

## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab

TCM Group udfordres af et vigende køkkenmarked. Indtjeningen vil dog sandsynligvis kunne opretholde et attraktivt niveau. Trods nedjustering af Guidance er aktien så billig på nøgletal, at TCM fortsat er en god langsigtet placeringsmulighed.

- På den korte bane ser vi en række risici i investeringscasen, idet den stigende rente og inflation udhuler forbrugernes købeevne. Desuden vurderes boligmarkedet at stå foran en periode med faldende priser og reduceret aktivitet. Forbrugernes økonomiske råderum reduceres, og det risikerer at føre til vigende efterspørgsel efter investeringer i nye køkkener.
- Henset til at aktiekursen i år er faldet med 94 kr., hvoraf 6 kr. kan forklares med udbytteudlodning, er meget dårligt allerede indregnet i aktiekursen. Baseret på estimeret indtjening i 2022 handler aktien til en P/E 2022E på 7,8. Det er lavt set i forhold til gennemsnittet for danske børsnoterede aktier.
- Selvom udsigterne for 2023 ser udfordrende ud, kan TCM Group formentlig opretholde et højt, men dog faldende, aktivitetsniveau. Styrken hos TCM Group er evnen til at tilpasse sig, idet selskabet kan tilpasse omkostningerne til efterspørgslen. Derfor vil TCM Group formentlig kunne opretholde pæne indtjeningsmarginer – også i 2023 og videre frem.
- TCM Group har indført stigende salgspriser for at mitigere de øgede omkostninger til produktion og transport. I løbet af næste år må det forventes, at inflationen kommer under kontrol med faldende inputomkostninger til følge. TCM Group tilbageruller næppe de indførte salgsprisstigninger, hvilket vil kunne styrke indtjeningen fremadrettet.
- Dark Horse er den stigende rente. Vi har endnu ikke nået rentetoppen i Danmark og Europa, og stigende rente er ikke godt for byggesektoren, hvortil TCM Group leverer køkkener. Det kan presse B2B-salget næste år, mens B2C-salget kan få en ny optur, når rentetoppen nås, og renten måske endda igen begynder at falde. TCM Group har de højeste marginer på B2C-salget.

### AKTIEVURDERING

**Kursudvikling 0-6 mdr.: 60 - 80 (før 75-110)**  
**Kursudvikling 12-18 mdr.: 60 - 80 (før 110-140)**  
**Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 80 - 150**  
**Årsregnskab den 24-02-2023.**

**AKTUEL KURS: 65**

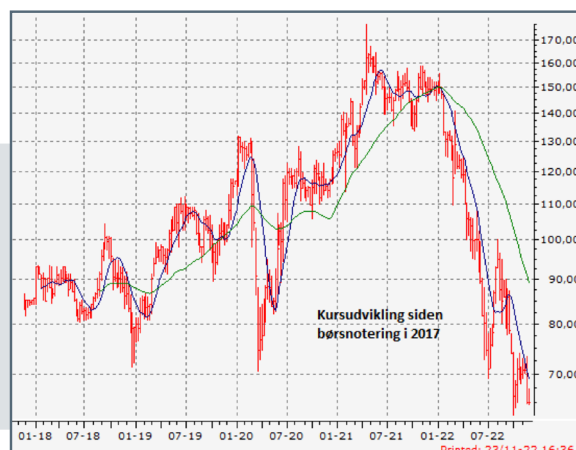
**Børs: MidCap indekset**

**Markedsværdi: 589,4 mio. kr.**

**Antal aktier: 9.067 mio. (korrigeret for egne aktier)**

- Vi ser med spænding frem mod Guidance for 2023. Den vil givetvis blive meget forsigtig, da selskabet ser ind i en udfordrende periode. Det sagt, så forventer vi dog, at indtjeningen for 2023 formentlig kommer til at ligge tæt op ad 2022-indtjeningen – også selvom efterspørgslen formentlig bliver presset. TCM Group har mange muligheder for at tilpasse udgifterne til efterspørgslen.
- Psykologien i markedet giver dog modvind. Investorerne flokkes om de selskaber, der kan præstere vækst i omsætning og indtjening. Det kan TCM Group næppe i 2023. Prissætningen er dog så tilpas lav, at langsigtede investorer har mulighed for at samle op i en hårdt prøvet aktie. Når/hvis vi ser fald i inflation og renter, hvilket må forventes en gang i 2023/24, så står TCM Group med gode muligheder for at øge indtjeningen betydeligt.
- Vi forventer en flad kursudvikling på 0-18 måneders sigt, mens vi på 18-36 måneders sigt ser basis for betydelig kursfremgang, forudsat at renter, inflation, byggesektoren og ejendomsmarkedet efter en forestående hård tid, normaliseres.
- Vi bemærker, at såvel selskabets CEO, CFO og et medlem af bestyrelsen i årets løb har købt op i aktien.

**Høj/lav seneste 12 måneder: 163,5 / 62,8**



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.



### TCM Group sænker forventningerne til 2022

Det kræver en stram styring og en agil tilgang at håndtere den modvind, som TCM Group potentielt står overfor. Køkkenproducenten har i årevis nydt godt af den lave rente, der har givet frirum til høj forbrugerkøbekraft, sikret Bonanza-tider på boligmarkedet og som har begunstiget nybyggeriet. Nu er situationen anderledes, idet den kraftigt stigende rente og inflation bremser forbrugernes købekraft og dermed evnen og lysten til at udskifte køkken og bad i boligen. Byggesektoren opererer med lange kontrakter, så her er der endnu ikke indtruffet et stop i nybyggeriet, men med den stigende rente er der risiko for markant lavere aktivitet i sektoren i de kommende år.

De ydre forhold kan TCM Group ikke gøre så meget ved, men på de interne linjer har ledelsen heldigvis en stor værktøjskasse, der allerede er taget i brug. I første omgang har TCM Group videresendt selskabets øgede udgifter til produktion, transport m.m. til slutbrugerne ved løbende at hæve salgspriserne. Med virkning fra december indføres endnu en omgang stigende salgspriser. Effekten heraf viser sig med en vis forsinkelse. Produktionsapparatet er fleksibelt, og de første tiltag mod øget effektivitet og reducerede udgifter er sket ved at lukke natholdet på fabrikken i Tvis med virkning fra september. I samme forbindelse blev ca. 40 medarbejdere afskediget, heraf 10 funktionærer. Det vil relativt hurtigt bidrage til at øge lønsomheden.

Da TCM for så vidt angår 90 % af omsætningen producerer på baggrund af indgåede kundeordrer, er produktionsset-uppet fleksibelt. Variable omkostninger kan nemlig tilpasses efterspørgslen. Det kan derfor medføre yderligere fyringer, hvis udfordringerne med vigende kundeefterspørgsel forstærkes. Tiltag med reduktioner i medarbejderstyrken er en mønt med to sider. Fyringer øger kortsigtet lønsomheden, men omvendt er det vigtigt hele tiden at sikre sig adgang til den selv samme medarbejderstyrke, når det igen bliver gode tider. Ledelsen skal derfor være varsom med ikke at skære for dybt ind til benet.

Efter et svagt Q3 med en vækst i salget på blot 1 % (4 % i kerneforretningen korrigeret for omsætning fra tredjeparts produkter) og et fald i EBIT til 20,6 mio. kr. (31,7 mio. kr. i samme periode sidste år) sænkes forventningerne til årets omsætning til 1.120-1.160 mio. kr. (før 1.150-1.225 mio. kr.) og EBIT til 100-130 mio. kr. (før 130-160 mio. kr. og 140-170 mio. kr. ved årets start). Som det fremgår, opretholdes der et fortsat højt niveau for omsætningen, men de mange ekstraordinære udgifter betyder et betydeligt lavere forventet resultat end ved årets start. Med en vis forsinkelse vil nedbringelsen af de variable omkostninger dog virke positivt på indtjeningen.

### Udviklingen i Q3

TCM har opretholdt momentum i omsætningen, der i Q3 steg med 1 % (4 % i kerneforretningen fraregnet omsætning af tredjeparts produkter) og 4,4 % omsætningsvækst i Q1-3 (8 % i kerneforretningen). Væksten i kerneforretningen ligger over markedsgennemsnittet. Salget på det primære marked i Danmark, der står for 91 % af koncernomsætningen, stagnerer, mens omsætningen uden for Danmark steg med hele 38,6 % i Q3. Væksten kommer fra mersalg i Norge drevet af organisk vækst og åbning af nye butikker.

B2C-omsætningen faldt i Q3, mens der er opnået vækst i B2B-salget. Dette har givet et skævt salgsmix med pres på indtjeningsmarginerne, idet indførte salgsprisstigninger slår hurtigst igennem på B2C-salget. Væksten i B2B-salget er drevet af projektsalg med lavere marginer, hvorfor det ikke har kunnet kompensere fuldt ud for nedgangen i B2C-salget.

### SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2022

TCM Group oplever vigende B2C efterspørgsel og et ændret produktmix, der påvirker salg og indtjening negativt. Derfor sænkes forventningerne til årets salg til 1.120-1.150 mio. kr. mod 1.150-1.225 mio. kr. ved regnskabsårets start.

Stigende priser på råvarer, komponenter samt energi- og transportomkostninger imødegås med en vis forsinkelse ved indførsel af egne prisstigninger.

Henset til et forventet lavere B2C-salg og den forsinkede effekt på indtjeningen fra indførte prisstigninger sænkes forventningerne til årets justerede EBIT til 100-130 mio. kr. mod 140-170 mio. kr. ved regnskabsårets start. Forventningerne til årets EBIT blev sænket med 10 mio. kr. i august.



# ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab

Det ugunstige salgsmix sætter sine spor hele vejen igennem regnskabet, idet der også i Q3 er bogført negative engangsposter på 4,7 mio. kr. Justeret EBITDA faldt til 25,4 mio. kr. og en margin på 9,6 % mod 13,7 % i samme periode året før. Justeret EBIT faldt til 20,6 mio. kr. og en margin på 7,8 % mod 12,1 % sidste år. EBIT (inklusive ekstraordinære poster) faldt til 15,9 mio. kr. svarende til en margin på 6,0 %, hvilket er en betydelig nedgang fra 16,6 % i samme periode året før.

Det frie cash flow var i Q3 på -6,3 mio. kr. og arbejdskapitalen -0,8 % af nettoomsætningen mod -4,6 % i samme periode året før. Cash conversion ligger fortsat flot på 54,9 %, selvom det er et fald fra 56,4 % på samme tid sidste år. Den nettorentebærende gæld er steget til 334,6 mio. kr. som følge af opkøb af egne aktier og en teknisk justering qua en ændret forventet brugstid af IFRS 16 kontrakter. Gearingen er steget til 2,52 x løbende 12 måneders EBITDA (eksklusiv leasinggæld relateret til IFRS 16 er gearingen på 2,13 x), hvilket er lidt over selskabets mål på 2,25 x. Det giver således begrænset til yderligere gældsætning. Det pointeres i regnskabet, at kreditten i Nykredit Bank i årets løb er blevet udvidet med 100 mio. kr. til 300 mio. kr. Egenkapitalen er på 407,3 mio. kr., hvilket giver en soliditetsgrad på 41,2 %. Balancen er overordnet meget solid, men gælden er tæt på det maksimale.

Nettoresultatet faldt i Q3 til 9,7 mio. kr. fra 38,0 mio. kr. I årets tre første kvartaler er nettoresultatet faldet fra 94,6 mio. kr. til 58,6 mio. kr.

## Sådan søger TCM Group 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 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, hvilket til dels skyldes selskabets bevidste strategi om løbende at lancere nye produkter. Det skaber nemlig opmærksomhed og trækker kunder ind i de fysiske butikker og selskabets e-shops. Det hele understøttes af landsdækkende reklamekampagner og sponsorater målrettet kundegruppen, fx TV-programmer om boligindretning.

Forretningsmæssigt er konceptet bygget om B2C og B2B-salg. Sidstnævnte omfatter samarbejde med typehusfirmaet, almene boligselskaber og andre erhvervskunder. B2B-salget udvikler sig altid bedst i perioder med høj aktivitet på ejendomsmarkedet. Boligselskaber har derimod behov for løbende udskiftninger af køkkener i takt med at lejere flytter og nye kommer til.

TCM har fortsat mulighed for at udvide den geografiske tilstedeværelse i første omgang i Danmark og Norge med 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, heraf to i år. Dertil kommer muligheden for etablering af B2B-salg i Norge og øget Do-It-Yourself salg via Internettet.

Købet af en ejerandel i Celebert har sikret TCM en styrket position på e-handelsmarkedet. Mens salget af de dyre mærker som Svane Køkkenet og Tvis Køkkener kan blive negativt påvirket af vigende købekraft hos forbrugerne, så kan salget af køkkener i en lavere priskategori via Internettet måske stige. Uanset om der er høj- eller lavkonjunktur vil der jo altid være behov for udskiftning af køkkener. Samtidig skal det påpeges, at danskere og nordmænd i de senere år har øget deres opsparing markant, så hvis køkkenet absolut skal udskiftes, så ser forbrugerne med pæne opsparinger næppe helt så meget på prisen. De vil have kvalitet, og det er netop, hvad der kendetegner de dyre køkkenmodeller fra TCM Group.

Ledelsen har 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.



## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab

### TCM Group er en god langsigtet placeringsmulighed

Som tidligere anført kan TCM Group næppe undgå at blive negativt påvirket af de nuværende makroøkonomiske forhold. Byggesektoren, og dermed til dels også køkkenmarkedet, påvirkes af høj- og lavkonjunkturer. Vi har tiltro til, at ledelsen formår at bringe TCM Group sikkert igennem en sandsynlig udfordrende periode, hvor vi som tidligere nævnt forventer, at indtjeningen formentlig kan opretholde et pænt niveau. TCM Group har en så stor markedsandel på det vigtigste marked i Danmark, at selskabet formentlig kan forsvare og fastholde stærke sin position.

Aktiekursen er i år faldet hele 58 %, hvilket er markant mere end det danske indeks. Det ser vi som udtryk for, at meget dårligt allerede er indregnet i aktiekursen. Vi tror derfor, at Downside Risk i aktien nu er yderst begrænset, mens Upsiden på sigt kan vise sig at blive særdeles interessant. Som et positivt element skal det nævnes, at selskabets CEO, CFO og et medlem af bestyrelsen i årets løb har købt op i aktien.

Baseret på Aktieinfos estimater handler aktien til en P/E 2022E på 7,8 og en kurs/indre værdi på 1,4. Det er så tilpas lavt, at et køb nu kan overvejes af langsigtede investorer, der ønsker eksponering mod en sektor, der allerede er sat voldsomt ned i pris. Husk at gode køb oftest kan gøres, når mismodet er største.

### STYRKER

Stærk markedsposition i Danmark med en højere vækst end det underliggende marked. Yderligere vækst søges ved åbning af nye butikker. E-handel er styrket efter købet af en ejerandel af Celebert med TCM som leverandør. 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 (sikker stabilitet). Udlodder 40-60 % af nettooverskuddet som udbytte. Lav pengebinding og meget begrænset 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 2,52 x, hvilket giver begrænset plads til ekspansion via opkøb. Omsætteligheden i aktien er lav, hvilket får nogle investorer til at fravælge aktien som investering.

TCM  
Group

### 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 kan udvides 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 udfordring. Den stigende inflation med afledte rentestigninger er 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 92 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 bredt 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** omfatter salg 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 og B2C.
- Målsætningen er løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge. I løbet af Q3 i år er der åbnet en Svane-Køkkenet flagskibsbutik i Alnabru nær Oslo, mens aftalen med en butik i Taastrup er blevet opsagt. I stedet er der åbnet en flagsskibsbutik i Glostrup i Q4. Der er åbnet en Tvis Køkken butik i Slagelse og en ny Nettoline butik i Odense, mens en mindre Nettoline butik i København er blevet lukket. I indeværende kvartal åbner Svane Køkkenet butik i Arendal i Norge og en ny Nettoline butik i Ringsted.

### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Torben Paulin**  
CEO



**Mogens Elbrønd Pedersen**  
CFO



**Sanna Suvanto-Harsaae**  
Bestyrelsesformand



## ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab

- Produktion sker på selskabets to fabrikker nær Holstebro beliggende i Tvis og 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, heraf over 50 % i nærtliggende lande som Danmark, Tyskland og Sverige. Det sker for at reducere klimabelastningen. TCM optimerer løbende produktionen med henblik på at reducere selskabets CO2 udslip – senest med lukning af et syrehærdende lakanlæg, hvor processen omlægges til en mere bæredygtig.
- TCM Group lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. I Q3 lancerede Tvis Køkkener et nyt design kaldet MG50 efter inspiration fra danske designklassikere fra 1950'erne.
- 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, og opererer med en cash conversion rate på 54,9 %.
- TCM beskæftigede 526 medarbejdere ultimo Q3 2022 mod 527 for et år siden. 40 af de ansatte er dog siden blevet opsagt.
- 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.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 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 94 kr., hvoraf 6 kr. skyldes fragåelsen 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

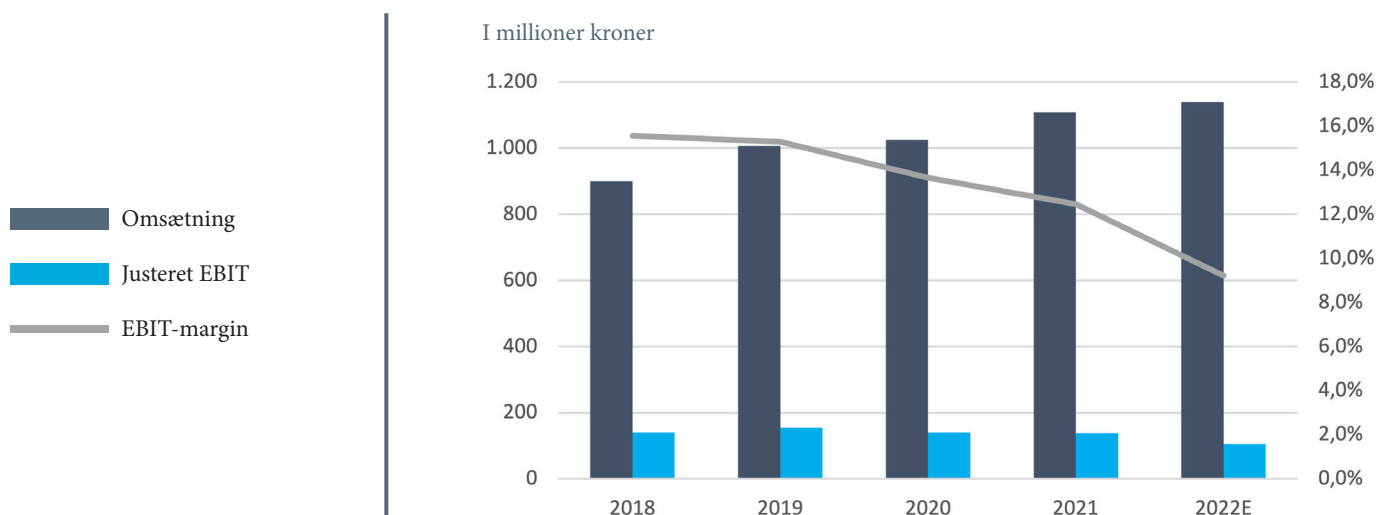
Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
01-09-2022	86	75-110	110-140
30-05-2022	97	95-125 (inkl. udlodning)	145-170
02-03-2022	133	125-145 (inkl. udlodning)	145-170
09-12-2021	158	150-175	175-210



### REGNSKABSTAL

mio. kr.	2018	2019	2020	2021	2022E
Omsætning	900	1.007	1.025	1.108	1.140
Justeret EBITDA	156	174	161	155	130
EBITA	146	154	142	140	105
Justeret EBIT	140	154	140	138	105
Resultat før skat	132	142	131	136	95
Nettoresultat	104	111	102	111	75
Antal ansatte gns.	458	489	483	504	475
<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	-10
Nettorentebærende gæld	91	52	-43	199	330
Egenkapital	409	473	574	420	410
<b>Justeret EBIT margin %</b>	<b>15,6</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,4</b>	<b>9,2</b>
Egenkapitalforrentning %	29,1	25,2	19,5	22,3	18,5
<b>Resultat pr. aktie</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>	<b>8,3</b>
Udbytte	4,75	0	13,0*	6,0	5,0
Indre værdi	40,9	47,3	57,4	45,8	45,2

\* 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 9,067 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.