

Ny rekord med et salg på over 1 mia. kr. Guidance for 2020 peger på en salgsvækst på 3-7 %, men en fremgang i EBIT på hele 7-16 %. Aktien er billigt prisfastsat med en P/E 2020E på 10,0 og et kurs/indre værdi forhold på 2,6. Der foreslås et udbytte på 5,25 kr. svarende til et direkte udnytteafkast på 4,2 %.

- TCM Group leverer igen i 2019 stærke finansielle resultater. Ledelsen guider forsigtigt for 2020, og pointerer, at væksten formentlig først kommer mod slutningen af året.
- Siden børsnoteringen i efteråret 2017 har TCM kvartal efter kvartal leveret, hvad der stilles i udsigt. Det giver høj tillid hos ledelsen. Desværre har CEO Ole Lund Andersen efter 12 år på posten valgt at fratræde. Chefskiftet sker i ro og orden, og arvtageren er på plads og startede sit virke 01-03-2020. Torben Paulin er den nye CEO. Hans har stor erfaring fra detailbranchen. Den tidligere CEO er storaktionær og ejer 5,2 % af alle aktier i TCM. Torben Paulin har dog straks vist sit commitment til TCM Group ved at købe aktier for 0,5 mio. kr. på sin første arbejdsdag.
- Danmark er selskabets hovedmarked. Her steg salget sidste år med hele 13,4 %, hvilket skal ses i lyset af, at TCM estimerer den underliggende vækst til blot 1-2 %. TCM vinder år efter år markedsandel. TCM har fokus på Norge, der rummer betydeligt vækstpotentiale. Sverige rummer også betydeligt potentiale, og i dette land er man indtil videre kun eksponeret mod Nettoline. Indsatsen er indtil videre begrænset på e-handel, men her er der vækstmulighed især for gør-det-selv-køkkener. 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.
- Finanserne styres stramt med en cash conversion rate på hele 99,9 % og nettoarbejdskapitalen er negativ med -10,8 %. 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.
- Hold på kort sigt men køb på langt sigt er vores anbefaling.

Aktuel Kurs: 124

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.240 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 06-05-2020



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før køb)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 110-130 (før 110-125)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125-145 (før 125-130)

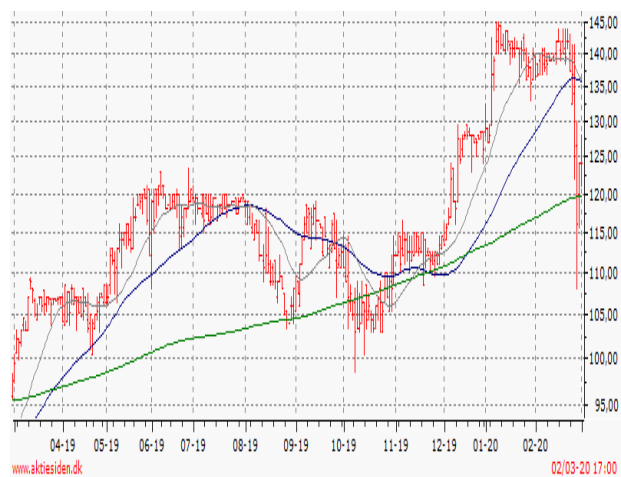
Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 20-11-2019 ved kurs 112

Selskabets forventninger til 2020

TCM forventer også i år en vækst på koncernens hovedmarked i Danmark på 1-2 %. TCM forventer fortsat at vinde markedsandel og ser sit salg stige med 3-7 % til 1.040-1.080 mio. kr. EBIT ventes at andrage 158-170 mio. kr. svarende til en stigning på 7-16 %. Ledelsen pointerer, at der er stor makroøkonomisk usikkerhed for det danske marked, der forventes at blive fladt til moderat positivt i 2020. Der stilles forslag om et udbytte på 5,25 kr. (op fra 4,75 kr.) på generalforsamlingen den 31-03-2020.



Kursgraf sidste 12 måneder



Høj/lav seneste 12 måneder: 145 / 93

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.
- 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.
- TCM returnerer affaldstræ fra fraskær af spånplader til selskabets leverandører til brug for genbrug. Ca. 95 % af TCM's indkøbte spånplader fremstilles ved hjælp af 70 % affaldstræ fra dansk industriproduktion, herunder TCM Group. Selskabet er FSC-certificeret og anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader. Sidste år er der investeret i lakafdelingen, hvis kapacitet er øget og sikrer bedre kvalitet, ligesom der opnås en reduktion på 5 % i CO₂ udslippet fra lakeringsprocessen. Man følger altså en miljøvenlig profil.
- Danmark er det afgørende marked og udgjorde i 2019 hele 91,3 % af salget. Koncernsalget foretages gennem ca. 135 forhandlere i Danmark og Skandinavien. Heraf er der 68 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 salg til typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder. 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 10,8 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 99,9 % (102,6 % året før). Pengene kommer ind, før de kommer på arbejde igen.
- Ledelsesgruppen: Ole Lund Andersen har været CEO i 12 år, men stopper pr. 01-03-2020. Han vil i stedet hellige sig bestyrelsesarbejde. Pr. samme dag tiltræder Torben Paulin (54 år) som ny CEO. Hans CV omfatter CEO/bestyrelsesformand i lampevirksomheden Frandsen Group, tidligere CEO i dæk- og fælgvirksomheden Nordisk Dæk Import og CEO for møbelkoncernen BoConcept. Mogens Elbrønd Pedersen (født 1975) har siden 2015 været CFO. Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er bestyrelsesformand. Bestyrelsen består af i alt fem meget kompetente medlemmer.
- Koncernen havde pr. 31-12 gennemsnitligt 489 ansatte (458 for et år siden). 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. 31-12-2019: ATP 13,5%, BI Asset Management 11,2%, Luxempart PIPE S.ä.r.l. 9,9%, Handelsbanken Fonder 6,2% og Ole Lund Andersen (tidligere CEO) 5,2%. 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 kundønsker kan indarbejdes. Svane Køkkenet lancerer hvert år en ny og innovativ køkkenserie udviklet af selskabets egne designere og arkitekter eller unikke tilføjelser. S19-serien blev lanceret kort før jul 2018. S19 har genereret højere omsætning end tidligere års nye produktserier har gjort i startåret. Nyskabelsen for 2020 omfatter en udvidelse af S19 med innovative designfunktioner og et banebrydende multifunktionelt koncept kaldet "Drains". Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge. I 2019 blev der åbnet Svane Køkkenet butikker i Køge og i Drammen i Norge. I Q1 i år åbnes en butik i Aalesund, 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. I 2019 er der åbnet en butik i Holbæk.

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. Nettolines antal af butikker steg med 14 i løbet af året. Butikkerne åbnede hovedsageligt i Danmark med nye butikker i Hillerød, Nykøbing Falster, Kolding og Kås, samt i Sverige, hvor der blev indgået en aftale med Kökscentrum om etablering og åbning af Nettolinebutikker i Sverige. Kitchn forretninger i Sverige er skiftet til Nettoline. Netto blev der åbnet 10 Nettoline butikker i Sverige.

Kitchn fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler. 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 indretnings eksperter, 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 byggekæder og andre forhandlere i Danmark og Norge.

Koncernsalget sker via ca. 135 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 68 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.

Norge er et fokusområde med mulighed for 15-18 Svane Køkkenet butikker på kort til mellemlangt sigt, hvoraf 8 er åbnet.

Tilstedeværelsen i Sverige er endnu begrænset og omfatter kun Nettoline. Antallet af Nettoline butikker ventes øget, ligesom ledelsen ser potentiale for etablering af Svane Køkkenet butikker.

Opkøb er også en del af strategien om at øge salget, men det vil kun ske, såfremt et opkøbt selskab kan styrke og udvide markedet og give synergier.

TCM har også fokus på onlinehandel, hvor kitchn har mulighed for at øge sit salg i Danmark. Bestyrelsesmedlem Danny Feltmann Espersen har stort kendskab til digital eksekvering.

13,4 % organisk salgsvækst på et dansk marked, der vurderes at vokse med 1-2 %. Det er imponerende.

2019 blev endnu et godt år for TCM Group, der organisk løftede salget med 11,9 % til 1.007 mio. kr. EBIT justeret for engangsposter steg med 11,2 % til 153,5 mio. kr. Både salg og EBIT endte indenfor Guidance om 1.000-1.030 mio. kr. i salg og 150-160 mio. kr. i EBIT. EBIT skal dog rettelig korrigeres for 7 mio. kr. som følge af, at et lynnedslag i august har medført ekstraordinære udgifter. Lynnedslaget medførte også udfordringer i produktionen, hvilket dog helt er løst i Q4 2019. Det hele kører igen planmæssigt.

Det vigtigste marked er Danmark, der i 2019 stod for 91 % af koncernsalget, og udviste en organisk salgsvækst på 13,4 %. Det skal ses i lyset af, at TCM estimerer en underliggende vækst i Danmark på 1-2 %. TCM har historisk vækset med en faktor 3 x underliggende vækst, men sidste år var væksten betydeligt højere. At man kan vokse så markant i et konkurrencepræget marked skyldes flere forhold: Nye forretninger åbnes løbende. TCM har som mål årligt at lancere en ny køkkenserie eller unikke forbedringer. Konkurrenterne er slet ikke i samme grad innovative. Nye produktlanceringer følges op af markedsføringskampagner, hvilket skal få flere folk ind i butikkerne. Det øger også kendskabet til TCM's brandede produkter. TCM producerer selv alt bortset fra bordplader i stål, sten og glas. Egenproduktionen gør det muligt at producere tilpasset kundeønsker. Nettoline forhandlere i Norge er multibrand. Alle øvrige butikker er single brand, dvs. kunderne kan kun købe TCM's produkter.

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. Produktionsfaciliteterne i Aulum og Tvis er indrettet, så man relativt nemt kan håndtere individuel produktion.

Godt halvdelen af salget i Danmark sker B2B (salg til typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder). Salg til B2B-kunder sker med en lavere bruttomargin end ved direkte B2C-salg. Årets bruttomargin er faldet fra 29,2 % til 27,8 %, hvilket forklares med øget B2B-salg og en højere salgsandel af 3- parts produkter som hvidevarer og bordplader, hvor der også er en lavere margin.

Mens salget i Danmark udvikler sig særdeles godt, halter det med salget i udlandet, hvor Norge er det største marked. Udenlandsk salg faldt således med 1,8% til 88,4 mio. kr. Faldet dækker over en fremgang på 4 % i de brandede forretninger, men altså et lidt større fald i non-brandede gør-det-selv-butikker.

Driftsudgifterne udgjorde sidste år 12,5 % af nettoomsætningen, hvilket er en forbedring fra 13,6 % ultimo 2018. Udviklingen i driftsomkostningerne viser, at TCM har fordel af stordrift – altså at salget vokser betydeligt mere end de underliggende udgifter.

Overgangen til IFRS16 standard medfører nogle mindre forskydninger i regnskabet (primært afskrivninger) set i forhold til 2018, hvilket dog primært har betydning på EBITDA og EBITA. EBITA-marginen er fastholdt på 16,0 %, hvilket er en lille nedgang fra 16,4 % året før.

Den netto rentebærende gæld er faldet til 51,7 mio. kr. (90,7). Gearing beregnet som nettorentebærende gæld eksklusiv skyldig selskabsskat delt med justeret EBITDA var ved udgangen af 2019 på blot 0,31. Selskabets maksimummål er på 2,25 x, og der er derfor finansielt råderum til at optage lån til eventuelle opkøb. Balancen er generelt meget stærk og sund. Det ses også af en soliditetsgrad på 51,9 %. TCM er særdeles dygtig til at håndtere den investerede kapital, hvilket ses af en negativ arbejdskapital på 10,8 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 99,9 % (102,6 % året før). Pengene kommer ind, før de kommer på arbejde igen.

Ledelsen melder temmelig forsigtigt ud for 2020. En organisk vækst på 3-7 % er overordnet flot, men det blegner i forhold til 11,9 % i 2019, og 10,2 % i 2018. EBIT forventes dog at stige til 158-170 mio. kr. svarende til en vækst på 7,5-15,5 % - altså markant mere end salgets udvikling. Det pointeres, at væksten først ventes at indfinde sig i den sidste del af året. Efter vores vurdering er Guidance sat så tilpas lavt, at den nye CEO har gode odds for i løbet af året at kunne opjustere. Sagt på en anden måde: Den nye topchef er sikret en god start på hans nye position.

På generalforsamlingen den 31-03-2020 stilles der forslag om et udbytte på 5,25 kr. (op fra 4,75 kr. sidste år). Det svarer til en udlodningsprocent på 47 %. For investorerne vil det ved kurs 124 svare til et direkte udbytte på 4,2 %.

Ny topchef

Pr. 01-03-2020 er Ole Lund Andersen stoppet som CEO efter 12 år på posten. Han har således stået i spidsen for et selskab, der har været igennem en proces med kapitalfonde som ejere, en børsnotering og år for år haft voksende vækst og forbedret lønsomhed. Hans commitment ses også af, at han i dag ejer 5,2 % af alle aktier i selskabet. Han ønsker nu at hellige sig bestyrelsesarbejdet. Ny topchef er Torben Paulin, 54 år gammel, og nuværende CEO/bestyrelsesformand i lampevirksomheden Frandsen Group. Han har stor erfaring fra detailbranchen, herunder som CEO for Nordisk Dæk Import og BoConcept. Chefskiftet sker udramatisk og forekommer derfor også

velovervejet. Bestyrelsen har haft den fornødne tid til at finde den rette person som ny CEO. Torben Paulin har på sin første arbejdsdag vist sit commitment til virksomheden, idet han straks har købt aktier til en værdi af 500.000 kr. ved køb til kurs 125,64. Det ser vi som et tegn på, at Torben Paulin virkelig vil TCM Group og tror på fremtiden.

Selskabets strategi og mål på kort til mellemlangt sigt

TCM udviser imponerende vækstrater. Strategien er fortsat at udvide markedsandelen i Danmark og ekspandere i udvalgte markeder. Indtjening og cash flow skal være i top opgjort i forhold til branchen for køkkenproducenter. Opkøb er en del af strategien.

Intentionen er at øge same-store salget og deraf også lønsomheden i et samarbejde med forhandlere og franchisetagere ved at få flere kunder (B2C) ind i butikkerne. Desuden skal der indgås aftaler med nye B2B-kunder. Der søges vækst såvel i Danmark som i andre lande. I Danmark har man fundet egnede lokationer i 5-8 nye byer med plads til Tvis køkkener og Nettoline. I Norge er TCM repræsenteret med alle fire brands. Her ser man basis for en betydelig udvidelse, og intentionen er at udvide antal Svane Køkkenet forretninger fra de nuværende 8 til 15-18 butikker på kort til mellemlangt sigt. Derudover er der basis for at åbne nogle få Nettoline butikker. Den geografiske udbredelse via Nettoline i Sverige er begrænset. Der er derfor basis for at udvide antallet af Nettoline-butikker, ligesom der er basis for Svane Køkkenet butikker i landet.

Onlinesalg via kitchn.dk sker aktuelt kun i Danmark med begrænset effekt på totalsalget. TCM er dog klar til at geare op for e-handelsdelen, hvis kunderne udtrykker ønske herom. Mulighederne burde være store.

Internt i produktionen er der plads til forbedringer. Det kan være ved overgang til yderligere tre-holds skift, omlægning til robotfunktioner, yderligere brug af underleverandører m.m. Ledelsen vurderer, at den nuværende produktionskapacitet kan dække et salg på 1,2-1,3 mia. kr. før der bliver behov for store investeringer. I den forbindelse skal det nævnes, at der er indgået option på køb af jordarealer, der støder op til hovedfabrikken i Tvis. Ledelsen har lagt en strategi, som på sigt giver mulighed for yderligere vækst, forbedring af lønsomheden ligesom produktionen kan følge med væksten

Anbefalingen er hold på kort sigt men fortsat køb på langt sigt.

TCM har stor succes på det danske marked. Det dækker over mange års hårdt og målrettet arbejde, hvor man først har åbnet butikker, skabt en kundebase, som har sikret bæredygtig vækst. I takt med at kundebasen er blevet opbygget rettet mod B2C-segmentet, er der satset målrettet på at skabe kontakter til store B2B-kunder. Dette salgsarbejde tager lang tid, og sker derfor kun i de butikker, der har været åbne en del år, og hvor økonomien kan bære allokering af salgskræfter til et langstrakt B2B-salg. Da indtjeningsmarginerne så også er lavere i B2B-salget, skal der være vægtige grunde til at satse på B2B. B2B-relationerne vil dog oftest vare ved i mange år og gøre risikoen lavere overordnet set. Da mange af butikkerne i Danmark har været operationelle i mange år, har de været bidragende til at åbne B2B-markedet.

Så langt er man ikke i Norge. Her satser de nye franchisetagere i første omgang på salg B2C. Salget i udlandet skuffer med et fald på 1,8 %, men dog med en fremgang i de brandede forretninger i Norge på 4 %. Så også det norske marked udviser vækst. Men det kan og skal blive meget bedre – også over tid med åbning af salg B2B.

På et tidspunkt risikerer man, at det danske marked mættes, og at det ikke er muligt at opretholde de høje vækstrater. Til den tid er der så mulighed for mersalg og vækst i både Norge og Sverige og via opkøb. Ekspansion/opkøb vil dog kun ske, såfremt det med stor sandsynlighed vil gavne selskabet og dermed aktionærerne.

Produktionsmæssigt er der kapacitet til at følge med en fortsat høj efterspørgsel. Robotteknologi er 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.

Vi vil dog ikke helt afskrive opkøb i Tyskland, UK eller Benelux, hvis man samtidig får adgang til såvel et godt underliggende marked og produktion på stedet. Ekspansionsmulighederne er således til stede.

TCM begunstiges i disse år af en høj byggeaktivitet med deraf afledt behov for nye køkkener. Køb og salg af fast ejendom ligger fortsat også højt, og mange købere vælger straks at få deres eget præg på køkkenet med udskiftning fra gammelt til nyt. Lav rente giver finansielt råderum hos forbrugerne til udskiftning af køkkener. Risikoen er, at vi på et tidspunkt rammer muren, hvilket kan indtræffe ved

en kraftig stigning i renten, og et efterfølgende fald i boligpriserne. Eksogene chok udefra i form af eksempelvis Corona-virussen kan til en vis grad også føre til tilbageholdenhed i forbrugernes købelyst (afhænger af udbruddets omfang og tidsmæssige længde).

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 lejeboliger. 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.

TCM-aktien steg med 38 % sidste år og sluttede 2019 i kurs 126. Efter en optur primo året til 145 er aktien faldet tilbage til 125-niveauet igen. Der stilles et udbytte på 5,25 kr. i udsigt med fragang dagen efter generalforsamlingens afholdelse 31-03-2020. Hvis ledelsen konservative Guidance for 2020 nås, handler aktien til en P/E 10 ved kurs 124 Kurs/indre værdi ligger på 2,6.

Vi har tidligere beskrevet aktien som betydeligt undervurderet. Henset til makroøkonomiske udfordringer finder vi dog aktuelt aktien fair prissat. Kortsigtet sænker vi til Hold men fastholder Køb på langt sigt.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Stærk balance, lav gearing og høj soliditetsgrad giver råderum til vækst via opkøb. Udbyttet sættes op til 5,25 kr. pr. aktie svarende til en udlodningsprocent på 47. 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. Produkterne dækker alle prisklasser. Produktionskapaciteten er ikke fuldt udnyttet før ved en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. E-handel kan udvide salgsomfanget. Udvidelse geografisk rummer vækstmuligheder.

Svagheder

Selskabet afsætter sine produkter i en konjunkturfølsom branche. Man er afhængig af de selvstændige forhandlers indsats i salgsledet. Der er mange store og mindre konkurrenter. 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

TCM har fokus på Norge, der rummer betydeligt vækstpotentiale. Sverige rummer også betydeligt potentiale, og i dette land er man indtil videre kun eksponeret mod Nettoline. Indsatsen er indtil videre begrænset på e-handel, men her er der vækstmulighed især for gør-det-selv-køkkener. 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 konjunkturforløb. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og uden varsel udløse hård priskonkurrence.

Regnskabstal

mio.kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	600	817	900	1.007	1060
Justeret EBITA	86	123	148	161	170
EBIT	60	81	138	147	165
Resultat før skat	45	67	132	142	160
Nettoresultat	32	48	104	111	124
Antal ansatte gns.	336	410	458	489	500
Aktiver	796	806	844	911	930
Immaterielle aktiver	523	569	560	551	550
Materielle aktiver	108	85	88	111	110
Arbejds kapital netto	-59	-81	-94	-109	-114
Nettorentebærende gæld	171	226	91	52	40
Egenkapital	340	305	409	473	540
Justeret EBITA %	14,4	15	16,4	16,0	16
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	29,1	25,2	24,5
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,4	11,1	12,4
Udbytte	0	0	4,75	5,25	5,75
Indre værdi	34	30,5	40,9	47,3	54

2016 er proforma tal.



Seneste analyser:

Anbefaling:

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt	
20-11-2019	112	Køb	Køb	
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

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, John Stihøj og Lau Svenssen 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.