

TCM Group har igen i 2018 styrket sin markedsposition, skabt en flot indtjeningsfremgang, nedbragt gælden og fastholdt en høj cash conversion rate. Der foreslås et udbytte på 4,75 kr. Aktien handler til en P/E 2019E på blot 8,9. Køb er fortsat anbefalingen.

- Ved Q2 regnskabet forhøjede TCM sin Guidance for 2018. Selskabet levede op til disse forventninger ved at lande en omsætning på 900 mio. kr. svarende til en organisk salgsvækst på 10,1 %. Det er imponerende henset til, at markedet i Danmark, der står for 90 % af salget kun voksede med 2-3 %. Dermed beviser TCM på ny, at det er muligt at vinde markedsandel trods en intensiv kamp mod andre store konkurrenter.
- TCM venter en organisk salgsvækst i 2019 på 7-11 %, hvilket vil være imponerende, da det underliggende marked i Danmark kun ventes at vokse med +1-2 %. I så fald vil det være overbevisende, at TCM i endnu et år performer langt bedre end det underliggende marked.
- TCM har lagt en plan for åbning af nye butikker i Norge. Målet er 8-12 nye butikker på kort til mellemlangt sigt (to er åbnet eller på vej til det). Herudover er der mulighed for andre væksttiltag. Vi ser især mulighed for ekspansion i Sverige for så vidt angår Svane Køkkenet, Nettoline og online (kitchn forhandlere skifter til Nettoline). Det er oplagt at udvide med salgsindsats i nabolandene, der har en lignende efterspørgsel. De enkelte brands, der har hver sin profil (og prisniveau), kan afprøves målrettet.
- Den finansielle situation er stærk. Gælden er nedbragt, cash-flowet udvikler sig flot og selskabet udviser en imponerende evne til cash conversion. Finansielt kan man klare et nyt opkøb i mindre målestok, såfremt et godt tilbud måtte vise sig.
- Investeringsbehovet er begrænset, da de nuværende produktionsfaciliteter har plads til håndtering af betydelig større volumen. Der er tale om en "asset light" forretningsmodel.
- Ejerstrukturen præges af en ny gruppe af langsigtede investorer, ligesom ledelsen selv har en stor ejerandel.
- Den største risiko er konjunkturudviklingens påvirkning af boligmarkedet. Det er gået godt i mange år. Her skal man dog bemærke, at 80-85% af det nuværende salg omfatter renovering/ udskiftning af køkkener, hvor almene boligselskaber udgør en væsentlig og stigende del af B2B salget. Lejeboliger skal løbende have udskiftet køkkener uanset høj- eller lavkonjunktur. Det reducerer til en vis grad afhængigheden af boligmarkedet og renteutviklingen.
- Det er imponerende, at TCM er i stand til år efter år at vokse væsentligt mere end det underliggende marked, der ellers er præget af hård konkurrence. Det skyldes selskabets stærke position på B2B markedet.
- Vi anbefaler køb af aktien på både kort og langt sigt. Desværre indebærer noteringen i Small-cap indekset, at likviditeten i aktien er lav, og der er begrænset analytikerdækning. Det reducerer interessen hos de private investorer.

Aktuel Kurs: 106

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.060 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab 07-05-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 100-115

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 115-125

Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 22-11-2018 ved kurs 100

Selskabets forventninger til 2019

Guidance for 2019 lyder på en organisk vækst på 7-11 % til 960-1.000 mio. kr. i omsætning (900). EBITA og EBIT ventes at stige til hhv. 155-165 hhv. 145-155 mio. kr. TCM estimerer markedsvæksten i Danmark til 1-2%, mens man selv forventer at løfte salget med 7-11%. TCM venter således fortsat at vinde markedsandel. Det er en imponerende bedrift.



Kursgraf sidste 12 måneder



Høj/lav siden børsnotering 24-11-2017: 117,2 / 88

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 den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. Produkterne omfatter køkkenmoduler, bordplader, skydedøre, tilbehør samt levering af hvidevarer. Der er tale om en multi-brand strategi, 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. TCM anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader, og der er en høj andel af genbrugsmaterialer i skabe og fronter. Altså en miljøvenlig profil.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. Produktionen er præget af en fleksibel arbejdsstyrke, og der er fortsat tilstrækkelig kapacitet til at klare udvidelse af forretningsomfanget. De løbende investeringer er derfor af begrænset størrelse.
- Danmark er det afgørende marked og udgør 90% af salget, der foregår gennem ca. 125 forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf 65 er brand'ede forhandlere af de dyreste mærker Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. 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 kitchn via forhandlere. De forventes at overgå til Nettoline-navnet, så Nettoline bliver fysiske butikker og kitchn reserveret til e-handel.
- B2B-salget udgør over 50 % af koncernomsætningen, og 80-85 % af salget omfatter opgaver med renovering og udskiftning af køkkener. B2B omfatter aktivitet med salg til store byggeselskaber, projektsalg samt almennyttige boligselskaber. 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 10,5 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 102,6 %. Pengene kommer med andre ord ind, før de kommer på arbejde igen.
- Ledelsesgruppen består af CEO Ole Lund Andersen (siden 2008, født 1959) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (siden 2015, født 1975). Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er bestyrelsesformand. Bestyrelsen består af fire meget kompetente personer.
- Koncernen beskæftiger pr. 31-12-2018 i alt 469 (442 for et år siden) medarbejdere. Der er primært tale om nyansættelser i produktionen.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af skiftende kapitalfonde. Ved børsnoteringen i november 2017 fik man ca. 2.000 nye aktionærer.
- Ejerforhold pr. 31-12-2018: ATP 12,9 %, BI Asset Management 12,0 %, Handelsbanken Fonder 5,9 %, Luxempart S.A. 5,7 og Ole Lund Andersen (CEO) 5,1 %. I januar har Lannebo Fonder erhvervet en aktiepost på 6,0 %. Der oplyses ikke tal for antallet af aktionærer og ej heller en geografisk fordeling.

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 kundønsker kan indarbejdes. Svane Køkkenet lancerer hvert år en ny og innovativ køkkenserie udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Nyheden sidste år var RAW, der allerede fra starten solgte godt. I januar i år har man lanceret S19, der har fået en god modtagelse på markedet. For tiden markedsføres S19 intensivt i eksempelvis TV-reklamer. Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.

Tvis Køkkener har produceret og solgt kvalitetskøkkener i mere end 60 år. Også her sker 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 har siden midten af 1970'erne fremstillet køkken-, bad- og garderobeinventar på egen fabrik i Jylland. Nettoline har i de seneste år udviklet sig til en stærk producent af køkkener til gør-det-selv segmentet med produkter i en god kvalitet til en overkommelig pris. TCM Group købte selskabet i 2017. Nettoline sælges gennem forhandlere i Skandinavien.

Kitchn fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler som samlet selv løsninger. Salget sker via køkkenforretninger i Sverige og 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 indretningseksperter, 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 eget brand (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 byggemarkeder og andre forhandlere i Danmark og Norge.

Generelt for alle brands gælder: Salget sker via internettet og ca. 125 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 65 er brand'ede butikker med salg af de dyreste mærker, dvs. Svane Køkkenet (på franchisebasis) og Tvis Køkkener.

TCM har en overordnet strategi om at øge salget ved at få flere kunder ind i butikkerne. Her bidrager de årlige produktlanceringer til at skabe synlighed omkring selskabets nye ideer og tilbud. Butiksnettet søges desuden løbende udvidet, og der er pt. identificeret 5-8 relevante muligheder i Danmark. Mere specifikt er der planer om åbning af 8-12 butikker i Norge, hvoraf en er åbnet i Trondheim og i nær fremtid åbnes i Drammen. Der er ingen fast plan for Sverige, og her ligger alle muligheder åbne med hensyn til start af butikker og/eller opkøb. TCM har også fokus på onlinehandel, hvor kitchn har mulighed for at øge sit salg i Danmark. Et sidste strategipunkt omfatter optimering af kernen i form af produktionsfaciliteterne og –processerne, hvor man allerede står stærkt men altid kan forbedre sig.



Lækkert og funktionelt design.

Høj vækst og indtjening har kendetegnet 2018

Koncernens omsætning steg organisk med 10,1 %. Danmark står for 90 % af salget. På hjemmemarkedet var væksten endda på 12 %, hvilket er imponerende, da det danske køkkenmarked jf. TCM anslås til kun at være vokset med 2-3 % i 2018. Det er et meget tydeligt bevis på, at TCM fortsat vinder markedsandel. Øvrige markeder (primært Norge) så derimod salget falde med 6 %, hvilket skyldes et utilfredsstillende salg af "gør-det-selv"-køkkener. Det skal dog fremhæves, at salget i brand'ede forretninger i Norge steg med 12 %, men det kunne ikke kompensere for nedgangen i det øvrige salg. Salgsnedgangen uden for Danmark er det eneste skuffende forhold i regnskabet, men ledelsen har straks adresseret det. Til at genskabe vækst i salget er der i Q4 ansat en ny, kompetent landechef for Nettoline i Norge.

Salget endte på 900 mio. kr. efter den omtalte organiske vækst på 10,1 %. EBITA er endda steget med 20,3 % til 148 mio. kr. med en justeret EBITA-margin på 16,4 % (15,0) til følge. Særlige poster fra tilpasninger relateret til opkøb er ved at være overstået og androg -2 mio. kr. relateret til integrationen af Nettoline, mens 2017 blev belastet med hele 34 mio. kr. som følge af store udgifter til selskabets børsnotering og købet af Nettoline. Så en direkte sammenligning er ikke fair. EBIT er steget med 71 % til 138 mio. kr. Nettoresultatet er mere end fordoblet til 104 mio. kr. svarende til et resultat pr. aktie på 10,37 kr. (4,80). Indtjeningsfremgangen er opnået på grund af den voksende omsætning, bortfald af særlige udgifter og lavere finansposter m.m.

Det er imponerende, at TCM Group år efter år formår at vinde markedsandel i et marked præget af hård konkurrence. IKEA, HTH, Vordingborg Køkkenet, Kvik, JKE, Designa og Invita er de største konkurrenter, der desuden omfatter en række lokale udbydere.

Det frie cash-flow er opgjort til 141 mio. kr. mod 100 mio. kr. i 2017. Nettoarbejdskapitalen er negativ med 10,5 % (positiv egenskab) målt i forhold til omsætningen. TCM udviser en unik evne til at generere likviditetsoverskud med en cash conversion rate på 102,6%. Tallet udtrykker, hvor stor en del af nettooverskuddet, der konverteres til kontanter. Fastholdelse af dette nøgletal tæt på 100% er muligt, da man producerer efter ordre med kort frist for betaling fra kundernes side, mens man omvendt har formået at forhandle gode aftaler på plads omkring selskabets egne betalinger til leverandørerne. Den stærke finansielle position gør, at selskabet har nedbragt gælden fra 226 til 91 mio. kr. ultimo 2018. Dette sammen med en lavere rentebetaling bidrager positivt til nettoresultatet.

Samlet kan det konkluderes, at TCM Group igen i 2018 har styrket sin markedsposition, skabt en flot indtjeningsfremgang, nedbragt gælden og fastholdt en høj cash conversion rate. Årsregnskabet må således betegnes som særdeles solidt.

Profitabel vækst, øget markedsandel, reduceret gæld: 2019 tegner til at blive endnu et godt år

For 2019 guider selskabet et salg på 960-1.000 mio. kr., et tilpasset EBITA-resultat på 155-165 mio. kr. og et EBIT-resultat på 145-155 mio. kr. Det svarer til en organisk vækst på 7-11 %. Indtjeningen forventes at følge med op i næsten samme tempo (+5 til +12 % for EBIT). 2019 bliver således formentlig et år med "mere af det samme", og det er godt for indtjeningen. Der er allerede planlagt åbning af en Svane-butik i Drammen, ligesom der åbnes en i Køge. Svane-butikken i Aabenraa overtog TCM fra en tidligere franchisetager medio 2018, men nu er denne butik solgt videre til en ny franchisetager. Derudover vil ledelsen forfølge den overordnede strategi om på kort til mellemlang sigt at etablere 6-8 Svane-butikker i Norge (2 er på plads). Dertil kommer muligheden for etablering af flere butikker i Danmark og udvidelse af kitchn konceptet på Internettet. Dertil kommer muligheden for at komme ind på det svenske marked – måske via et opkøb. Udfordringen er at få etableret et stærkt brohoved salgsmæssigt, hvorfra man kan ekspandere og få gavn af indsats i fælles markedsføring. Der er mange muligheder, og da ledelsen selv er med som store aktionærer og meget dedikerede i forhold til deres selskab, vil ekspansionen kun ske, såfremt det med stor sandsynlighed vil gavne selskabet og dermed aktionærerne.

Investeringerne holdes på et lavt niveau, idet der fortsat er mulighed for at øge kapacitetsudnyttelsen på de tre fabrikker uden store merudgifter. Fremstillingen kan forbedres yderligere, blandt andet ved at indføre robotteknologi (er påbegyndt) i udvalgte og besværlige processer. Første skridt er desuden taget imod indførelse af 3-holds skift. Til at styre denne proces har TCM styrket ledelsen ved ansættelse af Lis Hammelsvang som Supply Chain Manager. Det er også hensigten at satse på en udvidelse i salget af køkkener i den lavere priskategori, hvilket omfatter Nettoline. Her er Erik Theill Christensen tiltrådt med det overordnede ansvar.

Koncernledelsen følger en nøje planlagt strategi omkring åbning af brand'ede butikker (fokus på ekspansion i Norge) samtidig med vedligeholdelse af butiksnettet i Danmark suppleret af private label salget. I årevis er det lykket TCM at vokse mere end markedet, hvilket vi forventer kan fortsætte. Hvis/når renten stiger og fører til lavere boligpriser (det må forventes inden for få år), kan det samlede marked komme under fornyet pres, og et sådant scenarie vil også ramme negativt på TCM Group i form af lavere afsætning. Fortsat ekspansion med åbning af nye butikker vil dog delvist kunne afbøde dette. Udsigten for 2019 ser lovende ud. De mørke skyer hænger formentlig et par år ude i fremtiden.

Der stilles forslag om udlodning af 4,75 kr. i udbytte på generalforsamlingen den 11-04 svarende til en payout ratio på 46 % (målsætningen er en udlodning på 40-60 %).

Det skal bemærkes, at selskabet allerede i forbindelse med Q2-regnskabet sidste år forhøjede sin daværende Guidance. Det er naturligvis ingen garanti for, at det også sker i år, men det behøver vi heller ikke for at kunne konkludere, at TCM må betragtes som en særdeles billig aktie målt ud fra nøgletal. Baseret på ledelsens udmelding for 2019 kan vi estimere en indtjening pr. aktie på 11,4 kr., hvorved aktien (korrigeret for udbytte) handler til en P/E 2019E på 8,9 (106-4,75/11,4). Der findes ikke ret mange danske børsnoterede virksomheder, der kan erhverves til at en så attraktiv pris, og som vel at mærke samtidig udviser flot vækst (konkurrenceevne) plus en stærk balance med lav gæld.

TCM får en købsanbefaling

På regnskabsdagen købte CEO Ole Lund Andersen og CFO Mogens Elbrønd hhv. 10.000 og 2.500 aktier til en kurs på hhv. 101,33 og 99,84. Det er et stærkt signal, at ledelsesgruppen fortsat øger deres aktiebeholdning. Generelt synes ledelsen at være meget committed med en stærk tro på egne evner og selskabets fremtid.

På trods af flotte resultater rykker aktiekursen sig imidlertid ikke rigtig ud af stedet – endnu. Det skyldes givetvis følgende forhold:

- 1) Aktien er noteret i small-cap indekset, hvorfor det kan være vanskeligt at få investorenes interesse. Forholdsvis lav likviditet.
- 2) Køkkenmarkedet er konjunkturafhængigt.
- 3) Produktion af køkkener og branchen som helhed har slet ikke samme appeal som nye erhverv som it, biotek m.m.
- 4) Aktien blev optaget til handel på Børsen i november 2017. Mange investorer fravælger de nye selskaber på børsen, da der har været mange skuffelser i forhold til succeser.

Naturligvis skal man som investor forholde sig til, at der bliver solgt markant flere køkkener i perioder med opsving i byggeriet, gang i boligmarkedet med køb og salg til stigende priser, en lav finansieringsrente m.m. Før eller siden kommer der en nedgang i konjunkturerne og byggeriet. For tiden udvikler branchen sig imidlertid godt. TCM Group er sig risikoen bevist. 80-85% af afsætningen skyldes renovering/udskiftning af bestående køkkener, hvorfor den direkte afhængighed af markedet for nybyggede boliger er begrænset. Samtidig står TCM stærkt indenfor B2B-salg. Her tegner boligselskaber sig for en betydelig og stigende del, idet der løbende er behov for udskiftning af køkkener i lejeboliger. Uanset konjunkturerne skal boligselskaberne hele tiden foretage renoveringer af køkken og bad. Der er dog primært tale om køkkener i den billige prisklasse. Vores konklusion er, at TCM først vil kunne blive ramt af alvorlig nedgang i efterspørgslen (B2C), såfremt renten stiger drastisk. En stigning på et par procent vil næppe have væsentlig betydning for afsætningen.

Nogle vil mene, at en producent af køkkener er kedelig set i forhold til it- og biotekaktier. Til det kan vi kun svare, at vi her har at gøre med et selskab med en stærk balance, høj indtjening, stigende markedsandel, store muligheder for at udvide eksportsalget via den fastlagte strategiplan, og hvor der er særdeles godt styr på cash flow'et. At være i stand til årligt at fastholde en cash conversion rate nær 100 % er en bedrift i sig selv. Nu taler et udbytte på 4,75 kr. svarende til næsten 5 % i direkte udbytteafkast også for at investere i aktien. Dertil kommer, at TCM beskæftiger 469 medarbejdere, hvoraf størstedelen er produktionsjob. Der er behov for sunde danske virksomheder, der kan sikre jobs til produktionsmedarbejdere. Vi kan ikke som samfund leve af, at alle skal "klippe" hinanden.

Vi er naturligvis ikke blinde for, at selskabet på sigt kan blive ramt af en konjunkturfatning, men ellers har vi svært ved at skjule vores begejstring for TCM som en god anlægsaktie. Ledelsen har stort branchekendskab, og bestyrelsen består af dygtige erhvervsfolk. Den interne styring af finanserne giver tillid. Man skal dog altid tilpasse en investering i et small-cap selskab til den begrænsede børsomsætning, som aktien kan præges af. På et til to års sigt ser vi en upside til minimum 120-125 (+20-25%). Såfremt boligmarkedet i Skandinavien rammes af et klart prisfald, vil vi dog formentlig sænke anbefalingen til Hold.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Stærk økonomi med et stort frit cash-flow giver plads til eventuelle opkøb. Der udloddes 4,75 kr. i udbytte. Udgifterne til åbning af nye butikker er begrænsede, da det foregår på franchisebasis via selvstændige forhandlere. TCM har med et fælles it-system godt overblik over ordreindgangen, og 90 % af produktionen sker efter ordre = lav pengebinding. Produktionskapaciteten er langt fra udnyttet, og man kan derfor udvide output uden store investeringer. Ledelsen er dybt involveret i ejerkredsen. E-handel kan udvide salgsomfanget.

Svagheder

Selskabet sælger sine produkter til en konjunkturfølsom branche. Man er afhængig af de selvstændige forhandleres indsats i salgsledet. Der er mange store og mindre konkurrenter. Design er vigtigt punkt, og her opstår der hele tiden nye påfund udefra.

Muligheder

I Norge vil der blive åbnet 8-12 butikker på kort til mellemlangt sigt. Derefter kunne man forestille sig en lignende – og måske endda endnu mere omfattende - indsats rettet mod Sverige. E-handel for kitchn rummer betydelig mulighed for mersalg og burde kunne åbne adgang til salg i andre lande. 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 i de udvalgte lande.

Trusler

Efter flere gode år med gang i byggeriet, lav arbejdsløshed og voksende rådighedsbeløb i de danske familiers husholdning, vil en rentestigning kunne føre til nedgang i efterspørgslen på udskiftning af køkkener. Risikoen er, at vi befinder os tæt på toppen af konjunkturforløbet. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og uden varsel udløse hård pris konkurrence.

Regnskabstal

mio.kr.	2016 Proforma	2017	2018	2019E
Omsætning	600	817	900	980
Justeret EBITA	86	123	148	160
EBIT	60	81	138	150
Resultat før skat	45	67	132	145
Nettoresultat	32	48	104	114
Antal ansatte gns.	336	410	458	480
Aktiver	796	806	844	900
Immaterielle aktiver	523	569	560	550
Materielle aktiver	108	85	88	90
Arbejdskapital netto	-59	-81	-94	-100
Nettorentebærende gæld	171	226	91	25
Egenkapital	340	305	409	475
Justeret EBITA %	14,4	15	16,4	16,3
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	29,1	25,8
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,4	11,4
Udbytte	0	0	4,75	5,5
Indre værdi	34	30,5	40,9	47,5

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

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt
22-11-2018	100	Køb	Køb
23-08-2018	103	Køb	Køb
22-05-2018	100	Hold	Køb
09-03-2018	100	Hold	Køb

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 dækkende 2018 og 2019, 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 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.