

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2024



- Køkkenbranchen er konjunkturfølsom. Salget udvikler sig bedst i perioder med lave finansieringsrenter, høj forbrugertillid, lav arbejdsløshed, geopolitisk ro, stigende ejendomspriser og god gang i hushandlerne. Disse forudsætninger har ikke været med TCM i de senere år, men siden midten af 2024 har ECB nu sænket renten seks gange á 0,25 %. Danmark Nationalbank har fulgt med. Den lavere rente har straks haft en positiv afsmittende effekt på TCM's salg af køkkener til privatkundesegmentet (B2C), og det har haft en positiv effekt på indtjeningen. Trods et par udfordrende år har TCM årligt opnået overskud, hvilket ikke er tilfældet for selskabets store svenske peer – Nobia.
- TCM's salg sker B2C og B2B (fx typehusfirmaer og ejendomsudviklere). Især B2B-salget påvirkes af renteudviklingen. B2B-salget har karakter af flerårige aftaler. Det er godt for TCM, når markedet er i fremdrift – og modsat. TCM's B2B-salg er pt. ramt af modgang, da gamle aftaler er udløbet og nye endnu ikke for alvor er blevet indgået. TCM budgetterer dog med, at B2B-salget igen vil udvise vækst i løbet af år, hvilket i høj grad skyldes det nu lavere renteniveau.
- Senere i år overtager TCM den udestående ejerandel på 55 % af e-handelsplatformen Celebert. Det vil styrke positionen på e-handelsdelen og sikre synergier m.m. E-handel sker nu i både Danmark, Norge, Sverige og Tyskland. Med en styrket platform er målet at opnå vækst og stigende indtjeningsbidrag.
- I år venter TCM - inklusive indregning af Celebert fra en gang i andet halvår - at nå en omsætning på 1.250-1.400 mio. kr. (1.204 mio. kr. i 2024) og et tilpasset EBIT-resultat på 90-120 mio. kr. (90 mio. kr. i 2024).

**AKTUEL KURS: 74**

**Børs: SmallCap indekset**

**Markedsværdi: 772,6 mio. kr.**

**Antal aktier: 10,440 mio. (korrigeret for egne aktier)**

- Målsætningen er uændret at opnå to-cifret procentuel vækst i salget på kort til mellemlangt sigt og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Målet er realiserbart henset til den lagte strategi. For nærværende handler aktien til en P/E 2025E på 8,6, hvilket er meget lavt for danske aktier. Forudsat det lykkes at øge salget med to-cifrede procentuelle vækstrater og vel at mærke samtidig at forbedre indtjening og cash-flow, vil P/E tallet blive endnu billigere ved uforandret kurs.
- TCM Group har vist en stærk evne til at forsvare indtjeningen trods et par hårde år. Der er iværksat en række tiltag til gavn for indtjeningen. Det lover godt for fremtiden, hvor den ideelle situation vil være at der opnås vækst i både B2C og B2B-salget på samme tid, og at e-handelsdelen samtidig også for alvor bidrager positivt. Alt dette sker næppe i 2025, men odds for at det kan ske i 2026 og et par år frem er så gode, at vi fastholder et positivt syn på aktien for langsigtede investorer. I positiv forstand skal det også nævnes, at der stilles forslag om udlodning af et udbytte på 3 kr. pr. aktie. Ved nuværende kurs svarer til en direkte afkast på 4,1%.

### AKTIEVURDERING

**Kursudvikling 0-6 mdr.: 70-80**

**Kursudvikling 12-18 mdr.: 80-90**

**Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 90-120**

**Generalforsamling: 09-04-2025**

**Næste analyse: Efter Q1-regnskab den 21-05-2025**

**Høj/lav seneste 12 måneder: 80,2 / 47,8**



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.



### SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2025 OG PÅ LÆNGERE SIGT

TCM Group ejer 45 % af onlineplatformen Celebert, der omfatter e-handelsplatformene kitchn.dk, billigske.dk og Just Wood, hvortil TCM Group leverer køkkener m.m. I løbet af andet halvår ventes TCM Group at overtage Celebert fuldt ud, uden at der er meldt noget ud om overtagelsesprisen og reelt overtagelsestidspunkt. Guidance for 2025 indregner dog allerede nu den fulde overtagelse af Celebert med virkning fra engang i andet halvår. Det ventes at bidrage positivt til omsætning og indtjening. Celebert oplyses at have omsat for ca. 150 mio. kr. med en EBIT-margin på ca. 11 % i 2024.

I år ventes omsætningen i TCM Group at stige til 1.250-1.400 mio. kr. (1.204 mio. kr. i 2024) og EBIT til 90-120 mio. kr. En stor del af årets vækst (Aktieinfo estimerer 75 mio. kr. til salget og 8 mio. kr. til EBIT) vil formentlig komme som følge af den fulde overtagelse af Celebert.

Guidance er baseret på forventning om stigende aktivitet indenfor nybyggeri, og at stigningen i antal solgte huse fortsætter i 2025 i både Danmark og Norge.

I 2024 meldte TCM Group ved årets start om en forventet omsætning på 1.000-1.150 mio. kr. og et EBIT-resultat på 55-85 mio. kr. Denne Guidance blev siden hævet til en omsætning på 1.150-1.200 mio. kr. og et EBIT-resultat på 75-90 mio. kr. De endelige resultater for 2024 endte således i toppen af udmeldt interval.

Aktieinfo har i skema senere i analysen estimeret tal for omsætning og EBIT i toppen af udmeldt interval. Aktieinfo anser det for sandsynligt med en opræcisering og eventuelt også en opjustering i 2025.

TCM fastholder strategien om på kort til mellemlangt sigt at opnå to-cifret procentuel salgsvækst og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Der vil fortsat blive investeret og optimeret i produktion, forsyningskæder og e-commerce-delen, ligesom opkøb er en del af strategien.

Det er fortsat et mål på mellem- til langt sigt at åbne ekstra 8-12 Svane Køkkenet butikker i Norge og bringe antallet op på 15-20.

### Solid vækst i B2C-salget sikrer stigende indtjening.

Koncernsalget steg med 11,0 % i 2024 som følge af integrationen af AUBO Production. Organisk faldt salget nemlig med 0,5 %. Kerneforretningen (koncernens salg under egne brandnavne) steg med 8,3 %, men faldt organisk med 5,1 %. Tredjeparts-salg, hvor der er lavere marginer end ved salg af egne brands, steg med 20 %, heraf 14,2 % organisk. Omsætningen i Danmark blev øget med 5,9 %, men faldt organisk med 1,4 %. Salget i Norge steg med hele 43 % som følge af AUBO Production. Organisk var der tale om en nedgang på 10 %. Salget i Danmark steg i forhold til 2023, og der meldes om et styrket B2C-marked, hvor ordreindgangen i fjerde kvartal viste to-cifret procentuel vækst. Det borger godt for 2025.

B2C-salget steg, mens B2B projektsalg som forventet faldt. Koncernomsætningen endte på 1.204 mio. kr. og dermed en anelse over toppen af senest udmeldte interval for den ventede omsætning på 1.150-1.200 mio. kr.

Produktmikset med overvægt af B2C-salg styrkede indtjeningen, da man har de højeste marginer på B2C-salget. Denne fordel blev dog opvejet af øgede produktionsomkostninger som følge af flaskehalse i dele af forsyningskæden.

Justeret EBIT (før engangsomkostninger, som der ikke var nogle af i 2024) endte på 29,8 mio. kr. i fjerde kvartal svarende til en margin på 12,9 % (op fra 9,5 %). EBIT blev i kvartalet positivt påvirket af en regulering af købsprisen for AUBO Production på 9,5 mio. kr. Justeret EBIT for helåret steg fra 56 mio. kr. til 90 mio. kr. svarende til den øvre del af senest udmeldt interval på 75-90 mio. kr. Justeret EBIT-margin blev forbedret fra 5,1 % i 2023 til 7,5 % i 2024. Det betegner vi som flot, da året har været udfordrende.



# ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2024

Nettoresultatet blev mere end fordoblet fra 21,5 mio. kr. i 2023 til 57,7 mio. kr. i 2024 svarende til et resultat pr. aktie på 5,51 kr. Solvensen blev styrket fra 44,1 % til 48,9 %, cash conversion fra 37,6 % til 84,3 % og derudover er gældsgærringsfaktoren blevet forbedret til 2,5x. Dermed overholder TCM Group med stor margin de aftalte covenants med selskabets bankforbindelse.

Henset til den markante stigning i indtjeningen vil der på kommende generalforsamling blive stillet forslag om udlodning af 3 kr. i udbytte. Det er et attraktivt niveau set i forhold til aktuel aktiekurs. Udlodningen svarer til 31 mio. kr. eller 54 % af nettoresultatet, og dermed indenfor selskabets mål for udlodningen på 40-60 % af årets nettooverskud.

Trods et udfordrende år har TCM Group igen bevist en stærk evne til cash generering og indtjening. Køkkenmarkedet har været udfordret de seneste par år, hvor TCM Group har ageret meget proaktivt og tilpasset sig de udfordrende markedsvilkår. Det har sikret overskud hvert år, mens den store svenske konkurrent Nobia fortsat opererer med underskud og har meldt svagt ud for 2025.

## Opkøb styrker investeringscasen

I juli 2021 købte TCM Group 45 % af aktierne i den danske e-commerce køkkenvirksomhed Celebert. TCM fusionerede sine aktiviteter i kitchn.dk med Celeberts e-commerce aktiviteter bestående af brands som billigskabe.dk, Celebert og Just Wood. Det blev samtidig aftalt, at TCM skulle være leverandør til den fælles virksomhed, der til en start solgte i Danmark, men som efterfølgende har udvidet dækningen til også at omfatte Norge, Sverige og Tyskland. TCM vil i løbet af andet halvår 2025 overtage den resterende ejerandel på 55 % af Celebert. Med købet opnås fuld kontrol over salgskanalerne, hvilket vil sikre positive salgs- og omkostningssynergier. Celebert omsatte sidste år for ca. 150 mio. kr. og opnåede en EBIT-margin på ca. 11 %. Det springende punkt, som ikke omtales i regnskabet, er prisen. Vi må vente til andet halvår med at få oplyst prisen. TCM Group er dog kendt for at være dygtige købmænd, så vi har tillid til, at ledelsen kun køber, hvis prisen er fair.

I juli 2023 købte TCM AUBO Production på et tidspunkt, hvor køkkenmarkedet var voldsomt udfordret af svage konjunkturer og høje renter. Købet af AUBO styrker ekspansionsmulighederne i Norge, hvor TCM udover en plan for åbning af Svane butikker også vil vokse AUBO via samarbejdet med Optimera. Fodfæstet i Norge er styrket markant, via AUBO's mange butikker, heraf størstedelen som shop-in-shops hos byggevarekæden Optimera.

## Mål: To-cifret procentuel vækst i omsætningen og styrket indtjening.

På kort- til mellemlangt sigt har TCM en strategi om at opnå to-cifret procentuel vækst i salget. Det er et ambitiøst men realistisk mål. Salgsfremgangen skal ske i alle brands, på alle markeder og salgskanaler. Dette vil kræve investeringer, herunder i eventuelle opkøb. For aktionærene er det dog vigtigt, at der kun søges vækst, hvis der bidrager til indtjening og cash flow. Internt vil man fortsat søge at opnå effektiviseringer i produktionen og forsyningskæderne og ved brug af moderne produktionsteknologi. Opkøb vil primært ske i Skandinavien.

Mens der søges vækst, er det vigtigt at fastholde de bestående kunder. Det skal ske via løbende lancering af nye produkter og funktioner. På dette punkt fremstår TCM Group meget mere dynamisk end resten af branchen, der ikke på samme måde kommer med nyheder. Sidste år lancerede Svane Køkkenet to nye serier, hvilket er med til at trække kunder til butikkerne.

Et nyt ERP-system vil blive taget i brug i år. Det vil bidrage til at forbedre effektiviteten, styrke samarbejdet med partnerne og forbedre kundernes oplevelser i koncernen og i butikkerne.

**Svane Køkkenet** er det vigtigste brand. Her er der lagt en plan om åbning af 8-12 nye butikker i Norge, hvilket skal bringe antallet af forretninger op på 15-20. I andet halvår 2024 åbnede en flagskibsbutik for Svane Køkkenet i Kolding.



## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2024

**Tvis Køkken** er i de senere år blevet rebranded, og der er investeret i butikkenetværket. Det har medført et uhørt godt 2024 med dobbelt- cifret procentuel salgsvækst og en vækst på over 50 % i B2C-salget. Strategien er at øge markedsandelen uden nødvendigvis åbning af mange nye forretninger. Der er dog basis for åbning af nye butikker i nogle enkelte danske byer.

**AUBO Productions:** Salg sker via butikker i Danmark og shop-in-shops hos Optimera i Norge. I Danmark blev der åbnet fire nye butikker sidste år. I Norge er der kun basis for udvidelse i ganske få byer, så her drejer det sig om at skabe vækst i både B2C og B2B via de eksisterende butikker.

**Nettoline:** Der er basis for åbning af nye butikker i både Norge og Danmark. I 2024 blev der åbnet tre Nettoline butikker i Danmark.

**E-commerce-delen** er på få år blevet udvidet fra salg på det danske marked til også at dække Norge, Sverige og Tyskland. Det er usikkert, om der er basis for åbning af yderligere e-commerce salg i andre lande, da man skal undgå for lang transport fra fabrikkerne nær Holstebro og ud i verden. Med fuld kontrol over Celebert kan der dog stadig opnås vækst i dette forretningsben.

Vi anser ledelsens ambitiøse planer for realiserbare. Vi bemærker, at gearingsfaktoren nu er blevet nedbragt til 2,5 x indtjeningen. Dermed er der igen finansielt råderum til yderligere opkøb i de kommende år, men for i år skal Celebert-købet lige falde på plads først, før nye ekspansive tiltag.

### TCM som investering

Salg og produktion af køkkener er konjunkturafhængigt. Byggesektoren er igen begyndt at udvise positive takter efter et par år med vigende aktivitet præget af høje renter. Der ses stigende aktivitet med køb og salg på ejendomsmarkedet. ECB's styringsrente er faldet seks gange siden sommeren 2024. Der er begyndende tegn på bedre tider forude, men endnu er brugertilliden ikke for alvor blevet styrket. Alligevel er B2C-markedet inde i et opsving. Det holder aktiviteten oppe hos TCM Group, indtil vi formentlig med virkning fra andet halvår 2025 også kan få en forbedring i B2B-markedet, der er præget af langsigtede projekter. Det tager derfor længere tid at se en styrkelse af B2B-markedet, men når den kommer, så vil effekten vise sig flere år frem. Det vil for alvor kunne booste aktiviteten og indtjeningen. Vi anser det for sandsynligt, at bunden for køkkensektoren og dermed også TCM er passeret.

TCM Group guider om et salg på 1.250-1.400 mio. kr. og et justeret EBIT på 90-120 mio. kr. i 2025. I efterstående skema estimerer Aktieinfo, at toppen for de udmeldte intervaller nås. I så fald kan vi beregne et resultat pr. aktie på 8,62 kr., hvilket vil være en betydelig forbedring fra 5,51 kr. i 2024. Ud fra nugældende aktiekurs handler aktien således til en P/E 2025E på blot 8,6. Det er særdeles billigt for en kvalitetsaktie, der nu igen udlodder et attraktivt udbytte og hvor fremtidsudsigterne ser meget bedre ud end længe.



### STYRKER

TCM distancerer sig fra konkurrenterne med en meget innovativ tilgang og lancering af årlige nyheder. Det tiltrækker kunder til de fysiske butikker og e-shops. Danmark og Norge er hovedmarkederne, der komplementerer hinanden godt. Der sælges produkter i alle prisklasser fra Svane Køkkenet som det dyreste brand videre til Tvis Køkken, AUBO og Nettoline. Markedspositionen i Norge er styrket markant med købet af AUBO Production i 2023. Her er der fortsat basis for at sikre synergier. Det er der også på e-handelsdelen, hvor man i løbet af i år vil sikre sig fuld kontrol over Celebert. Opkøb er en del af selskabets langsigtede strategi. TCM satser på både B2C og B2B-salg, hvilket reducerer afhængigheden af konjunkturerne. Forretningsmodellen er Asset-Light og kræver ikke stor pengebinding. TCM Group har investeret i effektiviseringer m.m., og disse tiltag vil gavne indtjeningen fremadrettet.

### SVAGHEDER

TCM er afhængig af udviklingen i byggesektoren og aktiviteten på ejendomsmarkedet. Lavkonjunktur rammer først B2C og efterfølgende B2B-salget - og modsat. Nu er B2C-salget igen på vej frem, men det vil tage lidt tid, før det også gælder for B2B-salget. Over tid udligner de to segmenter udsvingene. Der er mange konkurrenter på markedet, hvilket kan føre til priskonkurrence. Ekspansionsmulighederne er begrænset til lande i nærheden af selskabets fire fabrikker, idet transportomkostningerne ellers bliver for tunge.

**TCM**  
Group

### MULIGHEDER

TCM kan søge vækst med åbning af fysiske butikker i Danmark og Norge. E-handelsdelen rummer potentiale for yderligere styrkelse, især når man i årets løb får fuldt ejerskab af Celebert. B2B-salget viser de første tegn på forbedring, og her er der lagt en plan for at udvide B2B-salget i både Danmark og Norge. Et fortsat rentefald i Europa vil for alvor øge forbrugernes lyst til køb af nye køkkener og developeres incitament for at bygge nye huse (og dermed købe nye køkkener). Mulighederne er store.

### TRUSLER

Konjunkturerne med lav aktivitet i nybyggeriet, vigende boligmarked og høj rente har givet modvind til TCM, hvilket har medført for lav vækst men dog fortsat positiv indtjening. TCM er nr. 3 på markedet i Skandinavien, men en lille nr. 3. De to største konkurrenter er Nobia og Ballingslöv – begge Sverige. I kampen om kunderne kan der opstå en krig på prisen til ugunst for indtjeningen i virksomheden.

### SENESTE ANALYSER

#### Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 mdrs. sigt
06-12-2024	61,8	60-75	75-85	85-120
22-08-2024	68	65-75	75-85	85-120
23-05-2024	61,8	60-75	75-85	85-110
13-03-2024	52,2	50-60	60-65	65-100

### OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien efter de svenske konkurrenter Nobia og Ballingslöv. Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og to i den nærliggende by Aulum.
- TCM 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. Salget sker via ca. 220 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 112 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 har et mål om løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge.
- Danmark var i 2024 det største marked med en andel af salget på 80 %, mens Norge som følge af udvidelsen med køb af AUBO er steget til 19 %. Øvrige markeder står for 1 % af salget.
- **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 29 brandede franchise butikker i Danmark og 9 i Norge.
- **Tvis Køkkener** produceres efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundeønsker. Der er tale om et bredt sortiment i alle prisklasser med salg via 21 butikker i Danmark, en i Norge og en på Island.
- **AUBO** producerer og sælger køkkener og inventar til badeværelser. AUBO sælges via i alt 24 butikker i Danmark, Norge, Island og Færøerne. Butikkerne i Norge er shop-in-shops hos byggemarkedskæden Optimere.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og garderobeinventar rettet mod gørdet-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via 27 forhandlerdrevne butikker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **Private label** salg (TCM's produkter under kundens eget navn) sker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **E-handel** sker i Danmark, Norge, Sverige og Tyskland.
- **B2B** omfatter salg til professionelle kunder, herunder typehusfirmaer og projektudviklere. B2B-salget er præget af flerårige aftaler.
- TCM lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. De nyeste produktlanceringer er foretaget i Svane Køkkenet med to nye designs: New Tradition og ARC1.

#### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Torben Paulin**  
CEO



**Thomas Hjannung**  
CFO



**Anders Skole-Sørensen**  
Bestyrelsesformand

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2024

- 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 har 3. parts godkendte og validerede Miljøvaredeklarationer (kaldet EPD'er), hvilket dækker over alle laminat bordplader produceret af TCM gruppen. TCM er den første køkkenproducent i Skandinavien med sådanne data, hvilket styrker ESG-profilen. AUBO er i andet kvartal blevet FSC-certificeret.
- Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion. Over 90 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det reducerer transportbehovet og klimabelastningen. TCM optimerer bæredygtigheden både internt og hos underleverandører. Sidste år tilsluttede TCM Group sig SBTi (Science Based Target Initiative), hvilket var endnu et skridt på vejen mod en reduktion af CO2 emissionen for hele værdikæden. SBTi anbefalingen er 42 % reduktion i Scope 1 og 2 i 2030, men TCM har allerede reduceret med 53 % i forhold til 2021 baseline.
- TCM Group beskæftigede 481 medarbejdere ultimo 2024 mod 486 året før.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Thomas Hjannung (født 1973) er CFO. Anders Skole-Sørensen er formand for bestyrelsen.
- 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 10.440.012, hvoraf TCM selv ejer 73.051.
- Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer eventuelle opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter. For 2024 indstilles det til beslutning på generalforsamlingen den 09-04-2025, at der udloddes 3 kr. i udbytte svarende til 31 mio. kr. eller en udlokningsprocent på 54 % - altså indenfor det strategiske mål på 40-60 % udlodning.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2024: Paradigm Capital Value Fund 15,8 %, Paradigm Capital Value LP 12,1 %, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 10,8 %, ATP 10,3 %. Der er ikke oplyst tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

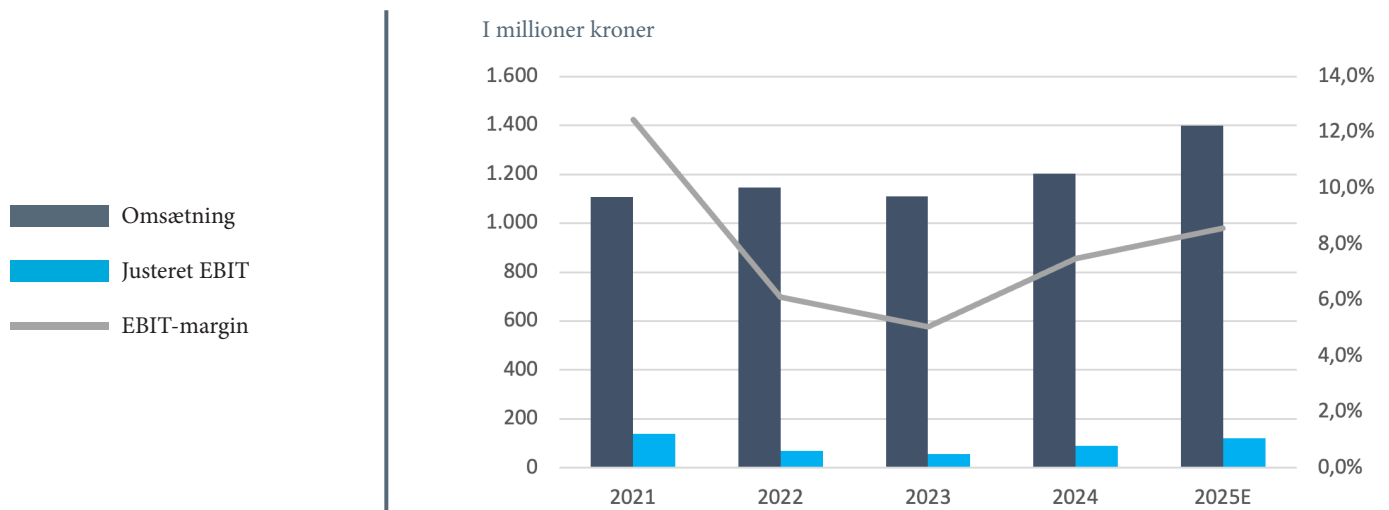
**TCM**  
Group

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter årsregnskab 2024



### REGNSKABSTAL

mio. kr.	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
Omsætning	1.025	1.108	1.146	1.111	1.204	1.400
Justeret EBITDA	161	155	115	77	126	145
EBITA	142	138	97	52	99	130
Justeret EBIT	140	138	103	56	90	120
Resultat før skat	131	136	89	27	69	105
Nettoresultat	102	111	70	22	58	90
Antal ansatte gns.	483	504	496	482	481	500
Aktiver	929	907	970	1.201	1.206	1.250
Immaterielle aktiver	543	546	556	672	692	700
Materielle aktiver	133	146	180	238	236	250
Nettorentebærende gæld	-43	-199	288	349	316	300
Egenkapital	574	420	421	530	589	630
Justeret EBIT margin %	13,6	12,4	9	5	7,5	8,6
Egenkapitalforrentning %	19,5	22,3	16,6	4,6	10,4	14,8
Resultat pr. aktie	10,2	11,5	7,75	2,2	5,51	8,62
Udbytte	13	6	0	0	3	5
Indre værdi	57,4	45,8	46,4	50,7	56,4	60,3







### 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 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.