det kan i værste fald føre til skattestigninger og/eller en stigende rente. Begge dele kan føre til et stop for festen på boligmarkedet, hvilket som sideeffekt kan føre til markant reduceret efterspørgsel efter nye køkkener. Det vil være negativt for TCM Group.

Ledelsen har lagt en strategi, som på sigt giver mulighed for yderligere vækst, forbedring af lønsomheden, og produktionen kan klare en fortsat ganske stor salgsvækst, før der bliver behov for større investeringer. Vi mener, at TCM Group-aktien bør overvejes til langsigtede investorer. Normalt udloddes der høje udbytter, men det sker ikke i år, da det indstilles til beslutning på kommende generalforsamling at suspendere udbyttet. Bestyrelsesformanden pointerer, at selskabets udbyttepolitik fremadrettet er uændret (40-60 % af årets overskud). Der åbnes også for et muligt ekstraordinært udbytte frem mod næste års generalforsamling, såfremt selskabets finansielle styrke fastholdes over året.

Løbende 12 måneders nettooverskud andrager 110,4 mio. kr. eller 11,04 kr. pr. aktie. Implicit handler TCM således til en P/E (93/11,04) på blot 8,4. Det er særdeles lavt og skyldes givetvis, at investorerne overser denne udmærkede Small-Cap aktie. I stedet flokkes de om de langt dyrere aktier i Large-Cap og Mid-Cap segmenterne.

Kortsigtet: Usikkerhed. Langsigtet: Køb.

Beskrivelse af TCM's multibrand strategi



Svane Køkkenet er kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger til køkken, bad og opbevaring. Kvaliteten er i top, og der anvendes kun de bedste materialer og input. Al produktion sker efter ordre, således at specifikke kundeønsker kan indarbejdes. Svane Køkkenet lancerer hvert år en ny og innovativ køkkenserie udviklet af selskabets egne designere og arkitekter eller unikke tilføjelser. Nyskabelsen for 2020 omfatter en udvidelse af S19-serien (oprindeligt lanceret ultimo 2018) med innovative designfunktioner og et banebrydende multifunktionelt koncept kaldet "Drains". Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.

Tvis køkkener har produceret og solgt kvalitetskøkkener i mere end 60 år. Også her foregår udførelsen efter ordre, og kunden kan få individuelle ønsker indarbejdet. Tvis Køkkener har et af de største sortimenter og kan levere køkkener i alle prisklasser. Dette brand sælges gennem forhandlere i Danmark og Norge.

Nettoline, som TCM overtog i 2017, fremstiller køkken-, bad- og garderobeinventar på egen fabrik i Jylland. Nettoline har i de senere år udviklet sig til en stærk producent af køkkener til gør- det-selv segmentet med produkter i en god kvalitet til en overkommelig pris.

Nettoline sælges gennem forhandlere i Skandinavien. Nettolines antal af butikker steg med 14 i løbet af sidste år. Butikkerne åbnede hovedsageligt i Danmark og Sverige, hvor der blev indgået en aftale med Kökscentrum om etablering og åbning af Nettolinebutikker i Sverige, hvor der sidste år blev åbnet 10 butikker. Kitchn forretninger i Sverige er skiftet til Nettoline. I år er det besluttet at inkludere 20 af Nettoline-butikkerne i Danmark som værende brandede.

Kitchn fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler. Salget sker på Internettet. Der er tale om et online brand i gør-det-selv segmentet. Via hjemmesiden kan kunden i løbet af 24 timer få indretningsforslag og tilbud fra erfarne og kompetente indretnings-eksperter, ligesom et tegneprogram via hjemmesiden stilles til rådighed for kunden. Der findes et ubemandet showroom i København.

Private label salg: TCM Group producerer køkken-, bad- og garderobeløsninger til forhandlere, der sælger disse produkter under deres eget navn (private label). Det er velgennemførte gør-det-selv løsninger, der er nemme at samle. TCM Group tilbyder et stort udvalg i skuffer, skabe, låger, greb, bordplader og andet tilbehør, der gør det muligt selv at designe sine helt egne løsninger. TCM Group's private label-løsninger sælges gennem byggekæder og andre forhandlere i Danmark og Norge.

Koncernsalget sker via ca. 135 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 68 er brandede butikker med salg af Svane Køkkenet (på franchisebasis) og Tvis køkkener. De billigste brands sælges også via Internettet.

TCM har en overordnet strategi om at øge salget ved at få flere kunder ind i butikkerne. Her bidrager den årlige produktlancering til at skabe synlighed omkring selskabets nye ideer og tilbud. Butiksnettet vil løbende blive udvidet. TCM har også fokus på onlinehandel, hvorved kitchn har mulighed for at øge sit salg. Bestyrelsesmedlem Danny Feltmann Espersen har stort kendskab til digital eksekvering.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Stærk balance, lav gearing og høj soliditetsgrad giver råderum til vækst via opkøb. Der er tale om en asset light model, da butikkerne drives af forhandlere. Den interne styring af finanserne sikrer en ekstremt høj cash conversion. 90 % af produktionen sker efter ordre, hvilket bidrager til at styre produktionen og giver små tab på debitorer. Produkterne dækker alle prisklasser. Produktionskapaciteten er ikke fuldt udnyttet før ved en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. E-handel kan udvide salgsomfanget. Udvidelse geografisk er en mulighed.

Svagheder

Selskabet afsætter sine produkter i en konjunkturfølsom branche. Man er afhængig af de selvstændige forhandlers indsats i salgsledet. Der er mange store og mindre konkurrenter. Aktien er noteret i small-cap indekset, hvilket medfører lav investorinteresse.

Muligheder

Norge og Sverige rummer betydeligt vækstpotentiale. Indsatsen er indtil videre begrænset på e-handel, men her er der vækstmulighed især for gør-det-selv-køkkener. På sigt kan ekspansion i helt nye lande også være en mulighed for de dyreste produkter, hvis man kan indgå aftaler med eksisterende, veldrevne butikskæder som partnere udvalgte steder.

Trusler

Efter flere år med høj aktivitet i byggeriet, handel med boliger, lav arbejdsløshed og voksende rådighedsbeløb i de danske familiers husholdning, vil en betydelig rentestigning kunne føre til nedgang i efterspørgslen på udskiftning af køkkener. Risikoen er, at vi befinder os tæt på toppen af det nuværende konjunkturforløb. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og uden varsel udløse hård priskonkurrence.

Regnskabstal

mio.kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	600	817	900	1.007	1020
Justeret EBITA	86	123	148	161	155
EBIT	60	81	138	147	140
Resultat før skat	45	67	132	142	135
Nettoresultat	32	48	104	111	105
Antal ansatte gns.	336	410	458	489	500
Aktiver	796	806	844	911	930
Immaterielle aktiver	523	569	560	551	550
Materielle aktiver	108	85	88	111	110
Arbejds kapital netto	-59	-81	-94	-109	-114
Nettorentebærende gæld	171	226	91	52	40
Egenkapital	340	305	409	473	530
Justeret EBITA %	14,4	15	16,4	16,0	15,2
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	29,1	25,2	20,9
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,4	11,1	10,5
Udbytte	0	0	4,75	0	5,5
Indre værdi	34	30,5	40,9	47,3	54

2016 er proforma tal. Estimer for 2020 er udtryk for Aktieinfos vurdering. Da selskabet har suspenderet Guidance er ovennævnte estimer for 2020 behæftet med ekstra høj usikkerhed.

**Seneste analyser:****Anbefaling:**

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt	
03-03-2020	124	Hold	Køb	
20-11-2019	112	Køb	Køb	
16-08-2019	111	Køb	Køb	
09-05-2019	113	Køb	Køb	
05-03-2019	106	Køb	Køb	4,75 kr. udloddet i udbytte 16-04-2019

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, John Stihøj og Lau Svenssen ejer ikke 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.