

**Salget steg 10,6 % i Q1. Ledelsen fastholder guidance for 2021, dvs. en salgsvækst på 4-10 % og en stigning i EBIT på 4-15 %. Vi ser mulighed for en opjustering senere på året. Aktien er lavt prissat i forhold til gennemsnittet for danske aktier.**

- Salget i Q1 steg med 10,6 % (13,0 % organisk inklusive den frasolgte Svane Køkkenet butik i København). Justeret EBIT steg 11,1 % til 33,0 mio. kr. Periodens resultat steg med 9,2 % til 24,7 mio. kr. svarende til et resultat pr. aktie på 2,47 kr. Baseret på seneste 12 måneders indtjening handler aktien til en P/E på 15,6 og et kurs/indre værdiforhold på 2,7.
- Trods en stigning i aktiekursen på hele 27 % i år (inklusive udbytter) handler aktien til lave multipler set i forhold til gennemsnittet for danske aktier.
- TCM Group er kendetegnet ved en stærk balance og en veldokumenteret evne til at skabe et stærkt cash-flow. Arbejdskapitalen styres stramt og cash conversion ligger på et særdeles flot niveau. Selskabet har år efter år vundet markedsandele på det danske marked.
- Der er lagt en plan for udvidelse med åbning af nye butikker. Planen følges slavisk. Finansielt er der plads til opkøb, da man ikke har gæld, og nu også har sikret sig en lånefacilitet på 150 mio. kr. hos Nykredit Bank. Efter Aktieinfos vurdering kan et opkøb i Sverige eller på andre nærmarkeder være nært forestående.
- Tidligere i år har selskabet udloddet 5,5 kr. i ordinært udbytte og 7,5 kr. ekstraordinært. Desuden har man igangsat et program om opkøb af egne aktier for 150 mio. kr. frem mod marts 2022, hvoraf der udestår køb for ca. 90 mio. kr.
- Konjunkturerne er med TCM Group. En lav rente fører til stigende boligpriser, hvilket igen øger privatkundernes finansielle råderum – et råderum der ofte anvendes til forbedring af boliger, herunder køkken og bad. TCM imponerer ved at udvise vækstrater på over 10 % årligt, selvom køkkenmarkedet på det vigtigste danske marked kun årligt stiger 1-2 %. TCM vinder således konstant markedsandele. Succes med B2B-salg i Danmark kan implementeres i Norge, hvor der løbende åbnes nye Svane Køkkenet butikker. Der er desuden basis for udvidelse til Sverige og eventuelt andre nærmarkeder.
- Den største risiko i casen er en voldsom rentestigning, der fører til faldende boligpriser og en reduceret aktivitet på ejendomsmarkedet. Der er dog intet der på kort sigt peger på en alvorlig opbremsning.
- En investering i TCM Group bør overvejes af langsigtede investorer, der kan se det langsigtede potentiale i dette udmærkede selskab.

Aktuel Kurs: 163

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.630 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

## Aktievurdering:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 150-185

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 185-210

Næste regnskab: Q2 regnskab den 20-08-2021



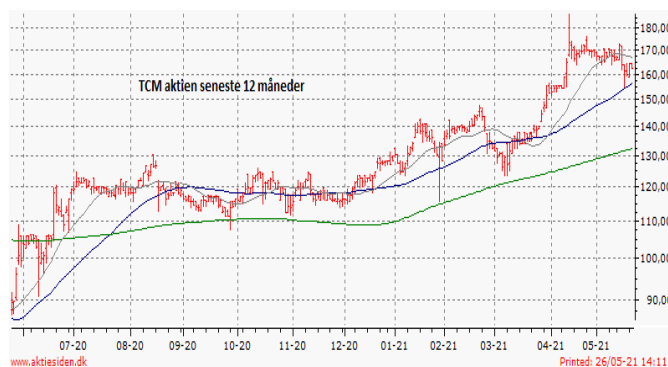
### Selskabets forventninger til 2021

TCM Group fastholder i forbindelse med Q1-regnskabet forventningerne til 2021, dvs. en omsætning på 1.040-1.100 mio. kr. svarende til en organisk vækst på 4-10 % samt en forbedring af EBIT-resultatet til intervallet 145-160 mio. kr.

I perioden frem til 11-03-2022 vil selskabet købe egne aktier for op til 150 mio. kr. Pr. 21-05-2021 har man købt egne aktier for ca. 60 mio. kr., hvorved selskabet selv ejer 3,6 % af de udstedte aktier.



### Kursgraf sidste 12 måneder.



Høj/lav seneste 12 måneder: 186,5 / 91,4

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.

**Organisk salgsvækst på 10,6 % (organisk 13,0 %) i Q1 førte til et rekordsalg på 281 mio. kr.**

To-cifret procentuel vækst i såvel salg som indtjening i Q1. Omsætningen steg med 10,6 % til 281,1 mio. kr., men reelt 13,0 % korrigeret for den frasolgte Svane Køkkenet butik i København. Det er flot klaret, da en del af koncernens butikker var lukkede i begyndelsen af året som følge af Covid-19. Der meldes om vækst i alle fire brands, dog med de højeste vækstrater inden for Nettoline og kitchn.dk, der er kendetegnet ved salg til gør-det-selv segmentet. Kitchn.dk er selskabets e-handelsplatform, der viser vigtigheden af at have en multi-brand salgsstrategi. Desuden har man oplevet en stigende andel af omsætningen fra tredjepartsleverandører. Omsætningen i Danmark steg med 11,5 % og udgør 91 % af koncernomsætningen. En så høj omsætningsfremgang i Danmark er flot, idet ledelsen tidligere har skønnet, at det underliggende marked for køkkener i Danmark årligt stiger 1-2 %. TCM Group har således på ny vist sig i stand til at vinde markedsandele i Danmark. På øvrige markeder sås en salgsvækst på 2,4 %, hvilket primært er drevet af Norge.

Bruttomarginen faldt fra 25,7 til 23,5 %, hvoraf 0,8 % point af nedgangen kan henføres til den frasolgte Svane Køkkenet butik. Den lavere procentuelle bruttoindtjening skyldes desuden den unormalt høje andel af tredjepartsomsætning, hvor indtjeningen er lavere end ved salg af egne brands. Derudover er der afholdt en ekstraordinær omkostning til udskiftning af et automatiseret opskæringsanlæg, der blev installeret og har været i fuld drift siden påske.

Driftsomkostningerne faldt til at udgøre 11,8 % af omsætning mod 14,0 % i samme kvartal sidste år. Faldet skyldes lavere udgifter som følge af frasalget af Svane Køkkenet butikken i København, hvilket kunne mere end kompensere for øgede markedsføringsudgifter. Justeret EBIT steg med 11,1 % til 33 mio. kr., idet de ekstraordinære poster udgjorde en udgift på 1,3 mio., kr. De ekstraordinære poster udgøres af en udgift relateret til Covid-19 på 2,5 mio. kr., 1,3 mio. kr. til omstruktureringer i selskabets supply-chain organisation og en positiv post på 2,5 mio. kr. som følge af gevinst opnået ved salg af Svane Køkkenet butikken. Nettoresultatet steg 9,2 % til 24,7 mio. kr.

I løbet af Q1 i år har TCM åbnet to nye Nettoline butikker i Køge og Fjerritslev, mens en Tvis-butik i Aabenraa er blevet lukket. Som nævnt tidligere er Svane Køkkenet butikken i København blevet afhændet, hvilket har sikret en ekstraordinær indtægt på 2,5 mio. kr.

Pr. 31-03-2021 har TCM Group en nettorentebærende gæld på -14,1 mio. kr., der er nedbragt fra 76,7 mio. kr. for et år siden. Gearing beregnet som nettorentebærende gæld eksklusiv skatteforpligtelser delt med EBITDA var på -0,09 mod 0,44 for et år siden. Selskabets maksimumål er på 2,25 x EBITDA, hvilket giver et stort finansielt råderum. Balancen er stærk og sund med en soliditetsgrad på 63,3 %. Cash conversion raten er på 83,4 %, og arbejdskapitalen var på -6,6 %. TCM har således en særdeles stærk balance og en egenkapital, der er steget fra 495,3 mio. kr. på samme tid sidste år til nu 597,8 mio. kr.

Efter generalforsamlingen i april er der udloddet et ordinært udbytte på 5,5 kr. + ekstraordinært 7,5 kr. Sidstnævnte som følge af, at udbyttet sidste år blev sløjfet. Som endnu et aktionærvenligt tiltag har TCM i april i år igangsat et program om opkøb af egne aktier for op til 150 mio. kr. frem til 11-03-2022. Under programmet udestår fortsat opkøb for ca. 90 mio. kr. Disse aktionærvenlige tiltag kombineret med solid vækst i salg og indtjening har for alvor givet aktiekursen luft. Aktiekursen er således på et år steget med 71 % og alene i år med 17 %. Indregnes årets udbytte på 13 kr. pr. aktie er stigningen år til dato endda på hele 27 %. Trods den markante fremgang handler aktien fortsat på billige multipler. P/E baseret på seneste 12 måneders indtjening ligger på 15,6 og dermed langt under gennemsnittet for danske aktier. Kurs/indre værdi ligger på 2,7.

Jævnfør efterstående afsnit er vores holdning, at TCM også i de kommende år vil være i stand til at udvise en lønsom vækst i salg og indtjening både organisk og via opkøb. Den største risiko er, hvis ejendomsmarkedet i Danmark og selskabets øvrige geografiske dækningsområder pludselig oplever massive prisfald og en markant stigning i renterne. Nye tal fra den danske regering viser, at dansk BNP i år ventes at stige 2,4 % og 3,6 % næste år. Privatforbruget ventes at stige 4,3 % i 2022 understøttet af en fortsat stigende beskæftigelse. Regeringens skøn for ejendomsmarkedet peger på prisstigninger i år på 11,2 % og 3,1 % næste år. Det økonomiske råderum vil derfor vokse markant, og i det lys forventer vi også i de kommende år høj efterspørgsel efter produkter fra TCM Group. Desuden skal det fremhæves, at TCM bevidst satser på en høj andel af salg til B2B-kunder, hvilket gør selskabet mere robust mod en eventuel tilbagegang på et eller andet tidspunkt for nybyggeriet.

Vi ser derfor fortsat positivt på TCM Group som en langsigtet attraktiv placeringsmulighed.

**Fremtiden**

TCM Group har år for år leveret i henhold til Guidance med konstant vækst i omsætning og indtjening. Det giver høj troværdighed omkring de lagte planer for at kunne fortsætte en lønsom vækst også i fremtiden. Strategien er årligt at lancere produktnyheder for at få kunderne ind i butiksnettet, der løbende udvides både i Danmark og Norge. Årets hidtidige lanceringer omfatter nye trendy farver til S19-serien i Svane Køkkenet, mens Tvis Køkkener har udviklet et nyt design med en kombination af det nye Momento design fra 2020 til det klassiske M-line design. De nye designs er tilgængelige i butikkerne i Q2. TCM Group er nu oppe på at have 91 brandede butikker, Målet er at have 94 brandede butikker ultimo året. På kort til mellemlangt sigt er planen at have 15-18 Svane Køkkenet butikker i Norge.

Selvom man har en ledende position i Danmark, er der fundet egnede lokationer for åbning af Tvis Køkkener og Nettoline i 5-8 danske byer. Onlinesalget via [kitchn.dk](http://kitchn.dk) dækker kun Danmark, og kan udbredes til andre lande.

I Danmark har TCM Group stor succes med sit B2B-salg, der er bygget op omkring langvarige relationer til typehusfirmaer, ejendomsselskaber, almene boligselskaber m.fl., der løbende skal have indsat nye køkkener eller foretage udskiftninger. Det giver stabilitet i salget (andel på over 50 % af omsætningen), men dog med lavere dækningsbidrag end ved B2C-salg. Strategien er at videreføre konceptet til Norge, men her er man endnu i opbygningsfasen. Det tager nemlig tid at skabe sådanne langvarige relationer, men effekten er også stor, når man opnår gennembrud. Potentialet i Norge kan blive stort, hvis man lykkes med strategien.

Rådighedsbeløbet hos privatkunder er stort som følge af prisstigninger på fast ejendom. Det sikrer en høj efterspørgsel i B2C-segmentet, der i høj grad afhænger af beskæftigelsen, renteniveaue og prisudviklingen på fast ejendom. Jævnfør ovennævnte beregninger fra den danske regering må der forventes et højt aktivitetsniveau i B2C-segmentet i hvert fald i de kommende år.

Af Q1-regnskabet fremgår det, at TCM Group har indgået en finansieringsaftale med Nykredit Bank på 150 mio. kr. med en løbetid på 3 år med en option på at udvide lånefaciliteten på lignende vilkår til en periode på op til 5 år. I forvejen har TCM en stærk finansiel stilling uden gæld, og tiltaget indikerer for os, at man er klar til at foretage opkøb, hvis rette mulighed viser sig. Det ville være naturligt at udvide aktiviteterne i Sverige, hvor man sidste år indgik aftale med Kökscentrum om åbning af butikker. Foreløbig er man dog kun til stede i Sverige med Nettoline. Udvidelsesmulighederne i Sverige synes at være store. Opkøb kunne også finde sted i nærmarkeder som Tyskland, UK og Benelux, hvis man kan få adgang til lokal produktion.

Efter en række kapacitetsforbedringer på de nuværende fabrikker i Aulum og Tvis rækker kapaciteten til at kunne dække et stigende salg både i Danmark og i de nuværende geografiske områder. Man har desuden indrettet produktionen med en mere bæredygtig profil med fokus på reduktion af selskabets CO<sub>2</sub>-udledning. Processen med kapacitetsforbedringer vil fortsætte i de kommende år med investeringer i niveauet 2-3 % af omsætningen. TCM Group er trimmet til både at klare en organisk vækst, og med finansieringsaftalen på plads også til at foretage opkøb. Det gør investeringscasen interessant.

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

### **Styrker:**

Stærk balance, lav gæld og høj soliditet. Der er tale om en Asset light model. Produktsortimentet dækker alle prisklasser og er kendetegnet af en multibrand strategi. Lang historik, idet Tvis Køkkener er blevet produceret i mere end 60 år. B2B salg reducerer risikoen ved ændrede konjunkturer. Finanserne styres stramt. Lav lagerbinding da 90 % af produktion sker efter ordre. Tab på debitorer er lave. Produkter i alle prisklasser. Nye produktlanceringer viser dynamik og tiltrækker kunder i butikkerne. Produktionskapaciteten udnyttes først fuldt ud ved en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. Aktien er blevet løftet op i MidCap-segmentet.

### **Svagheder:**

TCM Group er afhængig af konjunkturudviklingen, dvs. renteforhold, arbejdsløshed og ejendomsmarkedets udvikling (forbrugernes finansielle råderum). Man er afhængig af de selvstændige forhandleres indsats i salgsleddet. Der er mange store og mindre konkurrenter. Salget af produkter med lavest dækningsbidrag stiger aktuelt mere end salget af de dyre brands, hvor man har den højeste indtjening..

### **Muligheder:**

Norge og Sverige rummer betydeligt vækstpotentiale. Man kan øge indsatsen omkring e-handel – især rettet mod DIY segmentet (gør-det-selv-køkkener). Ekspansion til helt nye lande rummer perspektiv for øget salg, men det fordrer at man kan indgå aftaler med eksisterende, veldrevne butikskæder som partnere.

### **Trusler:**

Økonomisk afmatning og faldende ejendomspriser udgør den største risiko. Dertil kommer konkurrencesituationen.

## Om TCM Group A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien med hovedvægt på Danmark. TCM Group sælger køkken-, bad- og garderobeløsninger i dansk design med egen produktion på to fabrikker i Tvis og en i Aulum begge nær Holstebro. 90 % af produktionen sker på baggrund af specifikke kundeordrer. Koncernen beskæftiger 498 medarbejdere (469 for et år siden).
- Ca. 95 % af de indkøbte spånplader fremstilles ved hjælp af 70 % affaldstræ fra dansk industriproduktion, herunder TCM Group. Man 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 ca. 5 % i CO<sub>2</sub> udslippet fra lakeringsprocessen.
- Der gøres brug af en multi-brand strategi, der dækker hele prisspektret. Produkterne sælges via et netværk af franchisebutikker eller selvstændige forhandlere.
- Svane Køkkenet er det største og vigtigste brand kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger i høj kvalitet med brug af de bedste materialer og input. Hvert år lanceres en ny og innovativ køkkenserie eller unikke tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.
- Tvis Køkkener er det næststørste brand også med produktion efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundønsker. Der er tale om et stort sortiment med køkkener i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark og Norge.
- Nettoline fremstiller køkken-, bad- og garderoibeinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til overkommelig pris med salg via forhandlere i forhandlere i Skandinavien. Sidste år blev 20 af Nettoline butikkerne i Danmark ændret til brandede.
- Kitchn er et online brand i gør-det-selv-segmentet inden for køkken-, bad-, bryggers- og garderoibemøbler.
- Private label salg til forhandlere og byggemarkeder i Danmark og Norge (salg af TCM's produkter under eget navn).
- TCM's salg sker via ca. 135 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 91 er brandede butikker. Danmark er det afgørende marked med en andel af salget på 91 %. 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 dækker typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder og ligger på 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.
- Et internt IT-system muliggør tæt opfølgning på udviklingen i salg og produktion. IT-mæssigt understøtter koncernen 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 6,6 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 83,4 % (87,3 % året før).
- Ledelsesgruppen består af CEO Torben Paulin (født 1966) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (født 1975). Sanna Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er formand for bestyrelsen, der består af fem meget kompetente medlemmer.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet. Med virkning fra januar i år er selskabet blevet indlemmet i MidCap-segmentet. I perioden frem til 11-03-2022 vil der blive købt egne aktier for op til 150 mio. kr. Pr. dato har selskabet købt for ca. 60 mio. kr. egne aktier.
- Pr. 31-12-2020 ejer følgende aktionærer over 5,0 % af aktiekapitalen: ATP 10,8 %, BI Asset Management 10,06 %, Luxempart PIPE S.ä.r.l. 9,8%, Paradigm Capital Value Fund 8,4 %, Handelsbanken Fonder 6,9 %. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

**Regnskabstal**

mio.kr.	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	817	900	1.007	1.025	1.120
Justeret EBITDA	131	156	174	161	170
EBITA	88	146	154	142	155
Justeret EBIT	115	140	154	140	150
Resultat før skat	67	132	142	131	140
Nettoresultat	48	104	111	102	110
Antal ansatte gns.	410	458	489	483	485
Aktiver	806	844	911	929	950
Immaterielle aktiver	569	560	551	543	540
Materielle aktiver	85	88	111	133	135
Arbejdskapital netto	-81	-94	-109	-117	-115
Nettorentebærende gæld	226	91	52	-43	100
Egenkapital	305	409	473	574	580
Justeret EBIT margin %	14,1	15,6	15,3	13,6	13,4
Egenkapitalforrentning %	14,9	29,1	25,2	19,5	19,1
Resultat pr. aktie	4,8	10,4	11,1	10,2	11,0
Udbytte	0	4,75	0	13,0*	5,75
Indre værdi	30,5	40,9	47,3	57,4	58,0

\* Det ordinære udbytte for 2020 er 5,5 kr. men dertil kommer et udbytte på ekstraordinært 7,5 kr. relateret til 2019, idet man ikke udloddede udbytte for 2019. Tal for 2021 er udtryk for Aktieinfos estimer.

**Seneste fire analyser:****Forventet kursudvikling:**

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
03-03-2021	140	125-150 (udbyttekorrigeret)	150-175 (udbyttekorrigeret)
02-11-2020	126	115-135	135-160
27-08-2020	127	115-135	135-160
20-05-2020	93	90-115	120-140

**Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet med fire årlige analyser, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.