

**TCM leverer på ny et flot regnskab med en salgsvækst på 15 % i Q1-3 og endda 17,3 % i Q3. Aktien er billigt prisfastsat med en P/E 2019E på blot 9,5 og et kurs/indre værdi forhold på 2,5. Køb på både kort og langt sigt er Aktieinfos vurdering.**

- Det underliggende marked for salg af køkkener i Danmark vokser jf. TCM Group i år med 1-2 %. TCM's andel af salg i Danmark ligger over 90 % af koncernomsætningen, og selskabets vækstrater på 15 % vidner om, at man fortsat vinder betydelig markedsandel i Danmark.
- Guidance for årets salg lyder på 1.000-1.030 mio. kr., hvilket svarer til en organisk vækst på 11-14 % set i forhold til 2018. Jf. vore estimater ventes resultat pr. aktie at stige med 13,5 % - altså samme stigningstakt som for salget.
- En ny køkkenserie ventes lanceret op til jul. Ved hvert år at lancere en ny køkkenserie distancerer TCM sig fra konkurrenterne, der sjældent skifter sortiment. Produktionen hos TCM er så fleksibel, at man desuden kan indarbejde specifikke kundeønsker, hvilket er en vigtig salgsparameter. En ny køkkenserie og effektiv markedsføring får kunderne ind i butikkerne, hvilket øger salgsmulighederne.
- TCM har lagt en plan om fortsat at åbne brandede butikker i Danmark og Norge. I Sverige satses i første omgang på salg af Nettolines produkter, og der er indgået en aftale med en forhandler om åbning af 12 butikker i år. kitchn sælges som gør-det-selv via Internettet. Strategien virker meget velovervejet. På sigt er der mulighed for at åbne for yderligere salg B2B i Norge, hvilket TCM har stor succes med i Danmark.
- Finanserne styres stramt med en cash conversion rate på hele 101,7 % og nettoarbejdskapitalen er negativ med -7,3 %. Derfor kan TCM vækste via den løbende indtjening. Pengene kommer ind, før de kommer på arbejde igen.
- Risikoen ligger i afhængigheden af boligmarkedet, der fortsat præges af højt handelsomfang og høje priser grundet den lave rente. 80-85% af TCM's salg omfatter imidlertid renovering/udskiftning af køkkener. Her udgør almenyttige boligselskaber en væsentlig og stigende del af B2B salget. Det reducerer afhængigheden af ejerboligmarkedet.
- Køb på både kort og langt sigt er vores anbefaling.

Aktuel Kurs: 112

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.120 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab 26-02-2020



## Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 110-125 (før 105-120)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125-130 (før 120-125)

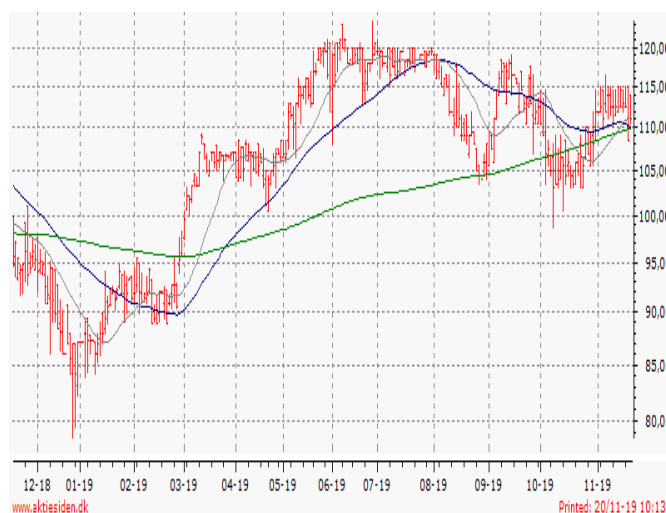
Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 16-08-2019 ved kurs 111

## Selskabets forventninger til 2019

Ved Q2-regnskabet løftede selskabet forventningerne for indeværende år. I forbindelse med Q3-regnskabet fastholdes disse mål, dvs. en omsætning i intervallet 1.000-1.030 mio. kr., EBITA på 160-170 mio. kr. og EBIT på 150-160 mio. kr. Det svarer til en organisk vækst i salget på 11-14 % og 14 % for indtjeningen. I Q1-3 er salget vokset organisk med 15 % (endda 17,3 % i Q3), hvilket er særdeles flot, da det underliggende danske marked vurderes at være vokset med 1-2 %.



Kursgraf sidste 12 måneder



Høj/lav seneste 12 måneder: 121 / 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 Skandinaviens tredjestørste producent af køkkener, badeværelses- og opbevaringsmøbler. Produkterne er dansk design og produceres i Danmark. Der gøres brug af både en single- og en multi-brand salgsstrategi, der dækker hele prisspektret. Svane Køkkenet er det største og vigtigste brand efterfulgt af Tvis Køkkener, Nettoline og kitchn.dk. Hertil kommer såkaldt 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 udføres 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 ca. 90% af salget, der foretages gennem ca. 135 forhandlere i Danmark og Skandinavien. Heraf er der 67 brandede forhandlere af de dyreste mærker Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. TCM ejer og driver selv en enkelt Svane Køkkenet forretning i København. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere (Svane Køkkenet på franchisebasis), mens private label består af salg til byggemarkeder. I Island sælges Nettoline og private label, hvilket også gælder for Færøerne med tillæg af Tvis-mærket. I Norge sælges Svane Køkkenet, Tvis Køkkener, Nettoline og via private label. Sverige omfatter indtil videre kun salg af Nettoline via forhandlere.
- B2B-salget udgør over 50 % af koncernomsætningen, og 80-85 % af salget består i opgaver med renovering og udskiftning af køkkener. B2B omfatter aktivitet med salg til store byggeselskaber og typehuse, 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 7,3 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på imponerende 101,7 %. Pengene kommer 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 i alt fem meget kompetente medlemmer.
- Koncernen beskæftiger pr. 30-09 i alt 505 (471 for et år siden) medarbejdere. Der er primært blevet ansat folk til produktion.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af skiftende kapitalfonde. Ved børsnoteringen fik man ca. 2.000 nye aktionærer.
- Ejerforhold pr. 30-09-2019: ATP 12,9%, BI Asset Management 12,0%, Luxempart PIPE S.ä.r.l. 9,8%, Lannebo Fonder 6,0%, Handelsbanken Fonder 5,9% og Ole Lund Andersen (CEO) 5,1%. Der oplyses ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

## Beskrivelse af TCM's multibrand strategi



**Svane Køkkenet** er kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger til køkken, bad og opbevaring. Kvaliteten er i top, og der anvendes kun de bedste materialer og input. Al produktion sker efter ordre, således at specifikke kundeønsker kan indarbejdes. Svane Køkkenet lancerer hvert år en ny og innovativ køkkenserie udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. S19-serien blev lanceret kort før jul 2018, og kunderne har taget godt imod S19. TCM nævner i det seneste regnskab, at S19 har genereret højere omsætning end tidligere års nye produktserier har gjort i startåret. Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.

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

**Nettoline** har siden midten af 1970'erne fremstillet køkken-, bad- og garderobeinventar på egen fabrik i Jylland. Nettoline har i de senere år udviklet sig til en stærk producent af køkkener til gør- det-selv segmentet med produkter i en god kvalitet til en overkommelig pris. TCM Group købte selskabet i 2017. Nettoline sælges gennem forhandlere i Skandinavien. Tidligere i år har TCM indgået aftale med en partner om at introducere Nettoline i op til 12 forretninger i Sverige i løbet af i år. Kitchn forretninger i Sverige er skiftet til Nettoline.

**Kitchn** fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler som saml-selv løsninger. Salget sker på Internettet. Der er tale om et online brand i gør-det-selv segmentet. Via hjemmesiden kan kunden i løbet af 24 timer få indretningsforslag og tilbud fra erfarne og kompetente 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 deres eget navn (private label). Det er velgennemførte gør-det-selv løsninger, der er nemme at samle. TCM Group tilbyder et stort udvalg i skuffer, skabe, låger, greb, bordplader og andet tilbehør, der gør det muligt selv at designe sine helt egne løsninger. TCM Group's private label-løsninger sælges gennem byggemarkeder og andre forhandlere i Danmark og Norge.

Koncernsalget sker via ca. 135 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 67 er brandede butikker med salg af de dyreste mærker, dvs. Svane Køkkenet (på franchisebasis) og Tvis Køkkener. De billigste brands sælges også via Internettet.

TCM har en overordnet strategi om at øge salget ved at få flere kunder ind i butikkerne. Her bidrager den årlige produktlancering til at skabe synlighed omkring selskabets nye ideer og tilbud. Butiksnettet søges desuden løbende udvidet, og der er pt. identificeret 5-8 relevante muligheder i Danmark. En af disse muligheder er Holbæk, hvor der i november åbnes en ny Tvis Køkkener butik.

Specifikt er der planer om åbning af 8-12 butikker i Norge, hvoraf to er åbnet i Trondheim og i Drammen (april). Der er indgået aftale med en forhandler om åbning af en Svane-butik i Ålesund med opstart i Q1 2020.

Efter Aktieinfos vurdering rummer Sverige store vækstmuligheder. Det er derfor glædeligt, at TCM har indgået aftale med en partner om at introducere Nettoline i op til 12 forretninger i Sverige inden udgangen af i år. Q3 regnskabet indeholder dog intet nyt om denne proces.

TCM har også fokus på onlinehandel, hvor kitchn har mulighed for at øge sit salg i Danmark. Valget af Danny Feltmann Espersen som nyt medlem af bestyrelsen styrker TCM's kompetencer inden for digital eksekvering, som Espersen har stor erfaring med.

### God vækst i salg og indtjening kendetegner 2019. TCM vinder fortsat markedsandel

TCM løftede i Q3 sit organiske salg med hele 17,3 % og 15,0 % i Q1-3. Det vigtigste marked er Danmark med en andel lige over 90 % af koncernsalget. De opnåede vækstrater skal ses i lyset af, at TCM estimerer en underliggende vækst i Danmark på 1-2 %. TCM har historisk vækstet med en faktor 3 x underliggende vækst, men igen i år ligger væksten betydeligt højere. Det er ganske enkelt imponerende, at TCM formår at opretholde så høje vækstrater i et konkurrencepræget marked med svenske Nobia som den største aktør i Skandinavien (HTH, Invita, Unoform). "Hemmelighederne" bag succesen er, at TCM selv producerer alt bortset fra bordplader i stål, sten og glas. Egenproduktionen gør det muligt at producere tilpasset kundeønsker. Dertil kommer, at alle forretninger i Danmark og Norge er single brandede, dvs. kunderne kan kun købe TCM's produkter. Den årlige lancering af en ny køkkenserie rummer desuden en række fordele. Kendskabsgraden øges via effektiv markedsføring, hvilket får kunderne ind i butikkerne. Nyhedens interesse skaber grobund for salg. Netop ved årligt at lancere en ny serie distancerer TCM sig fra konkurrenterne, der sjældent kommer med nyheder. Pengerigelighed hos forbrugerne og nem adgang til at opnå lån til lav rente i bankerne giver en høj købekraft, og ved valg af køkkener er det en vigtig parameter, at kunden selv kan sammensætte "ønskekøkkenet". Specialønsker koster naturligvis ekstra, men det er en vigtig parameter. Produktionsfaciliteterne i Aulum og Tvis er indrettet, så man relativt nemt kan håndtere individuel produktion.

TCM har godt fat i forbrugerne og B2B-markedet i Danmark. Det kniber mere på de øvrige markeder, hvor Norge er det vigtigste. Her meldes der heldigvis om fremgang i salget, hvilket dog modsvares af lavere salg i ikke-brandede gør-det-selv forretninger i andre lande. Uden for Danmark er salget derfor samlet set faldet med 3,1 %. Udenlandsk salg udgjorde i Q1-3 i alt 65,6 mio. kr. eller 8,8 % af

koncernsalget. Det har således samlet set ikke den store betydning, når Danmark samtidig udmærker sig med særdeles høje vækstrater. Imidlertid er det nødvendigt, at man også får gang i væksten salget uden for Danmark.

Godt halvdelen af salget i Danmark sker B2B, dvs. salg til store byggeselskaber, projektsalg samt almenyttige boligselskaber. Her er der ofte tale om udskiftninger og store ordrer. Succes med B2B-salg i Danmark ventes på sigt at kunne løfte salget i Norge. Imidlertid kræver det ansættelse af erhvervssælgere, og beslutningsprocessen er lang, før potentielt store ordrer kan opnås. Tidspunktet for en udvidelse til B2B i Norge skal derfor times korrekt. Først skal de brandede forretninger yderligere op i gear, før der er plads og råd til at anlægge denne mere langsigtede strategi.

Tredjepartsomsætningen (hvidevarer og enkelte bordpladetyper) udvikler sig tilfredsstillende, men dækningsgraden er naturligvis højest ved salg i egne brandede forretninger.

Salget er i Q1-3 steget med 15 %, og indtjeningen er fulgt med op. Nettoresultatet er således steget med 16 % til 81,5 mio. kr. Det flotte resultat er opnået trods et let ændret salgsmix og en ekstraordinær udgift på 3,0 mio. kr. som følge af maskinnedbrud i produktionen efter et lynnedslag. Produktionen er dog tilbage på normal drift pr. ultimo oktober.

Driftsudgifterne i Q1-3 udgør 93,7 mio. kr. eller 12,6 % af omsætningen. Det er en forbedring fra 13,8 % i samme periode året før, hvilket viser at omsætningsfremskudningen har mere end kompenseret for stigningen i udgifterne.

Overgangen til IFRS16 standard medfører nogle mindre forskydninger i regnskabet (primært afskrivninger) set i forhold til samme periode sidste år, hvilket dog primært har betydning på EBITDA og EBITA. EBITDA-marginen er for Q1-3 på 16,5 % (16,3 % i samme periode sidste år), EBITA-marginen 15,5 % (15,7 %) og EBIT-marginen på 14,4 % (14,5 %). Overgangen til IFRS16 regnskabsstandard har haft en positiv effekt på EBITDA-marginen på +0,5 %.

Den netto rentebærende gæld er faldet til 118,5 mio. kr. (161,9), hvorved nøgletallet netto rentebærende gæld / gennemsnitligt EBITDA i de seneste 12 måneder er faldet til 0,58 (0,96). TCM har en fantastisk flot evne til at styre arbejdskapitalen og sikre en høj cash conversion. Nettoarbejdskapitalen er negativ med 7,3 % (hvilket er positivt) mod -6,4 % på samme tid sidste år. Cash conversion ligger igen over 100 % med 101,7 % som niveau. Det frie cash-flow ligger uændret på 87,7 mio. kr. TCM Group beviser således en unik evne til at generere likviditetsoverskud og dermed også et stærkt frit cash flow. En cash conversion over 100 % er muligt, idet 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.

Selskabets guidance for 2019 fastholdes, dvs. et salg på 1.000-1.030 mio. kr., EBITA på 160-170 mio. kr. og EBIT på 150-160 mio. kr. I Q1-3 steg salget med 15 % til 745,3 mio. kr., EBITA med 14,1 % til 115,9 mio. kr. og EBIT med 14,2 % til 107,2 mio. kr. EPS er opgjort til 8,15 mod 7,02 i samme periode sidste år og 10,37 for hele 2018. Det går aldeles glimrende for TCM Group.

### **Anbefalingen lyder fortsat på køb**

TCM har vænnet aktionærer og analytikere til ekstraordinært høje vækstrater. Over tid vil den procentuelle vækst miste momentum, men vi føler os sikre på, at TCM er gearet til at opretholde vækstrater, der overstiger markedets udvikling. Der er identificeret nye byer i Danmark for åbning af brandede butikker (Tvis Køkkener butik er klar til åbning i Holbæk). I Norge er der en plan for åbning af brandede Svane Køkkenet butikker i yderligere 4-6 byer (en butik åbnes i Ålesund i Q1 2020). Dertil kommer muligheden for at udvide markedet i Norge til at omfatte salg B2B. Det danske og norske marked ligner hinanden, hvorfor vi forventer os meget af Norge på sigt. Det svenske marked overstiger det danske i omfang, så også her bør der være mulighed for udvide betydeligt i de kommende år. Første skridt er taget med indgåelse af en aftale med en partner om at introducere Nettoline i op til 12 forretninger i Sverige i løbet af indeværende år. Dette ser vi som første skridt omkring markedsindtrængning i Sverige. Kitchn konceptet egner sig perfekt til salg på Internettet. Generelt burde der være mulighed for at opnå ekspansion i onlinesalget. Dertil kommer muligheden for opkøb, hvilket ledelsen tidligere har tilkendegivet som en mulighed, hvis det rette tilbud dukker op. Ledelsen deltager som store aktionærer og er meget dedikerede i forhold til deres selskab. Derfor vil ekspansion/opkøb kun ske, såfremt det med stor sandsynlighed vil gavne selskabet og dermed aktionærerne.

Investeringerne holdes fortsat på et lavt om end stigende niveau (9,7 mio. kr. Q1-3). Produktionsmæssigt er der kapacitet til at følge med en fortsat høj efterspørgsel. Robotteknologi er allerede ved at blive implementeret i udvalgte og besværlige rutineopgaver, ligesom man er ved at indføre 3-holds drift på fabrikkerne i Tvis og Aulum. TCM estimerer, at den nuværende produktionskapacitet kan håndtere en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr., før der bliver behov for at investere i nye lokaler, maskiner m.m. Med de nuværende vækstrater svarer det til ca. 2 år mere. Geografisk kan TCM med de nuværende produktionsfaciliteter ikke udvide aktiviteterne længere væk end 800-1.000 km fra Tvis/Aulum. I så fald bliver transportudgifterne uforholdsmæssigt for store.

Alligevel kan opkøb i eventuelt Tyskland, UK eller Benelux komme på tale, hvis man samtidig får adgang til såvel et godt underliggende marked og produktion på stedet. Ekspansionsmulighederne er således til stede.

Den største risiko i aktien er, at TCM Group er delvist cyklisk orienteret. I perioder med rigeligt finansielt råderum hos forbrugerne afledt af stigende friværdis i ejendomme og nem adgang til ny og billig finansiering, er der høj efterspørgsel efter nye køkkener. En boligboble og/eller kraftigt stigende renter vil kunne bremse væksten hos TCM. Heldigvis er forretningen bygget fornuftigt op, idet ca. 80-85 % af salget vedrører renovering/udskiftning af bestående køkkener, hvorved man er mindre afhængig af udviklingen i nybyggeriet. Desuden er halvdelen af salget B2B. Her tegner boligselskaber sig for en betydelig og stigende efterspørgsel med løbende behov for udskiftning af køkkener og bad i lejligheder. Der er dog primært tale om køkkener i den billige prisklasse. Mindre rentestigninger vil næppe få en nævneværdig negativ betydning på TCM's afsætning og vækstmuligheder. Det vil kun ske ved en hård opbremsning i økonomien i Skandinavien, primært Danmark.

Mens TCM leverer flotte resultatet kvartal efter kvartal og endda ved halvåret løftede sine forventninger, kniber det med at vinde investorerne interesse. Det er et generelt problem for de fleste aktier noteret i Small-Cap indekset i Danmark. Likviditeten i aktien er derfor begrænset. Børsnoteringen i november 2017 skete til kurs 98. I dag koster aktien 112. I år er der fragået 4,75 kr. i udbytte, idet selskabet har en politik om at udlodde 40-60 % af årets nettoresultat. Det kan dog blive ændret, hvis der i stedet foretages opkøb. Afkastet på to år inkl. udbyttet ligger på 19 %. Ud fra aktiens aktuelle prissætning til en P/E 2019E på 9,5, en kurs/indre værdi på 2,5, en stærk balance med faldende nettogæld og en solvens på 48,8 % kan aktien dog bære en langt højere prisfastsættelse.

Samtidig er selskabet veldrevet af en ledelse, der har stærk fokus på cash flow og indtjening, opretholdelse af en høj organisk salgsvækst, hvortil kommer muligheden for at vokse via opkøb. Ledelsen er selv storaktionær, hvilket er en garanti for, at forretningen drives for at skabe værdi til alle aktionærer.

Vi finder aktien betydeligt undervurderet, selvom vi naturligvis skal indregne en vis risiko for, at væksttempoet vil falde ved en økonomisk afmatning i Skandinavien. Vi fastholder vores købsanbefaling, indtil aktiekursen skifter niveau opad eller boligmarkedet i Skandinavien måtte blive ramt af et klart prisfald

## **Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler**

### **Styrker**

Solid og sund økonomi giver råderum til vækst via opkøb og udlodning af udbytte (4,75 kr. pr. aktie blev udloddet for 2018). Produktsortimentet dækker alle prisklasser og omfatter stærke brands som Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. Der er tale om en asset light model, da butikkerne drives af forhandlere. Den interne styring af finanserne sikrer en ekstremt høj cash conversion. 90 % af produktionen sker efter ordre, hvilket bidrager til at styre produktionen og giver små tab på debitorer. Produktionskapaciteten er ikke fuldt udnyttet før ved en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. E-handel kan udvide salgsomfanget. Udvidelse geografisk rummer også vækstmuligheder. Strategien om hvert år at lancere en ny spændende køkkenlinje bidrager til at få kunder i butikkerne. Ledelsen er dybt involveret i ejerkredsen.

### **Svagheder**

Selskabet sælger sine produkter i en konjunkturfølsom branche. Man er afhængig af de selvstændige forhandlers indsats i salgsledet. Der er mange store og mindre konkurrenter. Man er afhængig af, at forbrugerne tager godt imod de årlige lanceringerne af en ny spændende køkkenlinje. Aktien er noteret i small-cap indekset, og der er forholdsvis lav børsomsætning. Det er vanskeligt at skabe positiv interesse for selskabet, der kun har været børsnoteret siden november 2017.

### **Muligheder**

I Norge vil der blive åbnet yderligere 6-10 butikker på kort til mellemlangt sigt. Derefter kunne man forestille sig en lignende – og måske endda endnu mere omfattende - indsats rettet mod Sverige. Det første skridt er taget. E-handel med kitchn rummer betydelige muligheder 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 udvalgte steder.

### **Trusler**

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



## Regnskabstal

mio.kr.	2016 Proforma	2017	2018	2019E
Omsætning	600	817	900	1.025
Justeret EBITA	86	123	148	165
EBIT	60	81	138	155
Resultat før skat	45	67	132	149
Nettoresultat	32	48	104	118
Antal ansatte gns.	336	410	458	500
Aktiver	796	806	844	930
Immaterielle aktiver	523	569	560	550
Materielle aktiver	108	85	88	90
Arbejds kapital netto	-59	-81	-94	-100
Nettorentebærende gæld	171	226	91	100
Egenkapital	340	305	409	475
Justeret EBITA %	14,4	15	16,4	16,1
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	29,1	26,7
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,4	11,8
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	
16-08-2019	111	Køb	Køb	
09-05-2019	113	Køb	Køb	
05-03-2019	106	Køb	Køb	4,75 kr. udloddet i udbytte 16-04-2019
22-11-2018	100	Køb	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 Svendsen 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.