

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab

Første halvår og specielt andet kvartal har udviklet sig godt. Prisstigninger på input, energi og transport belaster. Regningen sendes med forskydning videre til slutkunderne. Forventninger til EBIT reduceres med 10 mio. kr.

- Stigende volumen og indførte prisstigninger kombineret med en god ordrebog gør, at TCM Group fastholder forventningerne til 2022, dvs. en salgsvækst på 4-11 % til 1.150-1.225 mio. kr.
- Indtjeningen presses af øgede priser på råvarer og energi, hvorfor niveauet for årets EBIT reduceres med 10 mio. kr. til 130-160 mio. kr.
- Aktieinfo estimerer, at 2022 ender i den nedre del af de udmeldte intervaller. På denne baggrund estimerer vi et resultat pr. aktie i år på 11,1 kr. (ned fra 11,5 i 2021), hvorfor aktien ved nuværende kurs handler til en P/E 2022E på blot 7,7.
- Der er i år udloddet 6 kr. i udbytte svarende til en udlodning på 54 mio. kr. Det har sammen med opkøb af egne aktier og en lovgivningsmæssig bestemmelse om omlægning af leasinggæld til IFRS 16 standard øget gælden til en gearing på 2,35 x, hvilket er det maksimale niveau baseret på selskabets målsætninger. Det begrænser mulighederne for opkøb.
- Efterspørgslen efter køkkener følger i høj grad udviklingen i byggeriet og på boligmarkedet, der udfordres af den stigende inflation og renteutvik-

**AKTUEL KURS: 86**

**Børs: MidCap indekset**

**Markedsværdi: 780 mio. kr.**

**Antal aktier: 9.067 mio.**

lingen. B2C-salget risikerer derfor at blive negativt påvirket til ugunst for TCM Group. Heldigvis består en høj andel af omsætningen af B2B-salg til eksempelvis Almene Boligforeninger, der løbende har behov for udskiftning af køkkener, når lejere fraflytter. Det giver en vis balancering i salget, der dog på sigt næppe kan undgås at blive negativt påvirket.

- TCM Group fortsætter med at åbne nye butikker i Danmark og Norge, ligesom e-handel vil blive udvidet til også at omfatte Norge og Sverige. Det vil bidrage til at skabe ny vækst. TCM Group har forberedt en række tiltag, som hurtigt kan iværksættes for at afbøde et fald i efterspørgslen, således at indtjeningsmarginerne kan beskyttes.
- Aktien er i år faldet betydeligt mere end det generelle danske marked. Det har gjort prissætningen meget lav. Meget dårligt er således allerede indregnet i aktiekursen, og blandt andet på denne baggrund fastholder vi TCM Group som en langsigtet god placeringsmulighed. Usikkerheden er dog stor på kort sigt, men langsigtet rummer aktien upside.

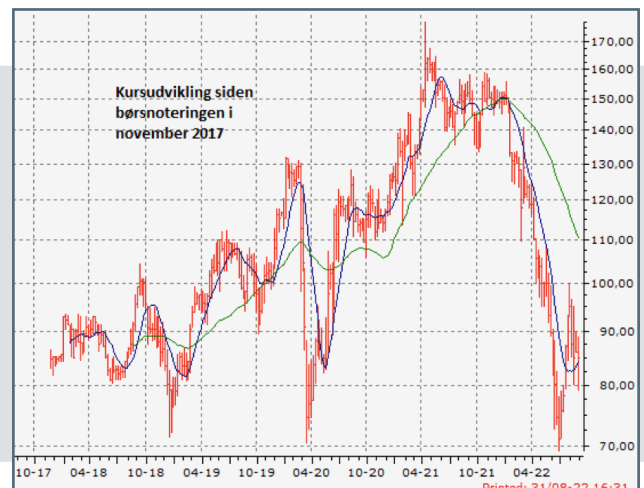
### AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 75-110

Kursudvikling 12-18 mdr.: 110-140

Næste regnskab: Q3 den 15-11-2022

Høj/lav seneste 12 måneder: 167,5 / 69,3



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.

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab

TCM Group udfordres af en række udefrakommende makroøkonomiske forhold. Indførte prisstigninger og et fleksibelt produktionsset-up kan modsvare udfordringerne. Aktien er allerede faldet markant i kurs, og vi vurderer derfor, at meget negativt allerede er indregnet i aktiekursen.

Alle ordreproducerende virksomheder er for tiden udfordret. Komponentsituationen klares ved at opretholde større lagre end normalt, og på det punkt er det positivt, at forsyningssituationen efter ledelsens udsagn er ved at normalisere sig. Stigende priser på energi og transport vægter negativt igennem H1-regnskabet, idet to indførte prisstigninger i andet kvartal først slår igennem med fuld indvirkning fra midten af tredje kvartal. TCM Group gør alt hvad der er muligt for at mitigere udfordringerne, men på ét punkt er det vanskeligt at gøre noget: Vi er inde i en periode med ekstremt høj inflation, hvilket vil føre til rentestigninger, der presser boligpriserne. Usikre tider og stigende renter vil vægte negativt på forbrugernes lyst og finansiell evne til at udskifte køkkener.

I det lys er det imponerende, så godt TCM Group har klaret sig i første halvdel af 2022. Selskabet fastholder at kunne øge omsætningen med 4-11 % i år, hvilket skyldes stigende volumen og effekten af igangsatte prisstigninger. Forventningerne til årets EBIT-resultat reduceres med 10 mio. kr. til 130-160 mio. kr. Trods de mange udefrakommende udfordringer klarer TCM Group sig fortsat rigtig godt, og aktien er efter et fald i år på 46 % fortsat at betragte som langsigtet interessant.

I andet kvartal er omsætningen steget med 11,7 %. Danmark, der er det største og vigtigste marked, løftede salget med 10,5 % (9 % organisk), mens andre lande (primært Norge) udmærkede sig med en vækst på 23,5 %. Koncernomsætningen blev understøttet af en høj andel af tredjepartsprodukter og negativt af den tekniske effekt af fusionen med Celebert. Set over halvåret var der en vækst på 6,0 % med 4,8 % i Danmark og 18,2 % på andre markeder. Væksten er drevet af volumenvækst og indførte prisstigninger. Vi er positivt overraskede over, hvor godt TCM har klaret sig igennem andet kvartal, hvilket viser, at der ikke på den korte bane er set et markant fald i aktiviteterne trods usikre makroøkonomiske forhold.

Driftsomkostningerne er faldet i forhold til omsætningen. Justeret EBIT i andet kvartal lander på 39,1 mio. kr. svarende til en margin på 12,0 % (ned fra 15,2 %), hvilket dog til dels skyldes en negativ påvirkning fra fusionen af kitchn.dk ind i Celebert. Indtjeningen i kitchn.dk indgår ikke længere i EBIT, men indregnes som resultat af associeret virksomhed. I første halvår er justeret EBIT faldet fra 77,0 mio. kr. til 65,1 mio. kr. svarende til en EBIT-margin på 10,7 % (ned fra 13,5 %). EBIT-resultatet i første halvår ender på 63,3 mio. kr. (74,2 mio. kr. i samme periode sidste år).

De frie pengestrømme udgør i halvåret -6,4 mio. kr. og arbejdskapitalen udgjorde -2,6 % af nettoomsætningen mod -7,0 % i samme periode året før. Cash conversion ligger fortsat flot på 49,5 % selvom det er et fald fra 71,5 % på samme tid sidste år. Den nettorentebærende gæld er steget til 333,3 mio. kr. som følge af opkøb af egne aktier og en teknisk justering som følge af en ændret forventet brugstid af IFRS 16 kontrakter. Gearingen er steget til 2,35 x løbende 12 måneders EBITDA (eksklusiv leasinggæld relateret til IFRS 16 er gearingen på 1,89 x), hvilket er lidt over selskabets mål på 2,25 x. Det giver således begrænset mulighed for yderligere gældsætning. Det pointeres i regnskabet, at kreditten i Nykredit Bank i seneste kvartal er blevet udvidet med 100 mio. kr. til 300 mio. kr. Egenkapitalen er på 397,8 mio. kr., hvilket giver en soliditetsgrad på 39,5 %. Balancen er overordnet meget solid, men gælden er tæt på max.

SELSKABETS FORVENTNINGER  
TIL 2022

I forbindelse med Q2-rapporten fastholder selskabet forventningerne om en omsætningsvækst på 4-11 % til 1.150-1.225 mio. kr.

Prisstigninger på råvarer og komponenter samt højere energi- og transportomkostninger forsøges imødegået ved indførelse af egne prisstigninger, der dog kommer med en forsinkelse. Derfor reduceres forventningerne til årets EBIT (ekskl. engangsomkostninger) med 10 mio. kr. til intervallet 130-160 mio. kr.

Det er fortsat et mål at åbne fem nye brandede butikker i Danmark og Norge i løbet af 2022.

**Aktuel prissætning giver et estimeret P/E på 7,7 og K/I på 1,9 baseret på Aktieinfos estimer for årets forventede indtjening.**



# ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab

Ordrebogen ved indgangen til tredje kvartal betegnes af ledelsen som solid, hvilket sikrer visibiliteten på den korte bane. Dette sammenholdt med to indførte salgsprisstigninger i andet kvartal gør, at TCM fastholder forventningerne til årets salg. Bidragende til at skabe vækst resten af året er de planlagte åbninger af Svane Køkkenet butikker i Arendal, Oslo og København samt en Tvis Køkken butik i Slagelse. Dermed ventes antal brandede butikker at stige til 98 (aktuelt 94) inden årets udgang.

Nettoresultatet i første halvår faldt med 7,8 mio. kr. til 48,8 mio. kr. svarende til et resultat pr. aktie på 5,38 kr. Resultat pr. aktie seneste 12 måneder er 11,19 kr., hvilket sat i forhold til nuværende aktiekurs giver en P/E på blot 7,7.

Udviklingen i årets første seks måneder ligger på linje med selskabets egne forventninger, og nedjusteringen af EBIT til 130-160 mio. kr. er ikke overraskende henset til de stigende input- og råvarepriser.

Da vi allerede er 2/3-dele igennem tredje kvartal, er vi overbeviste om, at de finansielle mål for 2022 nok skal blive indfriet, dog i den nedre del af intervallet jævnfør Aktieinfos estimater i efterfølgende skema. Udfordringen bliver 2023, men det er alt for tidligt at vurdere udsigterne for næste år, da det vil afhænge af en række udefrakommende forhold (inflation, renter, energi, transport m.m.).

## Fortsat udsigt til vækst på mellemlangt sigt

I perioden 2017 til 2021 har TCM Group løftet sit salg med gennemsnitligt 8,9 %, EBIT med 17,8 % og nettoresultatet er steget fra 48,0 mio. kr. i 2017 til 110,7 mio. kr. i 2021. Perioden har været kendetegnet af en faldende rente, høj beskæftigelse, stigende ejendomspriser og høj aktivitet på ejendomsmarkedet og i byggesektoren. I årevis har TCM formået at vækste mere end det underliggende køkkenmarked i Danmark.

Nu udfordres de gode tider af den alt for høje inflation, der truer med at sende renten markant op – på kort sigt. Stigende rente vil føre til fald i boligpriserne og reduceret byggeaktivitet. Det vil påvirke TCM Group's salg og indtjening fremadrettet.

TCM Group sender i videst muligt omfang regningen for stigende input videre til slutkunderne, men der er også grænser for, hvor meget priserne kan stige, før det rammer forbrugernes adfærd som en boomerang. Den nuværende usikre fremtid stiller store krav til omstillingsparathed i koncernen. Prisstigninger er en del af løsningen. Komponentssituationen er ved at normalisere sig, og på det punkt har TCM været foran vognen ved at producere ekstra til lager. Bagsiden af medaljen er øget pengebinding. TCM har et fleksibelt produktions set-up, idet man kan gå fra tre-holds drift til to- eller i værste fald et holds drift. Det vil reducere omkostningerne på den korte bane, men omvendt skal ledelsen ikke gå for hårdt til værks, da det er vigtigt siden hen igen at kunne geare op, hvilket vil kræve villighed hos koncernens medarbejdere.

Til at modsvare en forventet nedgang i efterspørgslen efter køkkener til forbrugerne har TCM Group heldigvis et mangeårigt samarbejde med typehusfirmaer, almene boligselskaber og øvrige B2B-kunder. Boligselskaber har løbende behov for udskiftning af køkkener i takt med at lejere flytter. Salget til typehusfirmaer er mere usikkert, da også denne sektor vil blive ramt af de stigende renter.

På den korte bane er der således mange usikkerhedsfaktorer. Vi er dog overbeviste om, at TCM Group kommer godt igennem en vanskelig periode. En recession vil ramme byggeriet (og dermed TCM Group) hårdt, men netop en recession kan være nøglen til at løse problematikken med for høj inflation og de alt for høje priser på energi, komponenter og transport. Ja faktisk kan en recession føre til, at centralbankerne efter en kort periode med stigende renter, igen sænker renterne (måske allerede i løbet af 2023?). Aktieinfo tror således på en hård men kort opbremsning i økonomien/byggeriet. Derfor har vi også tiltro til, at TCM Group fortsat vil være i stand til at leve op til de økonomiske mål på mellemlangt sigt om at skabe lønsom vækst i omsætningen med to-cifrede procentuelle vækstrater.

Det er fortsat "white-spots" i både Danmark og Norge for åbning af nye butikker. Vækstplanerne omfatter åbning af Nettoline butikker i både Danmark og Norge, nye Tvis Køkken-butikker i Danmark og etablering af yderligere 8-10 nye Svane Køkkenet-butikker i Norge, hvoraf to er planlagt i år. Dertil kommer muligheden for etablering af B2B-salg i Norge og øget Do-It-Yourself salg via Internettet. Samtidig får selskabets først fuld effekt af de indførte prisstigninger i løbet af indeværende kvartal. Det taler for, at TCM Group fortsat vil kunne udvise vækst i omsætningen på mellemlangt sigt. Indtjeningsmarginalerne (procentuelt) forventes at kunne blive opretholdt. Det taler for en langsigtet god investeringscase, hvilket dog kræver, at man som investor kan stå imod en forventet periode med udefrakommende negative påvirkninger. Det er vanskeligt at vurdere, hvor hårdt TCM Group bliver ramt, og hvor længe det inflationære pres varer ved.



## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab

Ledelsen har fremlagt en plan, der sigter mod lønsom vækst både organisk og via opkøb. Sverige er et oplagt marked at søge vækst på, men landet er præget af stor konkurrence på køkkenmarkedet. Opkøb i nærmarkeder som Tyskland, UK og Benelux er også muligheder, men i så fald skal man samtidig kunne få adgang til lokal produktion, idet transportudgifterne ellers bliver for tunge. Den nuværende kapacitet på fabrikkerne i Aulum og Tvis kan efter løbende kapacitetsforbedringer klare en omsætning i niveauet 1,6-1,7 mia. kr. uden at øge investeringerne markant.

### Aktien som investering

Vi ser en række risici i casen på den korte bane, men som beskrevet i afsnittet ovenfor, er der også mange positive muligheder for opretholdelse af lønsom vækst. Der er mulighed for åbning af nye butikker i flere byer i Danmark og Norge. Internt kan TCM justere de variable omkostninger ved fx at tilpasse produktionen i kortere perioder. TCM Group fører en aktionærvenlig politik om udlodning af 40-60 % af årets nettooverskud. Og så er aktien billig målt på et nøgletal som price/earning med et niveau på blot 7,7 baseret på Aktieinfos estimat for årets indtjening på netto 100 mio. kr. Kurs/indre værdi estimerer vi til 1,9.

Aktiekursen er i år faldet hele 46 %, hvilket er markant mere end det danske indeks. Det afspejler i vores optik, at meget dårligt allerede er indregnet i aktiekursen. Det sagt, så kan kursen godt sætte sig yderligere, hvis det generelle marked falder i denne usikre tid. TCM Group anser vi dog nu som høj kvalitet til lav pris, og det taler for en langsigtet investering i aktien. Vi bemærker, at såvel selskabets CEO, CFO og et medlem af bestyrelsen i årets løb har købt op i aktien.

### STYRKER

Stærk markedsposition i Danmark med en højere vækst end det underliggende marked. Yderligere vækst søges ved åbning af stadig flere brandede butikker. E-handelsdelen er styrket efter købet af en ejerandel af Celebert med TCM som leverandør. Tilbyder produkter i alle prisklasser med stærke Brands. Innovation med løbende lancering af nye køkkenserier og tilføjelser skaber trafik i butikkerne og på websites. Asset light model hvor butikkerne drives af forhandlere. En stor del af omsætningen er B2B-salg til almene boligforeninger (sikrer stabilitet). Udlodder 40-60 % af nettooverskuddet som udbytte. Lav pengebinding og meget begrænsede tab på debitorer. TCM har mulighed for at tilpasse produktionen til efterspørgslen. Fabrikkerne kan med nuværende kapacitet klare en omsætning på 1,6-1,7 mia. kr.

### SVAGHEDER

Køkkenbranchen er konjunkturfølsom og kendetegnet af mange store og mindre konkurrenter. Efter udlodning af udbytter og køb af egne aktier er gearingen steget til 2,35 x, hvilket giver begrænset plads til ekspansion via opkøb. Omsætteligheden i aktien er lav, hvilket får nogle investorer til at fravælge aktien som investering.



### MULIGHEDER

Der er fortsat basis for åbning af nye butikker i Danmark og Norge. I Danmark har TCM en høj andel af salg til B2B-kunder, hvilket på sigt kan eksporteres til Norge. E-handel vil blive udvidet til også at omfatte Norge og Sverige. På sigt kan der åbnes op for nye markeder i nærtliggende markeder, og også andre lande, hvis man samtidig kan overtage lokal produktion.

### TRUSLER

Køkkenmarkedet er præget af stor konkurrence. Forsyningsudfordringer samt de høje priser på råvareinput, energi og transport er en forhåbentlig kortvarig stor udfordring. Den stigende inflation med afledte rentestigninger er mere kritisk, da det vægter negativt på nybyggeriet og fører til prisfald på boliger. Forbrugernes finansielle råderum reduceres. TCM imødegår de stigende priser på inputmaterialer ved at hæve salgspriserne, hvilket i kombination med ovennævnte kan presse forbrugernes efterspørgsel efter køkkener.

### OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. TCM Group sælger køkken-, bad- og garderoabeløsninger med salg via ca. 140 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 94 er brandede butikker. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere, mens private label omfatter salg til byggemarkeder i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- TCM Group gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand, mens de øvrige er Tvis Køkkener og Nettoline dækkende hele prisspektret. Dertil kommer salg via private label og e-handel. Danmark er det primære marked og står for ca. 90 % af salget med Norge som det næststørste marked.
- **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** er det næststørste brand med produktion efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundeønsker. Der er tale om et stort sortiment i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark, Færøerne og Norge.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og garderoobeinventar 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 (TCM købte i juli 2021 en ejerandel på 45 %) i Danmark via kitchn.dk, billigskafe.dk, Celebert og Just Wood med TCM som leverandør. E-handel forventes udvidet til Sverige og Norge i år.
- **B2B** sælges til typehusfirmaer, almene boligselskaber, projekter og øvrige B2B-kunder, hvilket udgør ca. 50 % af koncernomsætningen. 80-85 % af salget stammer fra renoveringsopgaver, hvilket sammen med en høj B2B-andel gør selskabet mere robust overfor økonomisk afmatning fremfor salg rettet mod nybyggeriet.
- Målsætningen er løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre primært i Danmark og Norge. Inden årets udgang er der planlagt åbning af nye Svane-Køkkenet butikker i Arendal, Oslo og København, ligesom en Tvis Køkkener butik åbner i Slagelse. I andet kvartal er en Svane Køkkenet butik i Mandal i Norge lukket.
- Produktion sker på selskabets to fabrikker i Tvis og en i Aulum. 90 % af produktionen sker på baggrund af indgåede kundeordrer. 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, herfra over 50 % i nærliggende lande som Danmark, Tysk-

#### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Torben Paulin**  
CEO



**Mogens Elbrønd Pedersen**  
CFO



**Sanna Suvanto-Harsaae**  
Bestyrelsesformand



## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab

- land og Sverige. Det sker for at reducere klimabelastningen. TCM optimerer løbende produktionen med henblik på at reducere selskabets CO2 udslip mest muligt.
- TCM Group lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. I 2021 lanceredes nye produkter i alle tre brands, og i år er en række nye indeklimate certificerede produkter blevet lanceret. Nye løsninger og køkkenserier bidrager til at øge trafikken i de fysiske butikker og på e-handelssites.
- 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. TCM er dygtig til at håndtere den investerede kapital, hvilket ses af en negativ arbejdskapital på 2,6 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 49,5 %.
- TCM beskæftigede 535 medarbejdere ultimo Q2 2022 mod 504 for et år siden.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Mogens Elbrønd Pedersen (født 1975) er CFO. Sanna Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er formand for bestyrelsen, der består af seks medlemmer. På generalforsamlingen i april blev Jan Amtoft valgt ind i bestyrelsen. Han er Chief Information Officer i Rockwool og bidrager med erfaring fra digitalisering og automatisering i produktionen.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. Selskabet har en strategi om årligt at udlokke 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter. Aktiekursen steg sidste år med 14,4 %, hvortil kom et udbytte på 13 kr. År til dato er aktiekursen faldet med 73 kr., hvoraf 6 kr. skyldes fragtelsen af udbyttet.
- Aktionærforhold: ATP 10,2%, BI Asset Management 8,6 %, Taiga Investment Funds PLC 5,3 %, Paradigm Capital Value Fund 5,2 %, Handelsbanken Fonder 7,1 % og Luxempart 5,6 %. TCM har annulleret størstedelen af de aktier, som selskabet selv ejer, hvorfor antal aktier i omløb nu er på 9,067 mio. styk. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

**TCM**  
Group

### SENESTE ANALYSER

#### Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
30-05-2022	97	95-125 (inkl. udlodning)	145-170
02-03-2022	133	125-145 (inkl. udlodning)	145-170
09-12-2021	158	150-175	175-210
09-09-2021	161	150-175	175-210

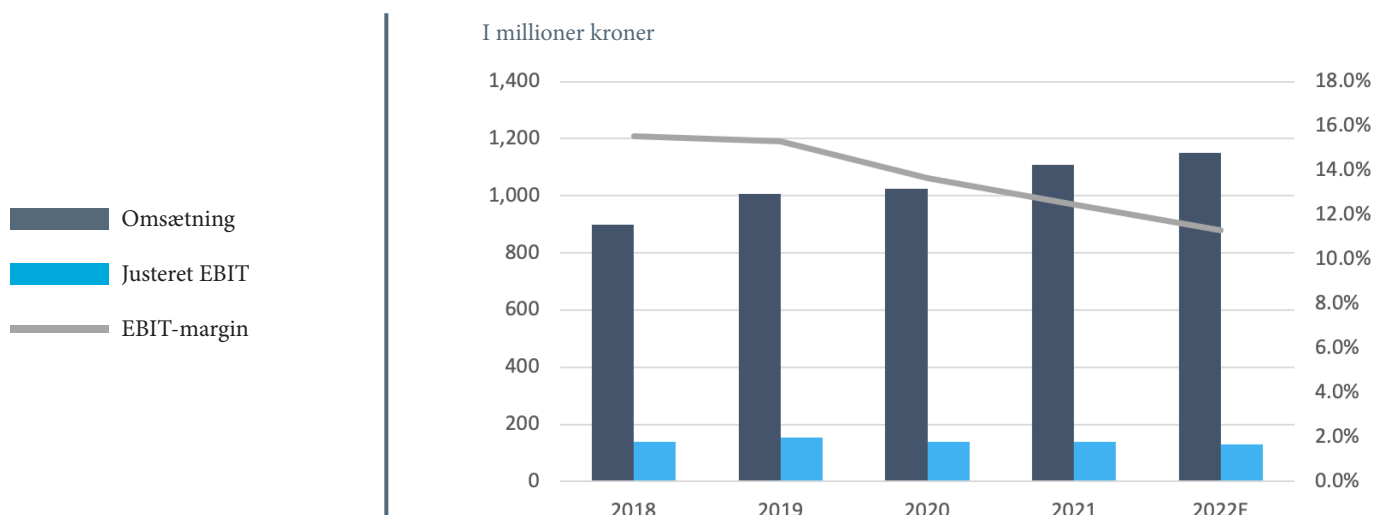
## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter H1-regnskab



### REGNSKABSTAL

mio. kr.	2018	2019	2020	2021	2022E
Omsætning	900	1.007	1.025	1.108	1.150
Justeret EBITDA	156	174	161	155	155
EBITA	146	154	142	140	140
Justeret EBIT	140	154	140	138	130
Resultat før skat	132	142	131	136	125
Nettoresultat	104	111	102	111	100
Antal ansatte gns.	458	489	483	504	500
<b>Aktiver</b>	<b>844</b>	<b>911</b>	<b>929</b>	<b>907</b>	<b>1.000</b>
Immaterielle aktiver	560	551	543	546	550
Materielle aktiver	88	111	133	146	170
Arbejdskapital netto	-	94	-109	-82	-60
Nettorentebærende gæld	91	52	-43	199	300
Egenkapital	409	473	574	420	400
Justeret EBIT margin %	15,6	15,3	13,6	12,4	11,3
Egenkapitalforrentning %	29,1	25,2	19,5	22,3	24,4
Resultat pr. aktie	10,4	11,1	10,2	11,5	11,1
Udbytte	4,75	0	13,0*	6,0	5,0
Indre værdi	40,9	47,3	57,4	45,8	44,4

\* Det ordinære udbytte for 2020 var 5,5 kr. plus ekstraordinært 7,5 kr. relateret til 2019, hvor man ikke foretog udlodning. Vi estimerer et gennemsnitligt antal udestående antal aktier på 9 mio. ultimo 2022. Tal for 2022 er udtryk for Aktieinfos estimerer.





### 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.